



ISSN 2240-7596

aip **edizioni**
aip **sa** **srl**

AMMENTU

**Bollettino Storico e Archivistico del
Mediterraneo e delle Americhe**

N. 27

gennaio - giugno 2025

<http://www.centrostudisea.it/ammentu>
www.aipsa.com

Direzione

Martino CONTU (direttore), Annamaria BALDUSSI, Patrizia MANDUCHI

Comitato di redazione

Giampaolo ATZEI (capo redattore), Lucia CAPUZZI, Raúl CHEDA, Maria Grazia CUGUSI, Lorenzo DI BIASE, Mariana FERNÁNDEZ CAMPO, Manuela GARAU, Camilo HERRERO GARCÍA, Roberto IBBA (capo redattore), Emanuela Locci, Francesca MAZZUZI, Nicola MELIS (capo redattore), Giuseppe MOCCI, Carlo PILLAI, Domenico RIPA, Elisabeth RIPOLL GIL, Maria Cristina SECCI (coordinatrice), Maria Angel SEGOVIA MARTÍ, Fabio Manuel SERRA (coordinatore), Maria Eugenia VENERI, Antoni VIVES REUS

Comitato scientifico

Nunziatella ALESSANDRINI, Universidade Nova de Lisboa/Universidade dos Açores (Portugal); Pasquale AMATO, Università di Messina - Università per stranieri "Dante Alighieri" di Reggio Calabria (Italia); Juan Andrés BRESCIANI, Universidad de la República (Uruguay); Carolina CABEZAS CÁCERES, Museo Virtual de la Mujer (Chile); Zaide CAPOTE CRUZ, Instituto de Literatura y Lingüística "José Antonio Portuondo Valdor" (Cuba); Margarita CARRIQUIRY, Universidad Católica del Uruguay (Uruguay); Giuseppe DONEDDU, Università di Sassari (Italia); Josep Maria FIGUERES ARTIGUES (Universitat Autònoma de Barcelona); Luciano GALLINARI, Istituto di Storia dell'Europa Mediterranea del CNR (Italia); Maria Luisa GENTILESCHI, Università di Cagliari (Italia); Elda GONZÁLEZ MARTÍNEZ, Consejo Superior de Investigaciones Científicas (España); Antoine-Marie GRAZIANI, Università di Corsica Pasquale Paoli - Institut Universitaire de France, Paris (France); Rosa Maria GRILLO, Università di Salerno (Italia); Souadi LAGDAF, Struttura Didattica Speciale di Lingue e Letterature Straniere, Ragusa, Università di Catania (Italia); Victor MALLIA MILANES, University of Malta (Malta); Antoni MARIMÓN RIUTORT, Universidad de las Islas Baleares (España); Lená MEDEIROS DE MENEZES, Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Brasil); Roberto MORESCO, Società Ligure di Storia Patria di Genova (Italia); Carolina MUÑOZ-GUZMÁN, Universidad Católica de Chile (Chile); Fabrizio PANZERA, Archivio di Stato di Bellinzona (Svizzera); Roberto PORRÀ, Soprintendenza Archivistica per la Sardegna (Italia); Sebastià SERRA BUSQUETS, Universidad de las Islas Baleares (España); Dante TURCATTI, Universidad de la República (Uruguay).

Comitato di lettura

La Direzione di AMMENTU sottopone a valutazione (referee), in forma anonima, tutti i contributi ricevuti per la pubblicazione.

Responsabile del sito

Stefano ORRÙ

AMMENTU - Bollettino Storico e Archivistico del Mediterraneo e delle Americhe

Periodico semestrale pubblicato dal Centro Studi SEA di Villacidro e dalla Casa Editrice Aipsa di Cagliari. Registrazione presso il Tribunale di Cagliari n° 16 del 14 settembre 2011.

ISSN 2240-7596 [online]

c/o Fondazione "Mons.

Giovannino Pinna" onlus

Via Roma 4

09039 Villacidro (SU) [ITALY]

SITO WEB: www.centrostudisea.it

E-MAIL DELLA RIVISTA: ammentu@centrostudisea.it

c/o Aipsa edizioni s.r.l.

Via Bolzano 12

09126 Cagliari [ITALY]

E-MAIL: aipsaedizioni@gmail.com

SITO WEB: www.aipsa.com

Sommario

Presentazione / Presentation	5
FOCUS	7
<i>Tra etica, simboli e potere: tensioni e metamorfosi della modernità</i>	
A cura di Marco Zurru	
– MARCO ZURRU Introduzione	8
– ANDERSON DEO Contraddizione e tensione dialettica nell'opera di Norberto Bobbio: il rapporto tra libertà e uguaglianza	10
– MARCO ZURRU <i>Shadow banking</i> . Dimensioni, attori e rischi. Alcune declinazioni italiane	26
– VALERIO CIAROCCHI I segni del tempio nel segno tempio. La parrocchia "Santa Maria Immacolata" di Contesse in Messina nel centenario di fondazione (1925-2025)	47
CONTRIBUTO AL DIBATTITO STORIOGRAFICO	
– FRANCESCO CESARE CASULA Perché i Sardi sono Italiani?	60
RECENSIONI	
MARTINO CONTU (a cura di), <i>Un ospitaliero della Storia. Omaggio all'opera di Victor Mallia-Milanes</i> (<i>Emilio Paolo Delogu</i>)	70

Shadow banking: dimensioni, attori e rischi. Alcune declinazioni italiane Shadow banking: dimensions, actors and risks. Some Italian declinations

Marco ZURRU

Università di Cagliari, Dipartimento di
Scienze Politiche e Sociali (Italia)

Ricevuto: 03.05.2025

Accettato: 01.06.2025

DOI: 10.19248/ammentu.524

Abstract

The shadow banking system has seen incredible, constant and rapid development in recent decades. Created to facilitate the traditional banking system in short-term financing, repos, increased leverage and credit securitization, it has played (and still plays) a fundamental role in fueling an ever-increasing financialization of the economy, the predominance of finance over the real economy, with associated systemic risks. In 2023, the size of the non-banking financial institutions (NBFI) sector increased by 8.5% compared to the previous year, more than double the growth rate of the banking sector, bringing the share of non-banking financial institutions in total global financial assets to 49.1%. In 2025, the share of non-bank financial institutions (NBFI) rose to 50%, equal to approximately \$250 trillion, with shadow banking narrowly measured at \$70.2 trillion (+9.8%). In Italy, the set of non-banking financial institutions that operate outside of regulated circuits appears more contained, supervised and controlled in its possible consequences of systemic risk.

Keywords

Shadow banking system, financialization, mutual funds, economic crisis.

Riassunto

Il sistema bancario ombra (*shadow banking system*) ha visto un incredibile, costante e rapido sviluppo negli ultimi decenni. Nato per agevolare il sistema bancario tradizionale nei finanziamenti a breve, repo, aumento della leva finanziaria e cartolarizzazioni dei crediti, ha giocato (e gioca tuttora) un ruolo fondamentale nell'alimentare una sempre maggiore finanziarizzazione dell'economia, il predominio della finanza sull'economia reale, con annessi rischi sistemici. Nel 2023 le dimensioni del settore delle istituzioni finanziarie non bancarie (NBFI) sono aumentate dell'8,5% rispetto all'anno precedente, più del doppio del ritmo di crescita del settore bancario, portando la quota delle istituzioni finanziarie non bancarie sul totale delle attività finanziarie globali al 49,1%. Nel 2025 la quota delle istituzioni finanziarie non bancarie (NBFI) è salita al 50%, pari a circa 250.000 miliardi di dollari, con la misura ristretta dello *shadow banking* a 70.200 miliardi (+9,8%). In Italia l'insieme delle istituzioni finanziarie non bancarie che operano al di fuori dei circuiti regolamentati, appare più contenuto, vigilato e controllato nelle sue possibili conseguenze di rischio sistemico.

Parole chiave

Sistema bancario ombra, finanziarizzazione, fondi comuni di investimento, crisi economica.

1. “*Regime change*”: dalla manifattura alla finanza

Nel secolo scorso c'è stato un momento preciso in cui il regime di accumulazione - ovvero quelle «pluriformi e interrelate modalità economiche, politiche, sociali, culturali, diverse da un'epoca all'altra in rapporto allo sviluppo del capitalismo, in cui

l'accumulazione avviene»¹ -ha cambiato verso, natura, centralità spaziale. Se l'accumulazione del capitale è lo strumento attraverso cui l'economia capitalistica cerca di raggiungere la sua fondamentale meta, ovvero la realizzazione del massimo profitto, questa per un lungo tempo (almeno dalla fine della II guerra mondiale agli inizi degli anni '80) si è basata negli USA e in Europa su un regime di accumulazione di tipo "produttivistico", centrato sostanzialmente sull'importanza del settore manifatturiero. La ricostruzione dei paesi devastati dal conflitto armato (abitazioni civili, fabbriche, infrastrutture di trasporto), la riconversione del sistema di produzione bellico in civile, l'incredibile ampliamento del consumo di massa dei beni durevoli, hanno consentito quella espansione economica occidentale che Jean Fourastié-con fortuna editoriale-ha ribattezzato «les Trente Glorieuses»². Questo ininterrotto e lunghissimo arco temporale di espansione economica, abbastanza anomalo in un sistema di produzione capitalistico per sua natura instabile e di tipo ciclico³, è stato di segno positivo e favorevole per tutte le classi sociali, quelle basse, le medie, e - ovviamente - anche per le élites economiche. Gli stati socialdemocratici, cristiano-democratici e dirigisti occidentali erano uniti da un *fil rouge* che aveva come perno l'idea che lo Stato dovesse avere all'apice della propria agenda politica l'obiettivo della piena occupazione, la crescita economica e il benessere collettivo, e che questi dovessero essere raggiunti con un'azione appunto statale a fianco dei meccanismi di mercato o in loro sostituzione⁴. Con quelle che sono state battezzate "politiche fiscali e monetarie keynesiane", lo Stato avrebbe dovuto (e in effetti così accadde) mitigare le conseguenze negative dei cicli economici assicurando il massimo livello di occupazione possibile, pace sociale, mutualismo di welfare e, soprattutto, compromesso di classe tra capitale e lavoro.

Una serie di eventi (sovrapproduzione, crisi energetica, fine del regime dei cambi fissi, diffusione di sistemi produttivi basati su medie e piccole imprese, produzione a specializzazione flessibile⁵) alimentò agli inizi degli anni '70 una tensione politica, economica, socioculturale capace di modificare la natura stessa del regime di accumulazione che da "produttivista" mutò in "finanziaria". Quello che fu definito *embedded liberalism*⁶ capace di garantire alti tassi di crescita ai paesi capitalistici occidentali sembrava aver esaurito la sua spinta: ovunque i tassi di inflazione e di disoccupazione crescevano insieme a ritmo forsennato, aprendo la porta ad un fenomeno inedito che le politiche economiche keynesiane non riuscivano a gestire: la "stagflazione", ovvero una impennata sincrona di inflazione e dei tassi di

¹ LUCIANO GALLINO, *Il colpo di stato di banche e governi. L'attacco alla democrazia in Europa*, Einaudi, Torino 2013, p. 23. Vedi anche la voce "Accumulazione" in LUCIANO GALLINO, *Dizionario di Sociologia*, Utet, Torino 1993.

² JEAN FOURASTIÉ, *Les Trente Glorieuses. Ou la révolution invisible de 1946 à 1975*, Fayard, Paris 1979.

³ Sembra ormai appurato (anche se spesso in troppi cadono in condizioni di amnesia) che espansione e stagnazione sono le condizioni "normali" di un sistema ciclico instabile come quello capitalista; per una versione neo-marxiana delle crisi di sovrapproduzione vedi PAUL BARAN e PAUL SWEETZ, *Il capitale monopolistico. Saggio sulla struttura economica e sociale americana*, Einaudi, Torino 1968.

⁴ Sul caso italiano vedi FABRIZIO BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997 e, in particolare, la categoria di "compromesso senza riforme" coniata dallo stesso Barca e declinata nei suoi contenuti nel primo capitolo della curatela.

⁵ Su questo punto vedi MICHAEL PRIORE e CHARLES SABEL, *The Second Industrial Divide*, Basic Book, New York 1984.

⁶ JOHN GERARD RUGGIE, *International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order*, in «International Organization», 36 (2), 1982, pp. 379-415.

disoccupazione⁷. Diversi Stati conobbero pesanti crisi fiscali (la Gran Bretagna fece ricorso all'aiuto del Fondo Monetario Internazionale nel 1975); il sistema di cambi fissi di Bretton Woods entrò in crisi e nel 1971 fu abbandonato, consentendo così la libera fluttuazione dei tassi di cambio in opposizione al sistema monetario internazionale di ancoraggio all'oro; la crisi bellica medio-orientale comportò l'impennata del petrolio, per molti anni "benzina a basso costo" del sistema industriale fordista: iniziava così l'era del post-fordismo⁸.

Questi e altri elementi aprirono le porte al regime di accumulazione finanziaria come risposta alla crisi di stagnazione economica occidentale del regime di accumulazione produttivo. Le differenze tra i due regimi le aveva già inquadrate Marx⁹. Il regime "produttivistico" è sintetizzabile nella formula D-M-D¹: affinché il sistema possa creare plusvalore, nuovo capitale, il capitale esistente deve essere trasformato in lavoro e mezzi di produzione e questi in merce. Dalla merce venduta sul mercato si ricava il nuovo capitale superiore a quello investito che, depurato da ammortamenti, interessi, tasse, debiti, dividendi vari, si somma a quello iniziale.

Il regime di accumulazione finanziario, definito in seguito "neoliberista"¹⁰, salta letteralmente la fase intermedia, non si occupa più della produzione e del lavoro, ma

⁷MAURO MARCONI(a cura di), *La stagflazione*, Il Mulino, Bologna 1985.

⁸ASH AMIN, *Post-Fordism. A reader*, Blackwell edition, Oxford 1995.

⁹«[...] Il ciclo D-M-D comincia invece dall'estremo denaro e conclude ritornando allo stesso estremo. Il suo motivo propulsore e suo scopo determinante è quindi il valore stesso di scambio. Nella circolazione semplice delle merci i due estremi hanno la stessa forma economica. Entrambi sono merce. E sono anche merci della stessa grandezza di valore. Ma sono valori d'uso qualitativamente differenti, p. es., grano e vestiti. Lo scambio dei prodotti, la permuta dei differenti materiali nei quali il lavoro sociale si presenta, costituisce qui il contenuto del movimento. Altrimenti stanno le cose nel ciclo D-M-D. A prima vista esso sembra senza contenuto, perché tautologico. Entrambi gli estremi hanno la stessa forma economica. Entrambi sono denaro, quindi non sono valori d'uso qualitativamente distinti, poiché il denaro è per l'appunto la figura trasformata delle merci, nella quale i loro valori d'uso particolari sono estinti. Scambiare prima cento lire sterline contro cotone e poi di nuovo lo stesso cotone contro cento lire sterline, dunque scambiare per una via indiretta denaro contro denaro, la stessa cosa contro la stessa cosa, sembra una operazione tanto inutile quanto assurda. Una somma di denaro si può distinguere da un'altra somma di denaro, in genere, soltanto mediante la sua grandezza. Dunque, il processo D-M-D non deve il suo contenuto a nessuna distinzione qualitativa dei suoi estremi, poiché essi sono entrambi denaro, ma lo deve solamente alla loro differenza quantitativa. In fin dei conti, vien sottratto alla circolazione più denaro di quanto ve ne sia stato gettato al momento iniziale. Il cotone comprato a cento lire sterline, p. es., viene venduto una seconda volta a lire sterline cento + dieci, ossia a centodieci lire sterline. La forma completa di questo processo è quindi D-M-D, dove D = D, cioè è uguale alla somma di denaro originariamente anticipata, più un incremento. Chiamo plusvalore (surplus value) questo incremento, ossia questa eccedenza sul valore originario. Quindi nella circolazione il valore originariamente anticipato non solo si conserva, ma in essa altera anche la propria grandezza di valore, aggiunge un plusvalore, ossia si valorizza. E questo movimento lo trasforma in capitale». KARL MARX, *Il capitale*, Editori Riuniti, Roma 1964, l. I, pp. 180-184.

¹⁰ La bibliografia è sterminata. Alcuni riferimenti: DAVIDS HARVEY, *Breve storia del neoliberismo*, Il Saggiatore, Udine 2005; JOSEPH STIGLITZ, *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell'economia*, Einaudi, Torino 2004; AERON DAVIS, *Distinguishing financialization from neoliberalism: Financialization's cultural and epistemological foundations*, in «Theory, Culture & Society», 34,5-6, 2017, pp. 27-51; BOB JESSOP, *The Continuing Ecological Dominance of Neoliberalism in the Crisis*, in ALFREDO SAAD PHILO E GALIPYALMAN (a cura di), *Economic Transitions to Neoliberalism in Middle-Income Countries: Policy Dilemmas, Economic Crises, Formsof Resistance*, Routledge, London 2017, pp. 24-38; ANGELO SALENTO, GIUSEPPE PESARE, *Liberalisation and value extraction: the trajectory of railways in the neo-liberal state*, in «Partecipazione e conflitto», 9, 2, 2016, pp. 466-494.

consente di creare danaro direttamente dal danaro stesso (D^1 - D^2 , per dirla “à la Marx”): «il danaro nasce o dal danaro stesso, come avviene tipicamente con la speculazione su titoli, divise, tassi di interesse, derivati; oppure viene creato dal nulla mediante il credito, la sua trasformazione in titoli commerciali e la parallela produzione di strumenti finanziari inediti, consistenti ad esempio in nuovi tipi di derivati strutturati (cioè formati da pacchetti di altri titoli)¹¹. In tale processo un ruolo determinante è svolto dai mercati finanziari. Per questo motivo si parla anche di accumulazione dominata dalla finanza»¹².

2. Il processo di finanziarizzazione

In uno dei più importanti volumi sul tema, Gerald Epstein declina una delle più citate definizioni di *finanziarizzazione*: «Il ruolo crescente dei movimenti finanziari, dei mercati finanziari, degli attori finanziari e delle istituzioni finanziarie nel funzionamento delle economie nazionali ed internazionali»¹³. È dunque «un processo di crescita del valore assoluto e relativo delle transazioni finanziarie, nonché dell'importanza delle attività finanziarie come fonte di profitti, in condizioni di deregolazione dei movimenti di capitale, con una corrispondente crescita del rilievo delle istituzioni e delle élites finanziarie, a livello nazionale e internazionale»¹⁴. Ma, come ricorda lo stesso Salento «[...] altrettanto importante è cogliere - accanto alla tendenza alla crescita del volume delle transazioni finanziarie - la penetrazione della logica e del calcolo finanziario nella gestione delle attività economiche non finanziarie (Fligstein, 1990; Gallino, 2005) e persino [...] delle attività economiche fondamentali, destinate alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi essenziali»¹⁵.

Questo passaggio epocale di regime di accumulazione è stato l'esito di politiche *intenzionali*. Chi chiarisce molto bene questo aspetto di una tensione consapevole,

¹¹ «I derivati sono contratti a termine tra due parti in cui si fissa alla stipula ($t=0$) il prezzo (K) che verrà pagato a scadenza del contratto ($t=T$); l'attività di riferimento da cui dipende il prezzo del derivato può essere un titolo (es. azioni Fiat), un indice (es. il Mib30), un bene reale (es. petrolio) oppure un credito/debito (nazionale o in valuta estera). Affinché un'attività finanziaria sia considerata un derivato deve soddisfare questi tre requisiti: il valore/prezzo dipende dal prezzo di un'altra attività, si perfeziona in data futura e ha bisogno di un piccolo investimento iniziale»; definizione dettata dall'InternationaleAccounting Standard n.39, “Financial Instruments: Recognition and Measurement”, citato in CHIARA OLDANI, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, Franco Angeli, Milano 2010, p. 39.

¹² LUCIANO GALLINO, *Il colpo di stato di banche*, cit., p. 34.

¹³ GERARD EPSTEIN (a cura di), *Financialization of the World Economy*, Aldershot, Edward Elgar, Northampton 2005, p.3. Questa definizione “generica” ma molto inclusiva nasce da una insoddisfazione dell'autore sulle (poche) definizioni offerte nel panorama di letteratura sul tema del periodo. Epstein sottolinea come «[...] Greta Krippner gives an excellent discussion of the history of the term and the pros and cons of various definitions (Krippner 2004). As she summarizes the discussion, some writers use the term ‘financialization’ to mean the ascendancy of ‘shareholder value’ as a mode of corporate governance; some use it to refer to the growing dominance of capital market financial systems over bank-based financial systems; some follow Hilferding’s lead and use the term ‘financialization’ to refer to the increasing political and economic power of a particular class grouping: the rentier class; for some financialization represents the explosion of financial trading with a myriad of new financial instruments; finally, for Krippner herself, the term refers to a ‘pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production’ (Krippner 2004: 14)». (Ivi, pp. 2-3).

¹⁴ Angelo Salento, *Finanza, finanziarizzazione, neoliberalismo*, in «Quaderni di Sociologia», 94, LXVIII, 2024, p.43.

¹⁵ *Ibidem*.

voluta e meditata del cambio di regime è David Harvey nel suo eccezionale *Breve storia del neoliberismo*: «[...] la svolta neoliberista è in qualche modo e in una certa misura collegata alla restaurazione o alla ricostruzione del potere delle élites economiche. È quindi possibile interpretare la neo-liberalizzazione come un progetto utopico finalizzato ad una riorganizzazione del capitalismo internazionale, oppure a un progetto politico per ristabilire le condizioni necessarie ad una accumulazione di capitale e ripristinare il potere delle élite economiche. Nelle pagine che seguono sosterrò che ha prevalso nei fatti il secondo di questi obiettivi»¹⁶.

Quando questo sistema si organizza - oltre che economicamente - socialmente, politicamente e culturalmente, diventa una mega-macchina sociale per estrarre, massimizzare e accumulare il massimo valore dagli esseri umani e dagli ecosistemi, diventa cioè “finanzcapitalismo”. In questo caso: «[...] l'estrazione di valore tende ad abbracciare ogni momento e aspetto dell'esistenza degli uni e degli altri, dalla nascita alla morte o all'estinzione. Come macchina sociale, il finanzcapitalismo ha superato ciascuna delle precedenti, compresa quella del capitalismo industriale, a motivo della sua estensione planetaria e della sua capillare penetrazione in tutti i sottosistemi sociali, e in tutti gli strati della società, della natura e della persona»¹⁷.

La finanziarizzazione ha goduto dell'impulso degli investitori istituzionali (molti dei quali riferibili alle banche), che sono riusciti a possedere oltre la metà del capitale di tutte le società quotate nelle borse mondiali; in ragione di tale potere di proprietari universali il loro peso nel governo delle imprese è diventato fondamentale. Questi attori hanno costruito un paradigma importante per i manager aziendali, secondo cui il governo dell'impresa deve avere come scopo dominante la massimizzazione del valore a favore degli azionisti. Tradotto in altri termini, il capitale va generato prima di tutto alimentando verso l'alto il corso delle azioni in borsa. Non bisogna infatti dimenticare che, soprattutto nei paesi anglosassoni, il corso quotidiano delle azioni, da cui dipende il valore di mercato dell'impresa, è uno dei *signal* ai quali guardano con più interesse gli investitori e a cui assegnano maggiore valore (insieme ai flussi di cassa dichiarati formalmente dalle *Companies*). L'attenzione esasperata verso la massimizzazione del valore per gli azionisti ha determinato uno stravolgimento di concezione dell'impresa: questa non è più percepita come un'organizzazione sostanzialmente ancorata agli interessi del territorio in cui opera, al benessere della comunità locale, ma come una massa di mezzi di produzione e organizzazioni di cui ogni elemento deve essere continuamente osservato e monitorato per comprendere se il suo rendimento finanziario sia in vantaggio sulla concorrenza¹⁸. Nel caso il rendimento sia inferiore (anche minimamente) a quello delle aziende concorrenti, l'organizzazione deve subire «*a restructuring and reorganization*», oppure messa in vendita sul mercato, o, infine può essere messa “fuori mercato”, ovvero chiusa. Il peso di ognuno questi interventi cade, ovviamente, sulla *testa* della forza lavoro, con demansionamenti o licenziamenti *tout court*. L'unico scopo, la principale e fondamentale finalità dell'azienda deve essere quella di creare valore per gli azionisti, far salire il valore di mercato dell'impresa; ogni altro elemento (valori produttivi, fatturato, dimensioni occupazionali) appaiono fattori assolutamente di secondo piano. Gli elementi fondanti alla base delle strategie di ristrutturazione organizzativa sono le valutazioni finanziarie.

¹⁶DAVID HARVEY, *Breve storia del neoliberismo*, cit., p.29.

¹⁷LUCIANO GALLINO, *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Einaudi, Torino 2011, p. 5.

¹⁸Sul tema vedi ANGELO SALENTO, GIOVANNI MASINO, *La fabbrica della crisi. Finanziarizzazione delle imprese e declino del lavoro*, Carocci, Roma 2013.

Appare a questo punto evidente che un sistema così costruito, alimentato sostanzialmente da una psicologia esclusivamente speculativa, aumenta in maniera smisurata i caratteri della sua fragilità, determinando (così come è poi effettivamente successo nel 2007-08) concrete possibilità di crisi globali e sistemiche: il capitalismo produttivistico viene affiancato e poi sostituito da un capitalismo basato su forme di competizione coattiva e concorrenza distruttiva, dove oligopoli e monopoli dominano l'orizzonte economico degli attori. A tal proposito, Colin Crouch parla di *potere dei giganti*:

Definiamo giganti quelle imprese che, grazie alla propria posizione di forza sui mercati, 1) sono in grado di influenzare questi ultimi avvalendosi della propria capacità organizzativa per porre in atto strategie di predominio sul mercato; 2) possono farlo nell'ambito di varie giurisdizioni nazionali[...]. I due attributi sopra indicati confermano la preoccupazione generale che abbiamo già espresso riguardo al problema politico posto da queste imprese: la capacità strategica finalizzata alla conquista di una supremazia sul mercato, infatti, conduce talvolta un'impresa a ricorrere a una strategia politica, e le aziende transazionali (Tnc) in alcuni casi arrivano persino a mettere i governi nazionali in concorrenza tra di loro¹⁹.

Questo nuovo regime di accumulazione necessita di un sistema finanziario "innovativo", flessibile, complesso e, spesso, opaco. Le componenti del sistema finanziario sono diverse e interrelate strettamente tra di loro. La prima componente è l'istituzione finanziaria, spesso grandi banche che non operano però solo all'interno del perimetro classico di competenza, ma spaziano da quello assicurativo, ai depositi e prestiti, investimenti altamente speculativi, etc... Gallino le chiama "bank holding companies", società che

«controllano a un tempo sia banche che compagnie di assicurazioni del comparto immobiliare e compagnie di assicurazione sulla vita che sono proprietarie di banche; banche commerciali che hanno divisioni operanti come banche di investimento e viceversa; società che emettono titoli aventi per collaterale o garanzia un bene reale - una casa, un'azienda, un pacchetto di titoli - oppure un bene irreali come un debito; banche o loro divisioni specializzate nel vendere certificati di protezione dal rischio che un debitore sia insolvente le quali, al tempo stesso, comprano certificati analoghi per proteggere se stesse dal rischio di fallimenti del protettore; e, ancora, casse di depositi e prestiti che provvedono ad assicurare o ri-assicurare ipoteche e imprese sponsorizzate da un governo unicamente per assicurare ipoteche che si dedicano a cospicue attività di investimenti non per conto dei clienti, bensì per conto proprio»²⁰.

Questo lungo e complesso elenco di istituzioni finanziarie è "visibile", nel senso che sono società pubblicamente rintracciabili, con dirigenti, gerarchie di dipendenti, società associate o filiali, bilanci pubblici individuabili con chiarezza.

Esiste però un "mondo parallelo", che dialoga con le istituzioni prima citate o - addirittura - sono l'emanazione delle stesse, che non appare così visibile e individuabile, tant'è che viene definito "finanza ombra". Si tratta di una marea di derivati (come già specificato, il cui valore dipende da un'entità sottostante) che una banca detiene ma non appare registrata nei propri bilanci; si tratta, inoltre, di un numero impressionante di società costituite dalle banche esclusivamente con la finalità di "veicolare" fuori bilancio attivi che, invero, dovrebbero figurarvi (questa è

¹⁹COLIN CROUCH, *Il potere dei giganti. Perché la crisi non ha sconfitto il neoliberismo*, Laterza, Bari-Roma 2011, pp. 58-59.

²⁰LUCIANO GALLINO, *Finanzcapitalismo*, cit., pp.9-10.

la ragione per cui sono denominate “società veicolo”). La finanza ombra include inoltre migliaia di intermediari capaci di confezionare e vendere a investitori istituzionali, enti pubblici e altre istituzioni titoli obbligazionari molto complicati, esito dell’assemblaggio di altri titoli; infine, include una montagna di derivati che, grazie all’intermediazione di una istituzione bancaria o finanziaria, sono scambiati direttamente tra privati, *out of counter* (OTC), dunque al di fuori di qualsiasi registrazione in Borsa. I mercati OTC sono quindi il complesso delle operazioni di compravendita di titoli che non figurano nei listini di borsa, la cui funzionalità è organizzata da alcuni attori, e le caratteristiche dei cui contratti, che vengono negoziati, non sono standardizzate. La quotazione nei mercati non regolamentati avviene secondo il principio dell’incontro tra la domanda e l’offerta soltanto; perciò, il loro valore cambia continuamente e in maniera sganciata rispetto all’andamento delle borse mondiali²¹.

Infine, un terzo asset del sistema finanziario è costituito da una serie di investitori istituzionali: fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione e fondi comuni speculativi (gli *hedge funds*) e fondi pensione. Per capire il potere degli investitori istituzionali, basti pensare che un terzo della proprietà delle 500 maggiori imprese mondiali è nelle mani di 10 fondi finanziari²². Nel 2022 i primi dieci fondi del globo hanno registrato attivi per 44 trilioni di dollari e due soli di essi (BlackRock²³ e Vanguard²⁴) - ne gestiscono quasi la metà (vedi tabella 1 e 2 seguenti). In sostanza, due soli fondi gestiscono riserve economiche pari ad un quinto dell’intero Pil mondiale.

Tab. 1 - I 20 maggiori fondi di investimento nel mondo nel 2022

Range	Società	Nazionalità	Patrimonio in milioni di dollari
1	BlackRock	USA	10.010.143,00
2	Vanguard Group	USA	8.466.372,00
3	Fidelity Investments	USA	4.233.825,00
4	State Street Global	USA	4.138.172,00
5	J. P. Morgan Chase	USA	3.113.000,00
6	Allianz Group	Germania	2.954.432,00
7	Capital Group	USA	2.715.178,00
8	Goldman Sach Group	USA	2.470.000,00

²¹ Le contrattazioni avvengono in maniera informale, attraverso conversazioni bilaterali tra le parti in maniera telefonica o telematica. Tra i diversi modelli di incontro, particolarmente diffuso è l’*Alternative Trading System*. Questi sistemi elettronici di negoziazione, conosciuti anche come *Proprietary Trading Systems* (PTS) o *Electronic Communication Networks* (ECN) ovvero come *Broker-dealer trading systems* (BDTS), oltre a fornire servizi tradizionali non offerti dalle borse, consentono agli investitori di eseguire automaticamente ordini di negoziazione. Tali sistemi sono utilizzati da investitori istituzionali e professionali e non sono solitamente utilizzabili né accessibili per gli investitori individuali. La loro caratteristica principale consiste nella possibilità di accedere direttamente alle contrattazioni senza la necessità di passare per intermediari specializzati. I vantaggi connessi agli ATS sono rappresentati dalla velocità di esecuzione, dalla riduzione dei costi, dall’anonimato e, nel caso in cui si negozi ai prezzi di chiusura, dall’assenza di price impact.

²²ALESSANDRO VOLPI, *I padroni del mondo. Come i fondi finanziari stanno distruggendo il mercato e la democrazia*, Laterza, Bari 2024.

²³<https://www.blackrock.com/it> (27 aprile 2025).

²⁴<https://investor.vanguard.com/corporate-portal> (27 aprile 2025).

9	BNY Mellon	USA	2.434.330,00
10	Amundi	Francia	2.332.454,00
11	UBS	Svizzera	2.124.000,00
12	Legal & General Group	Regno Unito	1.917.486,00
13	Prudential Financial	USA	1.742.326,00
14	T. Rowe Price Group	USA	1.687.800,00
15	Invesco	USA	1.610.915,00
16	Northern Trust	USA	1.607.100,00
17	Farnklin Templeton	USA	1.578.124,00
18	Morgan Stanley Inv. Mgmt.	USA	1.492.849,00
19	BNP Parisbas	Francia	1.439.280,00
20	Wellington Mgmt.	USA	1.425.481,00

Fonte: Thinking Ahead di WTW Investments 2024

Tab. 2 - Quote azionarie di 3 fondi nelle maggiori Companies al mondo (% sul totale)

	BlackRock	Vanguard Group	State Street Global
Apple	6,6	14	3
Microsoft	7,2	14	4
Alphabet Inc.	6,2	14	3,3
Amazon	6	13	3,2
Meta	7	13	3,9
JP Morgan Chase	6,7	14	4,2
Nvidia	7,4	13	3,7
Intel Corporation	8	14	4,3
Visa	7,6	17	4,5
Mastercard	7	13	3,7
KKR	4	7	0
AT&T	7,3	16	4
Locheed Martin	6,8	13	14
Nortrop Grumman	0,3	15	9,3
Starbucks	6,7	16	3,8
Walmart Inc.	3,7	9	2,2
General Motors	9	13	4,1
Ford	7,2	15	4,1
McDonald's	7	16	4,6
Halliburton Company	8,9	17	0,5
Johnson & Johnson	7,8	15	5,4
UnitedHealth Group	8,5	16	4,9
Netflix	6,5	14	3,6
Exxon Mobil	6,9	17	5,4
Chevron	7	4	6,6
Tesla Inc.	5,6	12	3,1
The New York Times	8,7	17	2,6
Pfizer	7,9	15	5
Kraft Heinz	6,2	10	2,9
Coca Cola	7,2	13	3,9
Pepsi Cola	7,8	15	4,1
Airbnb Inc.		9	1,9
Blackstone	5,7	11	0
The Home Depot Inc.	7,7	17	4,5
Procter&Gamble	6,9	17	4,3
Bank of America	5,8	12	3,5
PayPal	7	16	4
ComCast	7,6	15	3,8
Adobe	8,1	18	4

Verizon	8	16	4,5
Cisco	8,4	16	4,2
Abbott	7,8	15	4,7
Salesforce Inc.	7,3	15	4,4
Nike	7,1	17	4,6
Merk	8,3	17	4,6
Accenture	7,2	17	4
Thermo Fisher Scientific	8,2	15	4,2
AbbVie	7,9	15	4,4
Broadcom Inc.	7,2	14	4
Ely Lilly	7	15	3,5
Texas Instruments	8,8	17	3,1
Raytheon	7,6	13	8,5
Boeing	4,4	7	6,1

Fonte: Thinking Ahead di WTW Investments 2024

Si tratta di una concentrazione di potere economico, politico e sociale inedita²⁵, contro cui non possono competere neanche le politiche pubbliche di investimento dei grandi paesi come gli USA. Le dinamiche in capo a questi “giganti della finanza” sono abbastanza evidenti: attraverso gli strumenti della finanza derivata sono in grado di dettare i prezzi dei mercati, garantendo altissimi rendimenti ai risparmiatori che affidano loro i propri risparmi e, con queste risorse economiche, comprano quote importanti della proprietà delle imprese e delle società, di cui manipolano i titoli così da ottenere dividendi sempre più rilevanti.

Come è evidente dalla tab.1, a livello globale, l'Europa ha un peso limitato rispetto al predominio statunitense: le prime dieci società europee che si occupano di risparmio gestito hanno attivi per poco meno di 13 mila miliardi ma, di fatto, quelle che gestiscono più di mille miliardi di euro sono solo cinque, con Amundi, controllata dal Credit Agricole, che ne gestisce, da sola, quasi 2 mila (le altre sono la svizzera Ubs Asset Man, le inglesi Legal & General Inv. Man e Invesco, la francese Natixis)²⁶.

L'elenco delle partecipazioni dei grandi fondi è davvero sterminato, con una concentrazione pressoché sconosciuta in passato (si tratta di un fenomeno decisamente recente). Nel 2001 Vanguard, BlackRock e State Street detenevano solo il 7% del valore azionario delle società che compongono l'indice S&P. Tale percentuale, raddoppia nel 2013 e oggi sfiora il 30% (per un chiaro esempio, vedi tabella 2). In merito a ciò è significativo rilevare che anche i diritti di voto dei tre colossi in questione nelle assemblee degli azionisti di tali società sono saliti dal 12,5% a ben oltre il 33% attuale: i grandi fondi usano moltissimo il diritto di voto e la presenza di loro rappresentanti nelle assemblee dei soci e nei consigli di amministrazione delle Companies appare costante e molto condizionante.

Esiste infine il fenomeno degli *interlocking directorates*, le partecipazioni incrociate: i grandi fondi possiedono azioni di altri fondi, di banche e assicurazioni che a loro volta sono azionisti degli stessi fondi. State Street Global, Vanguard e Black Rock, di fatto, si controllano a vicenda essendo “fondi di fondi” in piena opacità. In sostanza, ciascuno dei fondi ha partecipazione negli altri due e a sua volta è partecipato da società che appartengono al fondo capofila, in una sequenza praticamente non ricostruibile dove compaiono, nella proprietà, gli stessi amministratori.

²⁵ Giusto per un confronto, Norges Bank Investment Management, il fondo sovrano più grande del mondo detiene 1.700 miliardi di euro di patrimonio, unainezia.

²⁶ L'unica italiana in lista è Generali, con oltre 700 mila milioni di dollari investiti nel 2023.

3. Il sistema bancario ombra: attori, dimensioni e declinazioni italiane

La devastante crisi finanziaria del 2007-2008 ha messo in evidenza le importanti e gravi conseguenze del cambio di regime di accumulazione, attraverso la strutturazione di un sistema finanziario de-regolato, iper-complesso, fortemente interrelato a livello globale, opaco nella specificità dei suoi prodotti (CDS, derivati, etc..) e in larga parte inintelligibile. Come già argomentato, buona parte della spiegazione sull'origine della crisi risiede nel cambio di paradigma economico alla fine degli anni '70, con la schiacciante prevalenza dell'impostazione neoliberista. Nello specifico ambito di cui si tratta in questo lavoro, la forte *deregulation* avviata negli USA con l'abolizione del Glass-Steagall Act ha consentito la fine della divisione tra banche commerciali (che raccoglievano i depositi) e banche di investimento (che potevano operare in piena autonomia e a piacimento su titoli e partecipazioni societarie, ma non potevano raccogliere il risparmio in depositi); una soluzione ideata in ragione delle forti responsabilità speculative derivanti dalla commistione dei due ruoli nell'esplosione della crisi del '29. La giustificazione teorica dell'impostazione neoliberista che consentì il ritorno sulla scena della banca universale era la "certezza" (amaramente smentita poi dai fatti storici) che la libertà data agli istituti bancari ordinari di muoversi liberamente in attività di raccolta del risparmio e attività a maggior rischio, ovvero massima circolazione dei capitali in condizioni di concorrenzialità dei mercati, avrebbe stimolato l'economia facendo lievitare PIL e ricchezza complessiva.

Nel nostro Paese i passaggi normativi che seguirono questa impostazione furono prima la legge 30 luglio 1999, n.218 (detta "legge Amato"), poi il TUB (decreto legislativo 1 settembre 1993, n.385), che spinsero verso l'abbandono dello schema severo di governo e vigilanza del settore da parte della Banca d'Italia, privatizzarono gli istituti bancari rendendo le banche vere e proprie imprese, più orientate alla creazione di valore per gli azionisti che alla "storica" funzione di sostegno all'economia reale²⁷.

In ogni caso, né la crisi dei sub prime, né il fallimento della Lehmann Brothers, né le catastrofiche conseguenze della crisi finanziaria del 2007-2008, hanno messo in dubbio la centralità della banca universale o l'esigenza di tornare alla rigida separazione tra banche commerciali e banche di investimento²⁸: l'accumulazione finanziaria è stata (e rimane) la risposta centrale e fondamentale alla stagnazione dell'economia partorita dalla crisi del modello di accumulazione produttivista.

La liberalizzazione del settore bancario ha dunque abbattuto le barriere derivanti dalla vigilanza strutturale e, nello stesso tempo, ha favorito la formazione di un nucleo di banche di grandissima dimensione, con modelli di business omogenei, con fortissime

²⁷ Con il ritorno alla banca universale, la legge Amato comportò la fine della distinzione delle banche in categorie che definivano funzioni e scopi (banche di interesse nazionale, istituti di diritto pubblico, casse di risparmio, etc...) ma anche la scomparsa degli istituti di credito speciale. L'ultima (controversa) riforma degli istituti bancari è quella del 2015, che ha imposto alle banche popolari con attivo superiore a 8 miliardi di trasformarsi in società per azioni. Una lettura critica dell'ultima riforma, nel senso della sua efficacia e tempestività in MARCO ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara... Dalla riforma italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi*, in «Mercato, concorrenza, regole», a. XXIII, n. 1, aprile 2021.

²⁸ In Italia ci fu un "timido" tentativo normativo (fallito) di reintrodurre la divisione tra istituti prevedendo il divieto esplicito, per le banche che effettuano la raccolta di depositi o di altri fondi con l'obbligo di restituzione, di svolgere attività legate alla negoziazione di valori mobiliari in genere; cfr. Atto Senato, n.1085, XVII Legislatura, Senatrice De Pin, 7 ottobre 2013, in <<https://www.senato.it/legislature/17/composizione/senatori/elenco-alfabetico/scheda-attivita?did=29084>>. (27 maggio 2025).

interconnessioni in un quadro di alta fragilità di sistema, come poi si è avuto modo di verificare.

È qui che si pone, secondo Luciano Gallino, la *geniale* quanto *nefasta* innovazione del nuovo sistema di accumulazione capitalistica: “creare danaro dal nulla” ad opera delle banche private (con i futuri, evidenti, costi a carico delle collettività). Attraverso la gestione di un enorme volume di attivi, le banche, soprattutto quelle europee²⁹, hanno dato un contributo fondamentale alla genesi della crisi. Sono proprio le distinte modalità di gestione ad aver aumentato velocità e portata di ciò che poi sarebbe diventato un'enorme esternalità negativa per la società e l'economia; oltre all'attuazione di impressionanti campagne di *merger&acquisition* di piccole e medie banche da parte di grandi gruppi bancari, tra queste modalità di gestione possiamo ricordare:

1) un vastissimo ricorso alla cartolarizzazione dei crediti (ovvero dei prestiti) e alla produzione di derivati, per la maggior parte non quotati; massicci acquisti negli USA e in altre parti del mondo di attivi denominati in dollari, che vanno dai derivati strutturati, in primo luogo obbligazioni aventi ciascuna per collaterale migliaia di prestiti (Clo, per *Collateralized Loan Obligations*, e Cdo, per *Collateralized Debt Obligations*) ai certificati di assicurazione dal rischio di insolvenza (Cds, per *Credit Default Swaps*); 2) la creazione di centinaia di società di scopo, chiamate “veicoli di investimento strutturato” (Siv) e simili, al fine di portare i prestiti fuori bilancio delle banche, e sovente anche le perdite; 3) il correlativo sviluppo di un gigantesco sistema finanziario fuori portata dalle attività di regolazione e di sorveglianza, un *sistema ombra*, così come è avvenuto negli USA; 4) larga produzione e commercio per conto proprio di Cdo e Cds sia negli USA, tramite le loro sussidiarie, sia in Europa³⁰.

Dunque, in tale contesto critico, un ruolo importante nell'implementazione di gradi di instabilità sistemica e nell'accelerazione della crisi lo ha svolto il cosiddetto Sistema bancario ombra (*Shadow Banking System*) o sistema bancario collaterale: si tratta di quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione in quanto posti al di fuori del perimetro di applicazione delle relative norme (ad esempio: fuori dal perimetro di consolidamento dei conti bancari stabilito a livello normativo).

Il termine fu coniato nel 2007 durante la riunione annuale della Fed, quando Paul McCulley definì lo *shadow banking* come «l'insieme di canali, veicoli e strutture di investimento non bancari con elevata leva finanziaria»³¹. La definizione descrive approssimativamente il mondo della finanza strutturata e ne rivela alcuni aspetti fondamentali, tra cui: a) essere al di fuori del sistema bancario regolamentato; b) avere una forte leva finanziaria; c) essere parte di un processo di intermediazione creditizia che non è “monopolizzato” dalle banche, ma si estende ad altri istituti. Questa definizione, pur avendo il grande merito di aver portato alla luce il fenomeno, non è del tutto esaustiva. Negli anni successivi, infatti, la definizione è stata oggetto

²⁹ Nel complesso, il Sistema bancario europeo è più grande di quello americano. Nella lista del Rapporto S&P Global 2020 sui primi 30 gruppi bancari al mondo per volume di attivi, ben 11 sono europei (con l'unica italiana, Intesa Sanpaolo, al 27° posto), 5 sono americani, 7 cinesi (ma occupano i primi 4 posti del range), 4 giapponesi.

³⁰ LUCIANO GALLINO, *Il colpo di stato di banche*, cit., p. 98.

³¹ *Teton Reflections, Global Central Bank Focus*, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, August/September, 2007.

di diversi dibattiti, che hanno portato alla sua rivisitazione³². Infatti, il termine “sistema bancario ombra” è stato ampiamente utilizzato sia in ambito accademico che dai decisori politici. Pozsar, Adrian, Ashcraft e Boesky³³ hanno proposto una visione completa del sistema bancario ombra, mostrando come il rapido sviluppo del sistema finanziario basato sul mercato a partire dalla metà degli anni ‘80 abbia cambiato la natura dell’intermediazione finanziaria; qui enormi flussi di finanziamento del sistema bancario ombra hanno effettuato transazioni di scadenza, credito e liquidità, senza un accesso esplicito alla liquidità della banca centrale o alle garanzie di credito del settore pubblico emerso. Stein (2010) e Adrian e Shin (2010) hanno evidenziato le vulnerabilità introiettate nel sistema finanziario dalla fragilità del finanziamento a breve termine a supporto della cartolarizzazione e dei mercati dei pronti contro termine³⁴. Sul ruolo del riutilizzo delle garanzie nel sostenere la liquidità, ma con potenziali effetti prociclici, è importante il contributo di Baranova, Liu, Noss³⁵ (2016). Cetorelli (2012) si concentra sul ruolo delle holding bancarie e sul loro controllo di una quota rilevante delle attività delle maggiori compagnie assicurative, dei fondi comuni di investimento monetario e dei *broker-dealer*. Introduce inoltre il concetto di *intermediari ibridi* (conglomerati finanziari che controllano una molteplicità di tipologie di entità attive nel processo di “catena di montaggio” della moderna intermediazione finanziaria), sostenendo che le società “non bancarie” possono facilmente evolversi in conglomerati con strutture organizzative simili, acquisendo così la capacità di svolgere attività di intermediazione finanziaria³⁶.

La definizione ufficiale di *shadow banking* è stata fornita in relazione alla richiesta del Vertice di Seul del G20 del 2010 dove, in vista del completamento del nuovo accordo di Basilea, si è deciso di delegare al Financial Stability Board (FSB)³⁷ il compito di intervenire sul tema, fornendone una definizione e cercando di delinearne i tratti normativi. In risposta alla delega ricevuta, nel 2011 il FSB ha definito *shadow banking* come «un sistema di intermediazione creditizia che coinvolge entità e attività esterne al sistema bancario tradizionale e solleva preoccupazioni in termini di rischio sistemico, in particolare a causa della trasformazione delle scadenze/liquidità, della leva finanziaria e del trasferimento scorretto del rischio di credito, e/o preoccupazioni in termini di arbitraggio regolamentare». Ciò si verifica in un contesto in cui gli

³²TOBIAS ADRIAN, ADAMO ASHCRAFT, *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Palgrave Dictionary of Economics, London 2012; STIJN CLAESSENS, LEV RATNOVSKI, *What Is Shadow Banking?*, in «IMF Working Paper», 14/25, February 2014; FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, *Staff Report* No. 559, April 2012.

³³ZOLTAN POZNAR, TOBIAS ADRIAN, ADRIAN ASHCRAFT, HAYLEY BOESKY, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* No. 458, New York 2010.

³⁴JEREMY STEIN, *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, in «Daedalus», Vol. 139, No. 4, 2010, pp. 41-51; TOBIAS ADRIAN, HYUN-SING SHIN, *Liquidity and leverage*, in «Journal of Financial Intermediation», Vol. 19, No. 3, 2010, pp. 418-37.

³⁵YULIVA BARANOVA, ZIJUN LIU, JOSEPH NOSS, *The role of collateral in supporting liquidity*, in «Bank of England, Staff Working Paper», No. 609, August, 2010.

³⁶NICOLA CETORELLI, *A Principle for Forward-Looking Monitoring of Financial Intermediation: Follow the Banks!*, Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics Blog, July 23 2012; NICOLA CETORELLI, *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* n. 705, December 2014.

³⁷ Il *Financial Stability* nasce nel 2009 come evoluzione del Financial Stability Forum, nato dieci anni prima. L'Istituto riunisce rappresentanti dei governi, banche centrali, autorità di regolamentazione e supervisione dei Paesi del G-20 e di altri importanti centri finanziari come Hong Kong, Singapore, Spagna e Svizzera. Il suo obiettivo è quello di promuovere la stabilità del sistema finanziario internazionale, monitorando l'evoluzione dei mercati, sostenendo la collaborazione e lo scambio di informazioni, coordinando lo sviluppo e l'implementazione di sistemi di regolamentazione e supervisione.

standard normativi prudenziali e la vigilanza prudenziale non vengono applicati o vengono applicati in misura sostanzialmente inferiore o diversa rispetto alle banche tradizionali impegnate in attività simili³⁸.

La dilatazione di questo sistema fu dovuto soprattutto alla decisione, assunta da diverse banche negli anni precedenti alla crisi (anche grazie all'utilizzo di nuove tecnologie informatiche e alla scoperta di nuovi strumenti di ingegneria finanziaria), di "esternalizzare" e portare fuori bilancio, ovvero dal perimetro di consolidamento, alcune attività molto remunerative ma, allo stesso tempo, fortemente rischiose; attività *centrate* sì da elevati margini di interesse, ma anche da un forte profilo di rischio e, soprattutto da una elevata leva finanziaria (anche tramite l'utilizzo di strumenti derivati). Tali operazioni di esternalizzazione furono realizzate tramite l'utilizzo di società veicolo (*Structured investment vehicle- SIV e Conduit*) che esibivano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette *Asset backed commercial paper - ABCP*), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse³⁹.

Come ricorda una nota della Consob⁴⁰: «Affrontando per la prima volta la tematica nel dicembre 2010 il Financial Stability Board⁴¹ decise di costituire una task force che avesse come priorità quella di raccogliere dati sul fenomeno tramite le statistiche ufficiali (il *flusso dei fondi*) unite ad altre informazioni. Secondo quanto originariamente rilevato da questa task force nel 2011 nel sistema descritto operavano diverse tipologie di intermediari: fondi comuni monetari, società di private equity, hedge funds, società finanziarie specializzate, imprese di assicurazione e di riassicurazione, succursali e società controllate da istituzioni finanziarie e bancarie come gli SPV (*special purpose vehicle*) e i SIV (*structured investment vehicle*)». Si trattava di un "mondo" che ha conosciuto una crescita sostenuta passando da un valore delle transazioni complessivamente realizzate di 26 mila mld. di dollari nel 2002 a quasi 67 mila mld. di dollari nel 2011, pari al 111% del PIL mondiale e a circa la metà degli asset dell'intero sistema bancario. Di questo ammontare, il 35% viene generato negli Stati Uniti (ma era il 44% fino al 2007), il 33% nell'Unione Europea e il 13% nel Regno Unito.

In tempi più recenti, a fine del 2018, il FSB ha modificato il termine *shadow banking* in "intermediazione finanziaria non bancaria". Come ricordano Rosa Canelli e Riccardo

³⁸ §41 of G20 Seoul Summit Leaders Declaration November 2010: «Strengthening regulation and supervision of shadow banking: With the completion of the new standards for banks, there is a potential that regulatory gaps may emerge in the shadow banking system. Therefore, we called on the FSB to work in collaboration with other international standard setting bodies to develop recommendations to strengthen the regulation and oversight of the shadow banking system by mid-2011»; in CARLO GOLA, MARCO BURRONI, FRANCESCO COLUMBA, ANTONIO ILARI, GIORGIO NUZZO, ONOFRIO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, in «Questioni di Economia e Finanza», (Occasional Papers), 372, Banca d'Italia, Roma 2017, p.2.

³⁹ Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti *Collateralised Debt Obligations* (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO).

⁴⁰ CONSOB, *L'intermediazione finanziaria non bancaria ("sistema bancario ombra")*, in <https://www.consob.it/web/investor-education/intermediazione-finanziaria-non-bancaria> (28 aprile 2025)..

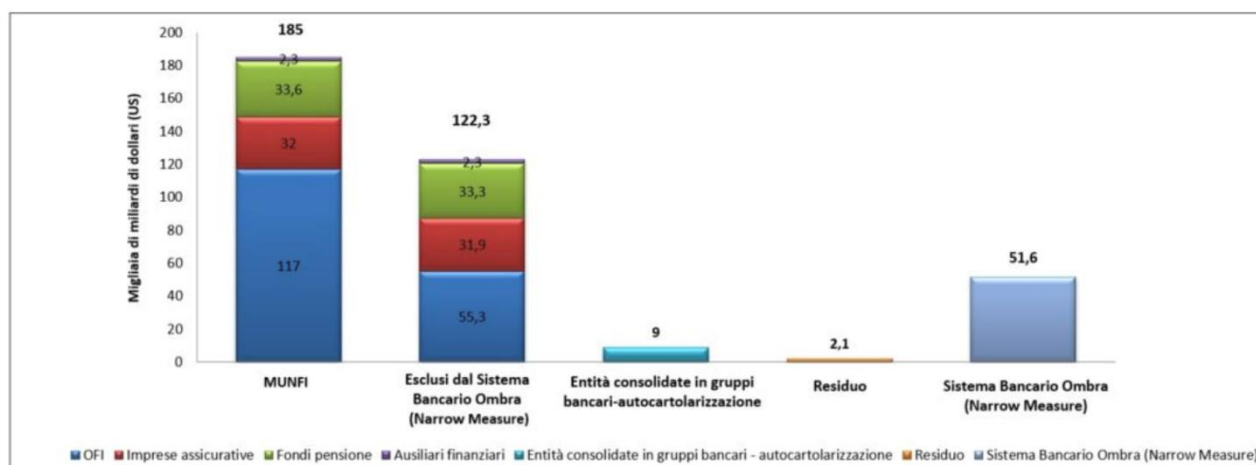
⁴¹ FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, Basilea, ottobre 2011.

Realfonzo⁴² la metodologia usata dal FBS per l'identificazione dello *shadow banking system*

«si snoda attraverso un percorso identificativo ad imbuto, caratterizzato da due fasi. La prima fase consente di individuare una macro-mappa, una misura aggregata del fenomeno di intermediazione finanziaria non bancaria (*Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*, acronimo: MUNFI) che comprende gli intermediari finanziari non bancari, assicurazioni, fondi pensione, OFI⁴³ e ausiliari finanziari (ad esempio, autorità centrali di controllo dei mercati finanziari e società di gestione dei fondi). La seconda fase individua la misura “ristretta” dello Shadow Banking System (*narrow measure*), restringendo l'attenzione sulle entità finanziarie non bancarie coinvolte in specifiche attività di intermediazione finanziaria e creditizia che potrebbero rappresentare una fonte di rischio sistemico connesso, nello specifico, al rischio di trasformazione della liquidità e della maturità, al rischio di credito e all'accumulo di leva finanziaria elevata. Il passaggio dalla definizione MUNFI all'identificazione dello *shadow banking system* in senso stretto (*narrow measure*) viene effettuato secondo una classificazione funzionale, la cui applicazione consente di individuare il sistema bancario ombra sulla base delle funzioni e delle attività che vengono svolte dalle entità nel mercato finanziario».

È possibile comprendere la relazione tra il MUNFI e il sistema bancario ombra attraverso la figura sotto.

Fig. 1 - Processo identificativo del sistema finanziario ombra (migliaia di miliardi di dollari)



Fonte: FSB (2019)⁴⁴, indicato in CANELLI e REALFONZO, cit.

Nel 2019 gli assets delle entità inglobate dalla misura aggregata MUNFI assommano a 185 mila miliardi di dollari, di cui 117 mila miliardi riconducibili a OFI, 32 mila miliardi alle imprese assicurative e 33,6 mila miliardi ai fondi pensione. Il valore economico del sistema bancario ombra in senso stretto (categorizzato secondo le attività

⁴² ROSA CANELLI, RICCARDO REALFONZO, *I rischi del sistema bancario ombra*, in «Economia e Politica», Febbraio 2020, consultabile in <https://www.economiaepolitica.it/pdfs/pdf-12206.pdf> (28 aprile 2025).

⁴³ OFI sta per *Other Financial Intermediaries* ed individua tutti gli altri intermediari finanziari diversi da banche centrali, banche, assicurazioni, fondi pensione e istituzioni finanziarie pubbliche.

⁴⁴ FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*, Basilea, gennaio 2020, consultabile in <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P190120.pdf> (28 aprile 2025).

economiche) è indicato in 51,6mila miliardi e viene individuato rimuovendo dalla macro-mappa MUNFI: a) i fondi pensione, assicurazioni, OFI e ausiliari finanziari non coinvolti nell'attività di intermediazione creditizia, che non pongono rischi per la stabilità economico finanziaria (122,3 mila miliardi); b) le entità consolidate in gruppi bancari, sottoposti alla regolamentazione prudenziale e supervisione, e le entità che fanno ricorso alla auto-cartolarizzazione (9 mila miliardi di dollari); c) il residuo statistico (derivante da differenze metodologiche nella raccolta e classificazione dei dati dei conti finanziari nazionali di alcune giurisdizioni).

La presenza degli attivi dello *shadowbanking* varia in maniera rilevante nei diversi Paesi: basti pensare al differenziale sugli asset finanziari totali nazionali tra Olanda e Isole Cayman, che oscillano tra il 4,7% e il 67%. Secondo il Report, negli Stati Uniti lo *shadow banking* appare in costante diminuzione (pari al 15,4%), mentre in Cina e Australia si registrano percentuali pari al 14,5% e 12,2%. In Europa i tassi più elevati vengono riscontrati in Irlanda (45,3%), Lussemburgo (19,9%) e Germania (11,3%). In Italia, come vedremo, il sistema bancario ombra è meno sviluppato e si ferma al 7,9%. Secondo il Rapporto di monitoraggio globale sull'intermediazione finanziaria non bancaria 2024⁴⁵ le dimensioni del settore delle istituzioni finanziarie non bancarie (NBFi) sono aumentate dell'8,5% nel 2023, più del doppio del ritmo di crescita del settore bancario (3,3%), portando la quota delle istituzioni finanziarie non bancarie sul totale delle attività finanziarie globali al 49,1%. Aumenti superiori al 10% si sono verificati in Brasile, Isole Cayman, Giappone, Messico e Stati Uniti.

Per restringere il concetto di intermediazione finanziaria non bancaria e individuare e categorizzare il sistema bancario ombra in senso stretto l'FSB adotta, come detto, un approccio per attività-funzioni economiche individuandone cinque. In particolare: 1) EF1, gestione di veicoli di investimento collettivo del risparmio, caratterizzati da una elevata leva finanziaria ed esposti al rischio legato alla trasformazione - e quindi all'eventuale disallineamento - delle scadenze. In Italia queste attività sono gestite dalle società di gestione del risparmio; 2) EF2, erogazione di prestiti dipendenti dalla raccolta a breve termine. In Italia queste attività sono gestite da società finanziarie, società di leasing, società di factoring, società di credito al consumo; 3) EF3, intermediazione di attività di mercato dipendenti da finanziamenti a breve termine o da finanziamenti garantiti dagli assets dei clienti. In Italia queste attività sono gestite da società di intermediazione; 4) EF4, concessione di garanzie che facilitano l'erogazione del credito. In Italia questo ruolo è assicurato dai Confidi; 5) EF5, intermediazione creditizia basata sull'attività di cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie; in Italia queste attività sono gestite da società di gestione del risparmio e veicoli per la cartolarizzazione.

⁴⁵ FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024*, dicembre 2024, in <<https://www.fsb.org/2024/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2024/>> (28 aprile 2025). Il Rapporto descrive le tendenze generali dell'intermediazione finanziaria in 29 giurisdizioni che rappresentano circa l'88% del PIL globale, prima di focalizzare l'attenzione al sottoinsieme delle attività delle NBFi che potrebbero avere maggiori probabilità di dare origine a vulnerabilità. Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board). Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), riunisce i rappresentanti delle principali autorità responsabili in materia di stabilità finanziaria di numerosi paesi avanzati ed emergenti (in larga parte coincidenti con quelli del G20) e delle istituzioni internazionali competenti per la fissazione degli standard finanziari. L'FSB coordina i lavori delle autorità finanziarie e degli organismi internazionali per promuovere l'attuazione di politiche di regolamentazione e vigilanza efficaci, contribuendo alla stabilità finanziaria globale.

Fig. 2- Funzioni economiche dello ShadowBanking System**Composition of the narrow measure**

At end-2023

Table 0-1

Economic Functions	Typical entity types ¹	Size ² (USD trn)	Share (%)	Change in 2023 (%)
EF1 (collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs)	MMFs, fixed income funds, mixed funds, credit hedge funds ³ , real estate funds	52.0	74.1	10.1
EF2 (lending dependent on short-term funding)	Finance companies, leasing/factoring companies, consumer credit companies	6.0	8.5	7.6
EF3 (market intermediation dependent on short-term funding)	Broker-dealers, custodial accounts, securities finance companies	4.9	7.0	16.2
EF4 (facilitation of credit intermediation)	Credit insurance companies, financial guarantors, monoline insurers	0.1	0.2	0.2
EF5 (securitisation-based credit intermediation)	Securitisation vehicles, structured finance vehicles, asset-backed securities	5.3	7.5	3.8
Unallocated	Other financial auxiliaries	1.9	2.6	10.3
Total		70.2	100	9.8

Fonte: FSB 2024.

Gli EF1 sono strumenti di investimento collettivo con caratteristiche che li rendono suscettibili a fenomeni di “corsa agli sportelli”, come le attività dei fondi del mercato monetario (MMF), fondi a reddito fisso, fondi misti, hedge fund creditizi, fondi immobiliari; hanno un volume di attivi di 52 trilioni di dollari e rappresentano oltre il 74% degli attori ad alto rischio, con una variazione positiva di oltre il 10% rispetto al 2023.

Gli EF2 sono prestiti dipendenti da finanziamenti a breve termine e sono attivati da Società finanziarie, società di leasing/factoring, società di credito al consumo; hanno 6 trilioni di attivi (l'8,5% del totale relativo) e hanno goduto di un andamento positivo di oltre il 7,5% rispetto al 2023. Gli EF3 rappresentano le intermediazioni di mercato dipendente da finanziamenti a breve termine e sono attivati da Broker-dealer, conti di custodia, società di finanziamento titoli; vantano quasi 5 trilioni di attivi (il 7% del totale e hanno goduto di un incremento di oltre il 16% rispetto all'anno precedente). Gli EF4 rappresentano le facilitazioni dell'intermediazione creditizia e sono gestiti da Società di assicurazione del credito, garanti finanziari, assicuratori; evidenziano il volume più basso degli attivi e nella composizione percentuale tra gli altri attori del sistema. Infine, gli EF5 rappresentano l'intermediazione creditizia basata sulla cartolarizzazione gestita sostanzialmente da Veicoli di cartolarizzazione, Veicoli di finanza strutturata, titoli garantiti da attività; vantano oltre 5 trilioni di dollari di attivi (il 7,5% del totale relativo) e sono cresciuti del 3,8% rispetto all'anno precedente. In totale, le attività finanziarie che l'FSB riconosce come capaci di introdurre vulnerabilità al sistema finanziario internazionale assommano a oltre 70 trilioni di dollari e sono cresciute di 10 punti percentuali rispetto al 2023: stiamo parlando di oltre 2/3 del PIL mondiale del 2024.

Al di là del peso specifico del settore sugli *asset* nazionali è importante sottolineare come lo *Shadow Banking* possa generare notevoli rischi sistemici (soprattutto grazie alla sua interdipendenza con il sistema bancario “ordinario”, la distanza rispetto al regime prudenziale proprio dello stesso, e il pesante e possibile contagio tra intermediari); ciò ha allertato le istituzioni governative e internazionali sulle possibilità di sviluppo di crisi sistemiche globali (con i gravi effetti negativi sull’economia reale già conosciuti con la crisi del 2007-08)⁴⁶. Dalla metà degli anni ‘90, il perimetro del regime di regolamentazione prudenziale italiano è stato molto ampio, includendo, oltre alle banche, vari istituti e strumenti non bancari (in particolare le cartolarizzazioni). La prassi di vigilanza è supportata da valutazioni a distanza basate su un’ampia reportistica regolamentare e visite in loco⁴⁷. In particolare, il TUB e il TUF hanno fornito alle autorità adeguati strumenti di vigilanza per raggiungere i propri obiettivi attraverso una vigilanza prudente su diversi enti e attività. Dal punto di vista della vigilanza, in Italia attualmente non sussistono differenze sostanziali tra banche commerciali “tradizionali”, banche d’investimento, imprese di investimento e società finanziarie, in termini di requisiti prudenziali e strumenti regolamentari. Le regole di consolidamento sono applicate facendo leva su una precisa definizione legale di “gruppo bancario”. Come ricordano Gola et al.

Il settore bancario italiano è caratterizzato dal ruolo centrale delle banche commerciali, supportate da un’ampia rete di filiali. Questa configurazione è il risultato di un lungo processo di consolidamento avviato all’inizio degli anni ‘90 con la denazionalizzazione di diverse banche. Durante questo processo, che ha rimodellato il sistema bancario italiano, le autorità, pur promuovendo le aggregazioni di banche, sono state attente a evitare un’eccessiva concentrazione. In Italia, gli intermediari del credito non bancari, come le società di leasing, factoring e credito al consumo, hanno iniziato a svilupparsi nei primi anni ‘80, in risposta a una politica monetaria basata sul limite massimo alla crescita del credito bancario, combinata con lo sviluppo di forme di credito alternative. Gli intermediari del credito non bancari sono stati regolamentati dalle Leggi 52/1991 e 197/1991 e successivamente dal TUB. Il settore è stato inoltre regolamentato ai fini antiriciclaggio⁴⁸.

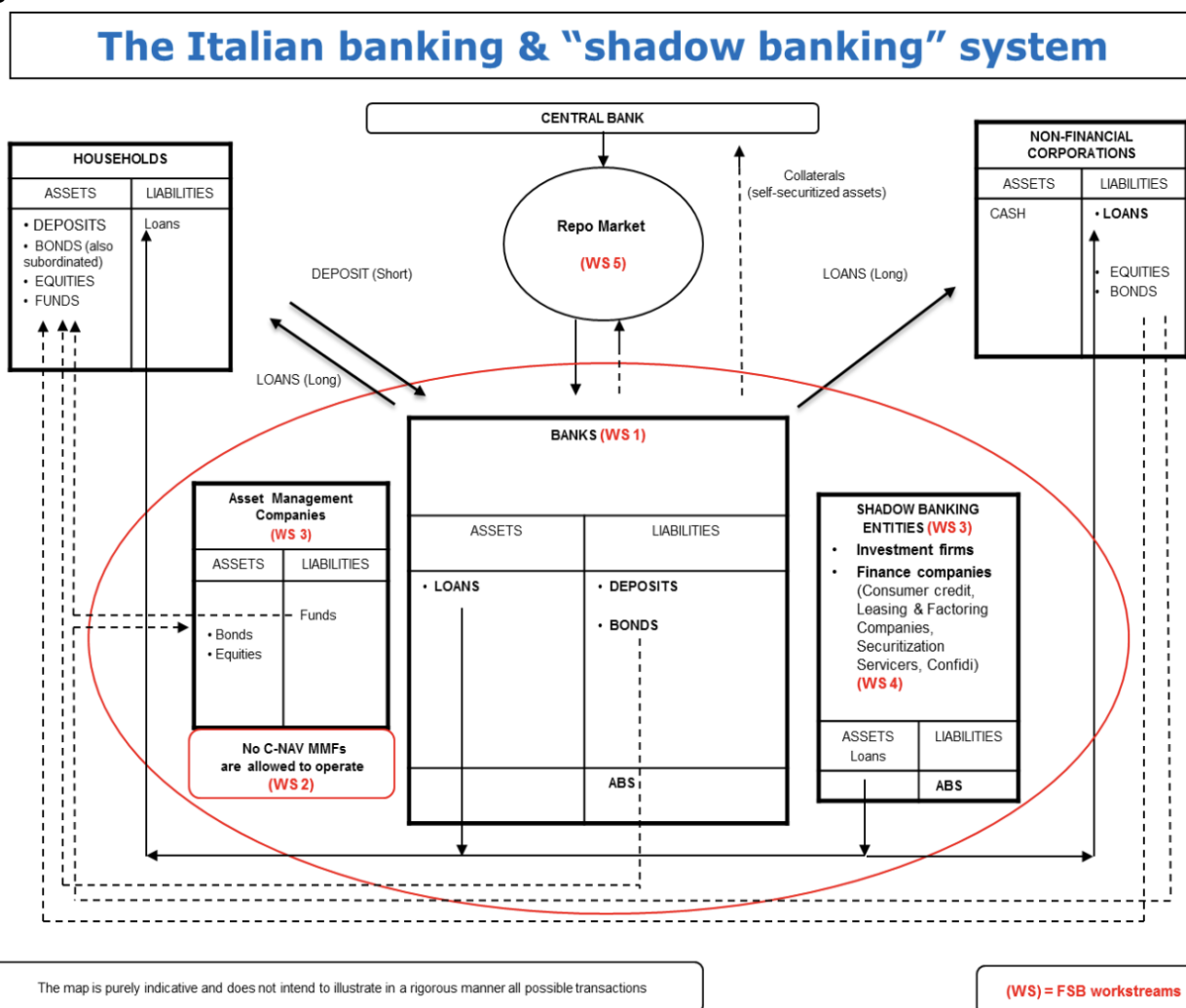
La figura sotto mostra una rappresentazione stilizzata dell’intermediazione bancaria e del sistema bancario ombra italiano.

⁴⁶ Per questa ragione le attività di *shadow banking* hanno attirato l’attenzione dei regolatori, che hanno approntato diverse misure a livello mondiale (in primis negli Stati Uniti e in Europa) per porre dei freni alla crescita incontrollata e non regolamentata del settore.

⁴⁷ La Banca d’Italia, in tutte le sue comunicazioni, tende a ribadire come queste caratteristiche specifiche del quadro normativo e di vigilanza italiano hanno contribuito a proteggere il sistema dagli effetti più devastanti della crisi finanziaria del 2007-08.

⁴⁸ CARLO GOLA, MARCO BURRONI, FRANCESCO COLUMBA, ANTONIO ILARI, GIORGIO NUZZO, ONOFRIO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, in «Questioni di Economia e Finanza», (Occasional Papers), 372, Banca d’Italia, Roma 2017, p. 2.

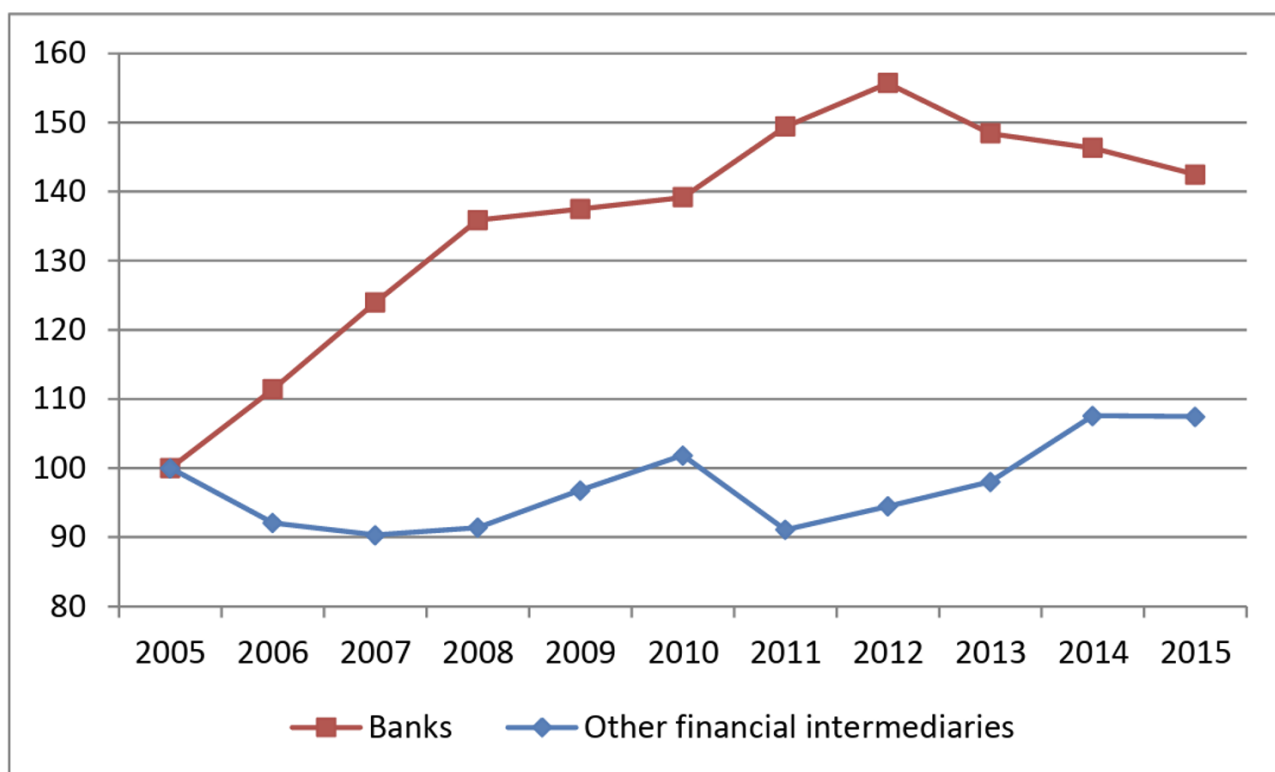
Fig.3- Il sistema bancario italiano e il sistema bancario ombra



Fonte: GOLA ET AL., cit.

In attuazione della Direttiva europea 89/646, il legislatore italiano ha cercato di promuovere un sistema bancario più competitivo, efficiente e solido riducendo la discrezionalità delle autorità creditizie mantenendo, tuttavia, un margine di azione sufficientemente ampio da consentire un costante adattamento dell'attività di vigilanza alla rapida evoluzione dei mercati finanziari. L'ampio mandato legale conferito alle autorità italiane dal TUB e dal TUF conferisce loro il potere di far rispettare le norme prudenziali e le prassi di vigilanza, *indipendentemente* dal tipo di attività bancaria o finanziaria. Dunque, indipendentemente dalla natura giuridica del prodotto finanziario, dell'entità e del tipo di canale distributivo, se viene svolta una specifica attività bancaria o finanziaria, si applica lo stesso insieme di regole. Gli intermediari non bancari sono stati molto meno ciclici rispetto al settore bancario e la loro crescita è stata modesta nell'ultimo decennio (cfr. Figura 4).

Fig. 4 - Evoluzione delle banche e del non bank asset (numeri indice; 2005=100)



Fonte: GOLA ET ALT., cit.

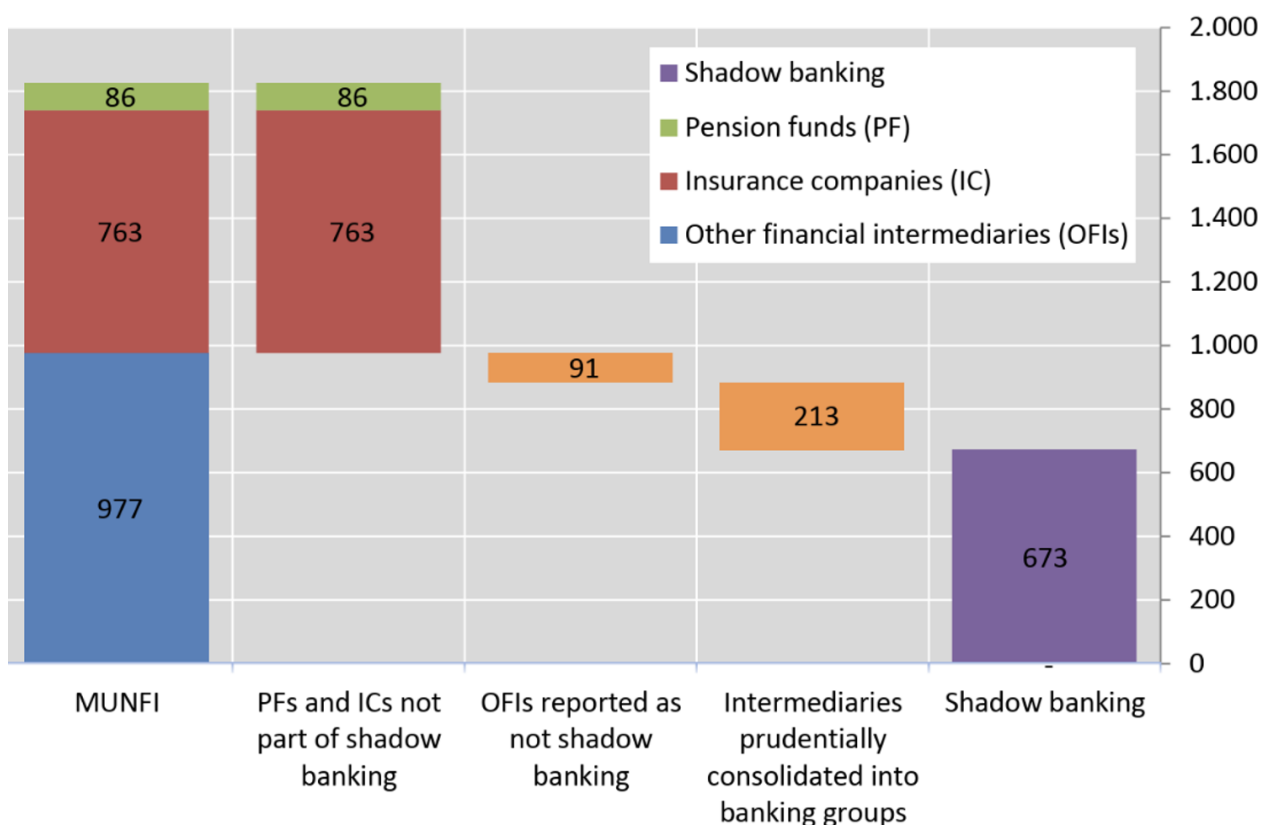
Come già detto, il FSB ha costruito una metodologia volta a monitorare l'universo dell'intermediazione finanziaria non bancaria (la somma delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, degli altri intermediari non finanziari e dei fondi di investimento. Acronimo: MUNFI) e a misurare le attività del sistema bancario ombra dopo un processo di restringimento. A fine 2015 la Banca d'Italia ha condotto un esercizio di macro-mappatura basato sui conti finanziari (flussi di fondi) e sui dati di vigilanza per analizzare e mappare la portata dell'intermediazione finanziaria creditizia non bancaria:

Il valore del MUNFI in Italia era di 1.825 miliardi di euro alla fine del 2015. Partendo da questo aggregato, la metodologia ottiene una "misura ristretta" del sistema bancario ombra come proposto dal FSB. Questa si ottiene sottraendo dal MUNFI: a) le attività delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione non collegate all'intermediazione creditizia, b) le entità e le attività non direttamente coinvolte nell'intermediazione creditizia, principalmente fondi di investimento azionari e immobiliari, e c) gli intermediari consolidati prudenzialmente in gruppi bancari (cfr. Figura sotto). Il sistema bancario ombra italiano coerente con questa definizione ammontava a circa 673 miliardi di euro alla fine del 2015 (il 41 per cento del PIL), una cifra esigua rispetto ad altre giurisdizioni europee: alla fine del 2014, il sistema bancario ombra ristretto ammontava al 147 per cento del PIL nel Regno Unito, al 73 per cento in Germania, al 61 per cento in Francia e al 21 per cento in Spagna. Nell'ultimo anno, la misura ristretta del sistema bancario ombra in Italia è rimasta piuttosto stabile⁴⁹.

⁴⁹CARLO GOLA ET ALT., cit., p.25.

Infine, le attività maggiormente interessate dal sistema bancario ombra italiano sono le cartolarizzazioni (con 305 miliardi di euro, il 18,7% del totale) e le attività dei fondi (*equity, fixed income*, etc.), con 231 milioni di euro pari al 14,2% del totale complessivo.

Fig.5 - Non bank assets e attività



Fonte: GOLA ET ALT., cit.

4. Alcune conclusioni

In Italia la vigilanza bancaria e finanziaria segue un approccio consolidato, che considera i gruppi bancari e finanziari nel loro complesso. La vigilanza è infatti basata sul rischio e attuata tenendo conto delle dimensioni, della complessità e dei rischi specifici degli intermediari; TUB e dal TUF attribuiscono alla Banca d'Italia e alla Consob poteri di vigilanza sui diversi attori. La Banca d'Italia vigila su banche, imprese di investimento, gruppi bancari, gruppi di intermediari finanziari, intermediari finanziari (leasing, factoring, enti di credito al consumo, confidi e società di cartolarizzazione), società di gestione del risparmio, istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica. La Consob (insieme alla prima Istituzione) detiene poteri di vigilanza sulle imprese di investimento, sulle società di gestione del risparmio e sulle infrastrutture del mercato finanziario. Mentre la Banca d'Italia assicura la sana e prudente gestione delle banche e degli intermediari finanziari, vigilando sulla trasparenza e la correttezza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari, la Consob vigila sulla trasparenza e correttezza delle imprese di investimento e delle società di gestione del risparmio, nonché sull'ordinato funzionamento dei mercati.

Questo ampio perimetro normativo si è dimostrato, finora, molto utile nel contenere dimensioni e rischi dello *shadow banking* nel nostro paese mentre, in altri paesi con un forte impianto di *deregulation*, i forti rischi di destabilizzazione sistemica prodotti dal Sistema finanziario ombra sono tuttora molto presenti.