COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 24.1.2024
COM(2024) 21 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sul riesame macroprudenziale degli enti creditizi, sui rischi sistemici relativi agli intermediari finanziari non bancari (NBFI) e sulla loro interconnessione con gli enti creditizi, a norma dell'articolo 513 del regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

Come previsto dall'articolo 513 del regolamento (UE) n. 575/2013 (regolamento sui requisiti patrimoniali, CRR) e previa consultazione del Comitato europeo per il rischio sistemico e dell'Autorità bancaria europea, la presente relazione **riesamina il quadro macroprudenziale dell'UE** di cui al CRR e alla direttiva 2013/36/UE (CRD). Il riesame era inizialmente previsto per giugno 2022 e, se del caso, sarebbe stato seguito da una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio entro dicembre 2022[1]. La Commissione ha deciso di rinviare il riesame al fine di valutare meglio gli effetti delle condizioni macroeconomiche durante la pandemia (e nel periodo post-pandemia), la crescita dell'intermediazione finanziaria non bancaria e la crisi bancaria statunitense del marzo 2023.

La relazione si basa su numerosi studi svolti da organismi dell'UE e internazionali e su un ampio processo di consultazione pubblica condotto dalla Commissione, compresa una richiesta mirata di consulenza all'Autorità bancaria europea, alla Banca centrale europea e al Comitato europeo per il rischio sistemico, che si sono conclusi nel 2021[2]. Si sono altresì tenute varie discussioni bilaterali tra i servizi della Commissione e i portatori di interessi, anche nel contesto del gruppo di esperti della Commissione sull'attività bancaria, i pagamenti e le assicurazioni.

La crisi finanziaria mondiale del 2008-2009 ha messo in luce le vulnerabilità del settore bancario in tutto il mondo, dato che numerosi enti finanziari erano caratterizzati da un eccessivo indebitamento, da grandi esposizioni verso attività rischiose e da insufficienti fonti di finanziamento stabile. Nel periodo precedente la crisi risultava difficile valutare le esposizioni e i potenziali effetti di ricaduta, in parte per via della scarsa trasparenza sull'incremento della leva finanziaria e dell'interconnessione tra gli enti finanziari. Il rischio di credito, il rischio di finanziamento e il rischio di liquidità del mercato erano ampiamente sottovalutati e il quadro normativo disponeva di meccanismi limitati per ovviare agli incentivi a favore degli enti a rilevanza sistemica. Di conseguenza i quadri normativi e di vigilanza, incentrati principalmente sulla garanzia della stabilità degli enti finanziari su base individuale, si sono dimostrati inadeguati nell'attenuare i problemi per la stabilità finanziaria innescati da shock sistemici. Nel sistema finanziario le vulnerabilità possono accumularsi anche se i singoli enti finanziari si dimostrano resilienti[3]. Pertanto, onde limitare l'eccessiva crescita del credito e per rafforzare la resilienza complessiva del settore finanziario di fronte agli shock sistemici, si è reso necessario elaborare strumenti di intervento supplementari, anche a livello macroprudenziale.

L'obiettivo delle politiche macroprudenziali è mantenere la stabilità finanziaria aumentando la resilienza del sistema finanziario e limitando l'accumulo di vulnerabilità, in modo da attenuare i rischi sistemici (strutturali e ciclici) e garantire che i servizi finanziari possano continuare a sostenere l'economia. Il rischio sistemico può concretizzarsi in varie forme: può ad esempio derivare da gruppi bancari grandi e complessi, da un'eccessiva crescita del credito, da una leva finanziaria che amplifica il ciclo del credito nei mercati immobiliari e dalle vulnerabilità strutturali del settore bancario (quali un settore bancario altamente concentrato o di grandi dimensioni rispetto al PIL). Le politiche macroprudenziali mirano in ultima analisi a limitare la frequenza e la gravità delle crisi finanziarie mediante l'attenuazione dei rischi sistemici. Integrando la vigilanza microprudenziale, tali politiche agevolano il ciclo finanziario, limitano gli effetti di contagio e creano i giusti incentivi per i partecipanti al mercato. In tal modo il settore bancario è sufficientemente resiliente e, in caso di crisi, non riduce l'offerta di credito alle famiglie e alle imprese, intervento che amplifica gli shock negativi per l'economia e può aggravare o prolungare una recessione economica.

---

[1] La relazione è stata rinviata per consentire di prendere in considerazione la crisi COVID-19 e il suo impatto sul sistema finanziario.

[2] Cfr. Commissione europea (2021), Consultazione mirata sul miglioramento del quadro macroprudenziale dell'UE per il settore bancario, novembre 2021; Commissione europea (2022), Sintesi delle risposte alla consultazione mirata, giugno 2022; Commissione europea (2021), "Call for Advice on the review of the macroprudential framework for the banking sector", settembre 2021.

[3] Cfr. FMI (2011), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", disponibile all'indirizzo https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf.

Nello strumentario macroprudenziale figurano requisiti o procedure volti a ridurre al minimo l'impatto negativo degli eventi sistemici[4] e a proteggere il sistema finanziario nel suo complesso[5]. Gli strumenti microprudenziali possono attenuare soltanto indirettamente il rischio sistemico affrontando i rischi a livello di soggetto o di operazione[6]. Gli **strumenti macroprudenziali** assumono solitamente la forma di **misure preventive** (ossia misure ex ante attivate prima del verificarsi del rischio sistemico, quali limiti strutturali di leva finanziaria o riserve di capitale per i rischi sistemici) e di **misure ex post** (ossia misure attivate dopo il verificarsi di un rischio sistemico, come la sospensione dei diritti degli investitori di riscattare quote di fondi comuni di investimento).

1. Revisione del quadro macroprudenziale per le banche

Le azioni intraprese a livello internazionale e dell'UE a seguito della crisi finanziaria mondiale, volte a rafforzare il quadro microprudenziale per le banche e a sviluppare un quadro per la politica macroprudenziale, hanno dato origine a un ampio programma di riforme. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha elaborato il quadro di Basilea III, che ha innalzato la qualità del capitale, introdotto nuove riserve di capitale e di liquidità e limiti del coefficiente di leva finanziaria per le banche, ha migliorato la gestione del rischio, la governance e la trasparenza e ha creato un quadro per la politica macroprudenziale.

A livello dell'UE, la relazione De Larosière[7] raccomandava di adottare quadri regolamentari e di vigilanza incentrati non più unicamente sulla vigilanza dei singoli enti finanziari,[8] ma anche sulla stabilità dell'intero sistema finanziario. Nella relazione si osservava che la vigilanza macroprudenziale "è finalizzata a limitare le difficoltà del sistema finanziario nel suo complesso per tutelare l'economia in generale contro perdite significative in termini di prodotto reale […]. L'analisi macroprudenziale deve […] prestare particolare attenzione agli shock comuni o correlati e agli shock che interessano parti del sistema finanziario che scatenano effetti contagiosi di trascinamento o di *feedback*. La vigilanza macroprudenziale non ha senso se non riesce a incidere in qualche modo sulla vigilanza al microlivello, mentre la vigilanza microprudenziale non può salvaguardare efficacemente la stabilità finanziaria se non tiene in debito conto gli sviluppi al macrolivello".

L'UE ha adottato provvedimenti significativi per rafforzare il suo quadro macroprudenziale attuando le riforme raccomandate nella relazione De Larosière e le norme elaborate a livello internazionale. Ha ad esempio adottato provvedimenti per ridurre gli effetti prociclici delle misure di Basilea II e ha istituito il CERS e le autorità europee di vigilanza (AEV) per garantire un adeguato monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria in tutto il sistema finanziario, così come di altri rischi.

---

[4] Per "evento sistemico" si intende un evento di grande portata negativo per il sistema finanziario, ad esempio una crisi di liquidità sistemica come la crisi COVID-19 o un evento creditizio rilevante come il fallimento di Lehman Brothers, oppure una serie di eventi di minore entità (il fallimento di uno o alcuni enti finanziari di medie dimensioni, come gli eventi innescati dal fallimento della Silicon Valley Bank), che rende manifesto l'accumularsi di un grave squilibrio finanziario (sotto forma di grandi esposizioni o interconnessioni tra gli operatori del mercato).

[5] The high level group on financial supervision in the EU. De Larosière report (europa.eu).

[6] Ad esempio i limiti di leva finanziaria sono misure prudenziali di natura microprudenziale quando sono concepiti e attuati per far fronte a un rischio idiosincratico a livello di soggetto o di operazione, ma sono strumenti macroprudenziali quando sono concepiti e attuati a livello settoriale senza tener conto di un modello aziendale o di un'attività specifici. È il caso dei limiti strutturali per i fondi che concedono prestiti, ai sensi del riesame delle direttive sui GEFIA e sugli OICVM recentemente concordato, che si configurano come strumento macroprudenziale.

[7] The high-level group on financial supervision in the EU. De Larosière report (europa.eu).

[8] Il termine "enti finanziari" si riferisce sia alle banche (ossia gli enti creditizi) sia agli intermediari non bancari.

Nel 2014 uno strumentario macroprudenziale basato sulle norme internazionali elaborate dal CBVB è diventato applicabile agli enti creditizi (di seguito le "banche"). Lo strumentario, definito nella direttiva e nel regolamento sui requisiti patrimoniali (CRD/CRR)[9], è stato modificato solo in minima parte nel 2019. La CRD e il CRR riconoscono che la politica macroprudenziale è un complemento necessario della vigilanza microprudenziale nella salvaguardia della stabilità finanziaria. Dal momento che i rischi sistemici possono variare da uno Stato membro all'altro, le autorità nazionali dovrebbero essere in grado di tenere conto delle esigenze specifiche dei rispettivi settori bancari. Sebbene per le banche siano state introdotte norme microprudenziali uniformi (il "codice unico"), alle autorità nazionali sono stati accordati un ruolo di primo piano e un certo grado di flessibilità nella conduzione delle politiche macroprudenziali, in considerazione delle diverse fonti e della complessità intrinseca del rischio sistemico.

Lo strumentario macroprudenziale dell'UE per le banche contiene diversi strumenti volti ad affrontare molteplici aspetti del rischio sistemico. La CRD ha introdotto un regime macroprudenziale di riserva di capitale (ossia cinque riserve che insieme costituiscono il requisito combinato di riserva di capitale), che consente alle banche di adeguare la propria posizione patrimoniale alle specifiche condizioni macroeconomiche e del settore finanziario (cfr. appendice 1). Ad esempio esse dovrebbero costituire la riserva di capitale anticiclica quando la crescita del credito è associata all'accumulo del rischio sistemico ciclico, mentre le riserve per altri enti importanti e per i rischi sistemici complessivi possono essere utilizzate per attenuare i rischi sistemici strutturali per la stabilità finanziaria. Dovrebbero quindi utilizzare capitale quando ciò sia necessario per coprire le perdite e soddisfare la domanda di credito nei periodi di recessione economica e di crisi. **L'utilizzabilità e la svincolabilità delle riserve di capitale** devono funzionare in modo efficace affinché, con il miglioramento delle condizioni macroeconomiche, il capitale possa essere reimmesso nell'economia senza rallentamenti dovuti a un preposizionamento per motivi di reputazione. Le riforme normative post-crisi finanziaria hanno rafforzato la resilienza del settore bancario dell'UE e la sua capacità di resistere agli shock sistemici. Tuttavia alcuni episodi di crisi più recenti, in particolare la pandemia di COVID-19, hanno dimostrato che sussistono forti preoccupazioni circa la disponibilità di riserve di capitale svincolabili in tempi di crisi a copertura delle perdite (cfr. appendice 2). In caso di grave shock, un alleggerimento dei requisiti di riserva di capitale potrebbe attenuare i problemi e diminuire gli incentivi alle banche per ridurre la leva finanziaria e il rischio. Lo svincolo delle riserve di capitale o il loro utilizzo per continuare a erogare prestiti all'economia possono migliorare notevolmente gli esiti per l'economia.

Il CRR comprende anche **strumenti macroprudenziali discrezionali volti ad affrontare rischi sistemici specifici**, come quelli derivanti dal settore immobiliare. Tali rischi possono essere attenuati aumentando i fattori di ponderazione del rischio e i parametri della perdita in caso di default (*Loss Given Default* — LGD) media ponderata per l'esposizione relativi ai modelli basati sul rating interno. Oltre che ai rischi sistemici convenzionali, derivanti ad esempio dai mercati immobiliari, **per il settore bancario è aumentata l'esposizione a nuovi rischi, come quelli legati ai cambiamenti climatici e alla transizione, nonché ai rischi informatici**. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza prudenziale non hanno ancora individuato soluzioni adeguate ad affrontare tali rischi, che possono diventare sistemici se non gestiti in modo proattivo. Considerando la crescente interconnessione e complessità dei sistemi finanziari, ma anche la loro maggiore esposizione agli shock e all'incertezza innescati dagli sviluppi geopolitici e da altri fattori, è giustificato conservare gli strumenti di intervento e la flessibilità necessari a sostenere il flusso di credito all'economia. Per raggiungere il giusto equilibrio tra gli strumenti macroprudenziali, da un lato, e le misure preventive e gli strumenti di gestione delle crisi, dall'altro, sono necessarie una valutazione e un'analisi approfondita volte a evitare ripercussioni

[9] Si vedano il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, modificato dal regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019 (regolamento sui requisiti patrimoniali, *Capital Requirements Regulation* — CRR) per quanto riguarda le disposizioni macroprudenziali; direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, modificata dalla direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019 (direttiva sui requisiti patrimoniali, *Capital Requirements Directive* — CRD) per quanto riguarda le disposizioni macroprudenziali. Il pacchetto per il settore bancario del 2019 ha introdotto alcune modifiche mirate alle disposizioni macroprudenziali, applicabili a decorrere dal 29 dicembre 2020.

negative sull'efficacia di detti strumenti e misure. Pertanto qualsiasi potenziale riforma degli strumenti macroprudenziali dovrebbe tenere in debita considerazione l'impatto sui quadri prudenziale e di risoluzione e non dovrebbe comportare un aumento del livello complessivo di capitale o dei requisiti minimi di fondi propri e passività ammissibili (*Minimum Requirements on Own Funds and Eligible Liabilities* —MREL).

Il quadro istituzionale dell'UE per l'attuazione delle politiche macroprudenziali si articola su più livelli e prevede il coinvolgimento di varie autorità nazionali e dell'UE. Per preservare l'integrità del mercato unico, l'attuazione di misure macroprudenziali a livello nazionale richiede spesso il coinvolgimento di diversi organismi dell'UE (quali la Commissione europea, il CERS ecc.). Se, da un lato, il CERS è incaricato della vigilanza macroprudenziale del settore finanziario all'interno dell'UE, dall'altro il regolamento sul meccanismo di vigilanza unico conferisce poteri macroprudenziali sia alle autorità nazionali che alla Banca centrale europea (BCE). Tale condivisione delle responsabilità ha rafforzato la capacità dell'UE e degli Stati membri di individuare, monitorare e affrontare i rischi sistemici nel variegato panorama finanziario dell'UE. L'armonizzazione di taluni aspetti dello strumentario macroprudenziale è tuttavia essenziale in questo modello per garantire condizioni di parità e un certo livello di semplificazione nell'applicazione delle misure macroprudenziali. Ad esempio i diversi approcci seguiti nell'individuazione degli altri enti a rilevanza sistemica (*other systemically important institutions — O-SII*) e nella calibrazione dei coefficienti della riserva per gli O-SII non possono essere pienamente spiegati con le specificità delle economie o dei mercati finanziari degli Stati membri, quali le dimensioni o la concentrazione del settore bancario, e potrebbero destare preoccupazione per il mercato unico e per l'Unione bancaria (cfr. l'appendice 2 per ulteriori informazioni).

Alla luce di quanto precede la Commissione continuerà a lavorare alle politiche macroprudenziali per le banche, garantendo nel contempo il rispetto del quadro di Basilea III e verificando che il livello complessivo dei requisiti patrimoniali e del requisito MREL sia ritenuto adeguato. *In tale contesto la Commissione si concentrerà principalmente sugli aspetti seguenti: 1) monitoraggio dell'utilizzabilità e della svincolabilità delle riserve di capitale per sostenere l'erogazione di prestiti all'economia in caso di shock sistemico, preservando nel contempo la stabilità finanziaria; 2) promozione della coerenza nell'uso degli strumenti macroprudenziali da parte delle autorità nazionali; e 3) valutazione delle possibilità di semplificazione del quadro macroprudenziale, della sua efficienza e della sua capacità di affrontare i rischi convenzionali così come quelli nuovi. Inoltre la Commissione valuterà le modalità di aggiornamento dei riscontri ricevuti nell'ambito della consultazione mirata svolta nel 2021 e di raccolta di ulteriori riscontri su aspetti del riesame trattati soltanto in parte nella presente relazione.*

2. Il quadro macroprudenziale per gli intermediari finanziari non bancari

Negli ultimi anni si è assistito a un notevole aumento del numero di intermediari finanziari non bancari (*non-bank financial intermediaries* — NBFI), dovuto alla crescente importanza assunta dai finanziamenti non bancari nel finanziamento dell'economia. Secondo le stime del CERS, almeno 41 500 miliardi di EUR (pari al 39 %) delle attività del settore finanziario europeo sono riconducibili all'intermediazione finanziaria non bancaria[10]. Gli NBFI appartengono a settori molto diversi e comprendono società di gestione del risparmio e fondi di investimento, imprese di investimento non bancarie, veicoli di gestione di un patrimonio familiare (*family office*), società di finanziamento esteso alla filiera, fondi pensione, imprese di assicurazioni e altri soggetti non bancari[11]. In Europa gli NBFI

[10] CERS (2023), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022, giugno 2023. Il dato raggiunge il 49 % se si estende l'analisi al sistema finanziario mondiale; cfr. il documento dell'FSB Non-Bank Financial Intermediation - Financial Stability Board (fsb.org).

[11] Nel monitoraggio dell'intermediazione finanziaria non bancaria il CERS include anche una valutazione dell'ecosistema delle cripto-attività, in quanto gli NBFI possono intraprendere tipi di intermediazione finanziaria che comportano vulnerabilità simili e li espongono a rischi simili, cfr. CERS (2023), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu), pag. 6. L'FSB definisce il "settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria" come il risultato della misurazione generale di tutti i soggetti finanziari non bancari, nella quale rientrano tutti gli enti finanziari che non sono banche centrali, banche o istituzioni finanziarie pubbliche. FSB (2022), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation: 2022, pag. 3. Tale classificazione

svolgono un ruolo fondamentale nella promozione della diversità finanziaria e nella riduzione della dipendenza dai finanziamenti bancari, in particolare nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali e dello sviluppo di un mercato unico solido. Pertanto essi apportano un contributo positivo alla stabilità finanziaria (mediante la condivisione del rischio privato) e all'innovazione.

Tuttavia **una rapida espansione degli NBFI può anche comportare nuovi rischi e sfide per la stabilità finanziaria**. La crescita degli NBFI è stata accompagnata da un aumento della rischiosità di alcuni portafogli di attività, da una crescente trasformazione della liquidità e da una maggiore leva finanziaria, anche a causa della "ricerca di rendimento" durante un periodo prolungato di tassi di interesse reali negativi[12]. Anche l'interconnessione tra le banche e gli NBFI si è intensificata in maniera costante aumentando il rischio di contagio in tutto il settore finanziario, con potenziali effetti di ricaduta negativi sull'economia.

Mentre i **lavori a livello internazionale** per la definizione e l'aggiornamento del quadro macroprudenziale per le banche sono progrediti a ritmo costante dopo la crisi finanziaria mondiale, in tema di politiche macroprudenziali per gli NBFI si è proceduto a ondate. Il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board* — FSB), l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari e l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa si sono concentrati progressivamente sullo sviluppo di analisi e strumenti macroprudenziali volti ad attenuare i rischi sistemici connessi agli NBFI. Il lavoro in tal senso ha acquisito ancora maggiore slancio negli ultimi anni, a seguito di vari episodi di turbolenza sui mercati (ad esempio la "corsa al contante" durante la pandemia di COVID-19 a marzo 2020 e la crisi del mercato dei gilt nel Regno Unito a settembre 2022) e di cattiva gestione finanziaria (ad esempio Archegos o Greensill Capital) che hanno messo in luce l'impatto che l'accumulo di rischi sistemici e vulnerabilità degli NBFI può avere sull'intera economia.

L'FSB[13] e il CERS[14] hanno individuato tre vulnerabilità strutturali che contribuiscono all'accumulo di rischi sistemici e che oggi le attuali politiche macroprudenziali coprono solo in parte. Si tratta dei disallineamenti di liquidità sistemici[15], della leva finanziaria eccessiva e dell'interconnessione esistente tra gli NBFI e tra questi ultimi e il settore bancario. Tali vulnerabilità aggravano la complessità della vigilanza di settori così interconnessi ed evidenziano la necessità di prendere in considerazione una vigilanza macroprudenziale più coerente e coordinata per gli NBFI (cfr. appendice 2).

Di conseguenza gli stessi rischi convenzionali ed emergenti che interessano le banche, unitamente alla diversità e alla complessità dei settori dell'intermediazione finanziaria non bancaria, possono comportare **vulnerabilità specifiche degli NBFI**, le cui cause sono:

1) l'esistenza di disallineamenti di liquidità strutturali;
2) l'accumulo di una leva finanziaria eccessiva tra gli NBFI;
3) l'interconnessione tra gli NBFI e tra gli NBFI e le banche, che può creare amplificatori nascosti del rischio e trasferire il rischio dal settore bancario a quello non bancario; e

---

comprende anche l'infrastruttura del mercato finanziario nella categoria degli "intermediari di mercato". Cfr. FSB (2022), Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report, pag. 18. Tuttavia per l'intermediazione finanziaria non bancaria l'FSB ha individuato anche una "misurazione ristretta", che non si basa sui soggetti ma misura le attività di tipo bancario. FSB (2022), ibidem, pag. 3.

[12] La trasformazione della liquidità è il processo di utilizzo di passività a breve termine assimilabili ai contanti per acquisire attività a più lungo termine, come i prestiti. Il termine "leva" si riferisce all'assunzione di prestiti per l'acquisto di un'attività (leva fisica o finanziaria) o alla cosiddetta leva "sintetica", ossia la costituzione di margini in un contratto per cui la parte che intende esercitare la leva riceve il rendimento finanziario di un'attività in cambio di un pagamento o di una commissione (ad esempio i *total return swap* o le opzioni).

[13] FSB (2022), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, dicembre 2022, pag. 31.

[14] CERS, "NBFI Monitoring", giugno 2023, pag. 11, disponibile all'indirizzo EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu).

[15] Il disallineamento di liquidità è una discrepanza nell'offerta o nella domanda di titoli o nelle date di scadenza dei titoli. Si verifica un disallineamento di liquidità se i fondi offrono ai loro investitori la possibilità di riscatti a breve termine, investendo nel contempo in attività che non possono essere liquidate facilmente con breve preavviso.
Liquidity mismatch in open-ended funds: trends, gaps and policy implications (europa.eu).

4) la mancanza di coerenza e di coordinamento tra i quadri macroprudenziali all'interno dell'UE.

In assenza di un quadro macroprudenziale generale dell'UE che disciplini gli NBFI e per affrontare alcuni rischi emergenti specifici in importanti settori dell'intermediazione finanziaria non bancaria, una serie di direttive e regolamenti dell'UE applicabili agli NBFI prevede già alcuni strumenti macroprudenziali volti ad attenuare l'accumulo di rischi sistemici o a gestire l'impatto di un evento sistemico (cfr. appendice 1). Ad esempio sono stati creati strumenti e disposizioni per gestire i rischi di liquidità, i rischi di leva finanziaria e i rischi operativi nel settore dei fondi di investimento (per i fondi di investimento alternativi, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e i fondi comuni monetari), nel settore assicurativo e per le pratiche in materia di margini e la gestione dei rischi relativi alle controparti centrali. Tuttavia, visto il crescente spostamento dell'attività creditizia e dei rischi dal settore bancario a quello non bancario, la Commissione raccoglierà ulteriori elementi per individuare gli strumenti mancanti e le possibili lacune degli strumenti esistenti rispetto al raggiungimento degli obiettivi macroprudenziali e per valutare l'efficacia e la coerenza delle politiche macroprudenziali per gli NBFI nell'UE[16]. Tale lavoro fungerà da base e da sostegno per le eventuali decisioni strategiche adottate dalla Commissione in questo settore nel periodo 2024-2029.

La Commissione prevede pertanto di condurre una consultazione mirata sulle politiche macroprudenziali per gli NBFI nel 2024. L'obiettivo sarà raccogliere ulteriori elementi sui modelli aziendali dei principali NBFI e sull'interconnessione tra gli stessi nonché tra le banche e gli NBFI, oltre a individuare le lacune nel quadro macroprudenziale e altri fattori in grado di contribuire all'accumulo di rischi sistemici nell'intermediazione finanziaria non bancaria. Nel 2024 la Commissione procederà anche a una consultazione sul riesame del regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (Securities Financing Transaction Regulation — SFTR). L'SFTR mira a migliorare la trasparenza sulle operazioni di finanziamento e di prestito e consente un più efficace monitoraggio dei rischi derivanti dall'intermediazione creditizia non bancaria.

[16] La BCE, in particolare, ha chiesto "una risposta politica [macroprudenziale] globale finalizzata ad aumentare la resilienza" dei settori dell'intermediazione finanziaria non bancaria e che comprenda la "riconversione degli strumenti esistenti (ad esempio integrando le prospettive macroprudenziali) e lo sviluppo di politiche macroprudenziali supplementari, nonché la valutazione del ruolo delle autorità nell'attuazione delle stesse". Cfr. BCE, Financial Stability Review Report, novembre 2023. La Banque de France ha osservato che "le vulnerabilità associate all'intermediazione finanziaria non bancaria richiedono misure adeguate da attuare in modo armonizzato a livello internazionale. […] Tuttavia il lavoro svolto finora si è concentrato su misure microprudenziali, lasciando l'attivazione di determinati strumenti alla discrezione dei fondi, e ha posto l'accento sulla tutela degli investitori. Non è ancora stato definito un approccio macroprudenziale che integri i rischi sostenuti dalle coorti di fondi e il loro impatto sul sistema finanziario nel suo complesso, includendo potenzialmente gli strumenti a disposizione delle autorità". Cfr. Banque de France, Non-bank financial intermediation: vulnerabilities and challenges, 14 novembre 2023. Nel luglio 2023 la Banca centrale d'Irlanda ha pubblicato un documento di riflessione intitolato "An approach to macroprudential policy for investment funds" in cui, tra l'altro, esamina il rischio sistemico derivante dai fondi di investimento e approfondisce la possibilità di un quadro macroprudenziale più olistico per i fondi di investimento.

Appendice 1

L'ATTUALE STRUMENTARIO MACROPRUDENZIALE DELL'UE PER LE BANCHE E GLI NBFI

I principali strumenti macroprudenziali per le banche sono le **riserve di capitale**, che costituiscono un ulteriore livello di capitale in aggiunta ai requisiti patrimoniali minimi. Le riserve di capitale aumentano la resilienza del settore bancario consentendo alle banche di assorbire perdite maggiori senza violare i requisiti minimi, così da mantenere la fornitura di servizi finanziari fondamentali e attenuare i possibili effetti di amplificazione generati dal settore bancario sul ciclo economico. Il quadro macroprudenziale dell'UE sostiene l'accumulo di capitale bancario in periodi di elevato rischio di credito e di vulnerabilità finanziaria. Tale capitale può in seguito essere utilizzato per assorbire le perdite, ove necessario, e per soddisfare la domanda di credito nei periodi di recessione economica e di crisi.

La CRD stabilisce cinque riserve di capitale macroprudenziali, che insieme costituiscono il **requisito combinato di riserva di capitale** (*combined buffer requirement* — CBR). Ogni banca deve soddisfare uno specifico CBR, le cui componenti sono fissate a livelli diversi. Tutte le banche devono disporre di una *riserva di conservazione del capitale* (*capital conservation buffer* — CCoB) pari al 2,5 % dell'importo totale delle attività ponderate per il rischio (*risk-weighted assets* — RWA). Le banche di grandi dimensioni considerate enti a rilevanza sistemica a livello globale devono disporre di una riserva aggiuntiva (*riserva per i G-SII*) fino al 3,5 % delle RWA (o superiore, ove ritenuto opportuno dalle autorità di vigilanza). Nell'UE le autorità nazionali competenti e designate ("autorità nazionali") fissano requisiti di riserva di capitale anche per rafforzare la resilienza di altri enti a rilevanza sistemica (a livello nazionale) (*riserve per gli O-SII*) fino al 3 % dell'importo complessivo dell'esposizione al rischio, al fine di rendere il sistema bancario più resiliente al rischio ciclico generale (riserva di capitale anticiclica, *counter-cyclical capital buffer* — CCyB) o per far fronte ad altri rischi strutturali o ciclici non coperti da tali riserve, anche a livello di esposizione settoriale (riserve di capitale a fronte del rischio sistemico, *systemic risk buffers* — SyRB)[17]. Nell'Unione bancaria la BCE ha il potere di aumentare (integrare) le riserve e di inasprire alcune misure macroprudenziali stabilite dalle autorità nazionali[18].

Le autorità nazionali possono altresì **inasprire i fattori di ponderazione del rischio** applicati a determinate esposizioni, se giustificato dal rischio sistemico. Nell'ambito dell'attuale quadro normativo, diverse disposizioni del CRR stabiliscono norme sull'aumento dei fattori di ponderazione del rischio e sull'aumento delle soglie minime di perdita in caso di default (LGD) per le banche che utilizzano modelli interni, con riferimento alle esposizioni verso immobili residenziali e non residenziali. Le autorità nazionali possono anche fissare limiti macroprudenziali alle regole per la concessione dei crediti (vale a dire le misure basate sul debitore) previste dal diritto nazionale nella maggior parte degli Stati membri dell'UE, ma attualmente non sancite dal quadro macroprudenziale dell'UE.

Sebbene non esista un quadro macroprudenziale comune che disciplini gli NBFI, le normative settoriali dell'UE comprendono già alcuni strumenti macroprudenziali e diverse disposizioni finalizzati alla gestione dei rischi. Tra questi figurano disposizioni sui rischi di liquidità, sui rischi di leva finanziaria e sui rischi operativi che limitano l'accumulo di rischi sistemici.

Nel **settore dei fondi di investimento**, le proposte legislative della Commissione volte a modificare la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA)[19] e la direttiva sugli organismi di

[17] Le riserve di capitale, che insieme costituiscono il requisito combinato di riserva di capitale (CBR), sono stabilite nei seguenti articoli della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338): la *CCoB* all'articolo 129; le riserve per i *G-SII* e gli *O-SII* all'articolo 131; la *CCyB* all'articolo 130; e la *SyRB* all'articolo 133.

[18] Articolo 5, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

[19] Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)[20], adottate nel novembre 2021[21], hanno recepito la raccomandazione del CERS relativa ai rischi di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento[22]. Il 19 luglio 2023 il Parlamento e il Consiglio hanno raggiunto un accordo sul riesame, convenendo di introdurre un elenco armonizzato di strumenti di gestione della liquidità, ossia strumenti microprudenziali che saranno disponibili per i gestori di fondi di investimento alternativi e gli OICVM in tutta l'UE. Il riesame fissa inoltre un limite strutturale alla leva finanziaria per i fondi che concedono prestiti. Il regolamento sui fondi comuni monetari[23] prevede una serie di strumenti macroprudenziali, quali limiti strutturali alla leva finanziaria e alla negoziazione di derivati, riserve di liquidità e prove di stress in scenari ipotetici. Una recente consultazione mirata[24] e la relazione che l'accompagna[25] hanno concluso che il regolamento sui fondi comuni monetari ha rafforzato la resilienza del settore, ma hanno anche individuato diverse vulnerabilità meritevoli di un'ulteriore valutazione.

Per quanto riguarda gli **assicuratori**, a settembre 2021 la Commissione ha adottato una proposta legislativa volta a modificare la direttiva Solvibilità II. Le modifiche adeguano ai nuovi sviluppi il consolidato quadro prudenziale dell'UE sensibile al rischio applicabile agli assicuratori e ai riassicuratori e rafforzano ulteriormente il loro ruolo nel finanziamento della ripresa economica e della duplice transizione digitale e verde[26]. La proposta comprendeva la maggior parte delle raccomandazioni formulate dall'EIOPA (2020)[27] e dal CERS[28] relative all'estensione dello strumentario di vigilanza e all'introduzione di nuovi requisiti per affrontare le fonti di rischio sistemico. In particolare, la Commissione ha proposto di concedere alle autorità nazionali la facoltà di imporre misure supplementari per rafforzare la posizione finanziaria degli assicuratori in tempi di crisi, di imporre un congelamento temporaneo dei diritti di rimborso per i contratti di assicurazione sulla vita in circostanze eccezionali e misure aggiuntive di attenuazione del rischio di liquidità. Ha altresì proposto l'estensione della valutazione interna del rischio e della solvibilità e del principio della "persona prudente" alle problematiche macroprudenziali e l'elaborazione di piani preventivi (piani di risanamento e di risoluzione, nonché piani di gestione del rischio sistemico e del rischio di liquidità). Il Parlamento e il Consiglio hanno recentemente raggiunto un accordo su tali proposte, che nei prossimi mesi saranno messe a punto in vista dell'adozione.

Per quanto riguarda **le pratiche di marginazione e la gestione del rischio delle controparti centrali (*central counterparties* — CCP)**, a dicembre 2022 la Commissione ha adottato un pacchetto di compensazione che modifica il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (*European Market Infrastructure Regulation* — EMIR) e altri atti legislativi in materia di servizi finanziari (revisione EMIR 3)[29]. La revisione comprende disposizioni volte a:

- rendere più trasparenti le richieste di margini per gli operatori del mercato che effettuano la compensazione in qualità di clienti (compresi i fondi e le imprese di assicurazioni);

[20] Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione).
[21] Commissione europea (2021), Unione dei mercati dei capitali: la Commissione adotta un pacchetto per garantire un migliore accesso ai dati e una revisione delle norme in materia di investimenti, 25 novembre 2021.
[22] Raccomandazione del CERS, del 7 dicembre 2017, relativa al rischio di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento (CERS/2017/6).
[23] Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari, disponibile all'indirizzo EUR-Lex - 02017R1131-20190101 - IT - EUR-Lex (europa.eu).
[24]Commissione europea (2022), Consultazione mirata sul funzionamento del regolamento sui fondi comuni monetari, 12 aprile 2022.
[25] Relazione della Commissione sull'adeguatezza dal punto di vista sia prudenziale che economico del regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (europa.eu).
[26] Commissione europea (2021), Revisione del quadro Solvibilità II (europa.eu), 22 settembre 2021.
[27] EIOPA (2020), Parere sul riesame 2020 della direttiva Solvibilità II, 17 dicembre 2020.
[28] Per informazioni sugli strumenti di rischio sistemico per gli assicuratori, cfr. CERS (2022), Lettera al presidente del gruppo di lavoro del Consiglio sul riesame della direttiva Solvibilità II, 2 febbraio 2022; CERS (2022), Lettera ai membri del Parlamento europeo, novembre 2022.
[29] Commissione europea (2022), Unione dei mercati dei capitali: pacchetto di misure in materia di compensazione, insolvenza e quotazione in borsa (europa.eu), 7 dicembre 2022.

- porre maggiormente l'accento sulla prevenzione della prociclicità degli scarti di garanzia; e
- imporre alle CCP di fare il possibile per non trattenere i margini di variazione infragiornalieri, bensì trasferirli evitando l'"accumulo di liquidità".

Inoltre la proposta istituisce un meccanismo di monitoraggio intersettoriale (il "meccanismo di monitoraggio congiunto") con l'obiettivo di monitorare più da vicino gli sviluppi in tutto l'ecosistema di compensazione e di sviluppare prove di stress di liquidità per l'intera catena di compensazione.

Molti dei principi internazionali sugli **NBFI che svolgono attività assimilabili a quelle delle banche**, comprese le misure volte a migliorare la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e sul riutilizzo delle garanzie reali, sono stati attuati attraverso il regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli[30] (*Securities Financing Transactions* — SFTR) adottato nel 2015. Tale regolamento si applica anche agli NBFI e ha contribuito ad accrescere la trasparenza dell'attività in pronti contro termine svolta sia dalle banche che dagli NBFI.

Per fare luce sulle **interconnessioni tra gli NBFI e il settore bancario**, il CRR prevede obblighi di segnalazione volti a migliorare la trasparenza delle esposizioni delle banche nei confronti degli NBFI, con particolare attenzione alle attività assimilabili a quelle delle banche svolte dagli stessi[31]. Le banche sono tenute a segnalare alle autorità di vigilanza le dieci maggiori esposizioni verso soggetti che "svolgono attività bancarie al di fuori del quadro regolamentato"[32].

[30] Regolamento (UE) 2015/2365 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (Testo rilevante ai fini del SEE) (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 1).

[31] Cfr. articolo 394, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

[32] Tali obblighi sono stati attuati mediante un atto delegato di livello 2, adottato dalla Commissione europea il 6 settembre 2023, che armonizza i criteri per l'identificazione di tali soggetti da parte delle banche, stabilendo nello specifico gli atti dell'UE che costituiscono il "quadro regolamentato"; cfr. regolamento delegato (UE) 2023/2779 della Commissione, del 6 settembre 2023, che integra il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i criteri di individuazione dei soggetti del sistema bancario ombra di cui all'articolo 394, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013 (GU L 2023/2779 del 12.12.2023).

Appendice 2

RIESAME DEL QUADRO MACROPRUDENZIALE PER LE BANCHE E GLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI (NBFI)

L'articolo 513 del regolamento (UE) n. 575/2013, modificato dal regolamento (UE) 2019/876, prevede che la Commissione, in consultazione con l'ABE e il CERS, riesamini il quadro macroprudenziale dell'UE contenuto nel CRR e nella CRD entro giugno 2022 e, se del caso, presenti una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio entro dicembre 2022. Il diritto dell'UE impone alla Commissione di valutare l'efficacia, l'efficienza e la trasparenza del quadro macroprudenziale, elencando una serie di questioni specifiche da prendere in considerazione. L'articolo 513, paragrafo 1, lettera g), del CRR impone inoltre alla Commissione di prendere in considerazione strumenti per affrontare i rischi sistemici derivanti dalle esposizioni delle banche verso gli NBFI,[33] in particolare dai mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli e dei derivati, dal settore della gestione delle attività e dal settore assicurativo.

Il quadro macroprudenziale dell'UE per le banche ha contribuito a rafforzare la resilienza del settore bancario in via preventiva e ha contribuito a salvaguardare la stabilità finanziaria nell'UE limitando l'accumulo di rischi sistemici. In alcuni settori il quadro attuale si è dimostrato adatto a conseguire gli obiettivi prefissati. Ad esempio dopo l'inizio della pandemia di COVID-19 le autorità nazionali hanno adottato restrizioni alla distribuzione a livello di sistema in linea con le raccomandazioni della BCE e del CERS sulla distribuzione dei dividendi durante la pandemia di COVID-19, sebbene le restrizioni non fossero sancite a livello dell'UE (aspetto che deve essere esaminato anche ai sensi dell'articolo 518 ter del CRR). Tuttavia anche le prove empiriche, gli studi condotti da diversi organismi dell'UE, le analisi della Commissione, la consultazione pubblica del 2021 e le richieste mirate di consulenza hanno evidenziato alcune **carenze che meritano un'ulteriore analisi** in considerazione di un'eventuale proposta legislativa.

Utilizzabilità e svincolabilità delle riserve di capitale per sostenere l'erogazione di prestiti all'economia

Sebbene le riserve di capitale siano state concepite per essere utilizzate in caso di crisi, le prove empiriche indicano che le banche potrebbero non essere disposte a utilizzarle come previsto o non essere in grado di farlo, il che può comportare effetti negativi sull'economia. **Le banche potrebbero non essere disposte a utilizzare le riserve** in quanto preoccupate da:

- vincoli nella distribuzione di dividendi, bonus e altri pagamenti;
- una più ampia stigmatizzazione del mercato in caso di violazione del CBR;
- incertezze circa la posizione delle rispettive autorità di vigilanza sull'uso delle riserve, ossia se esso sarà effettivamente sostenuto o accettato o necessiterà di ulteriori controlli o misure di vigilanza come le prove di stress, nonché incertezze circa le prospettive economiche e la durata e l'impatto di eventuali crisi34.

Vi sono inoltre prove del fatto che la **possibilità delle banche di utilizzare riserve di capitale può essere limitata**[35] da altri requisiti minimi prudenziali o di risoluzione (coefficiente di leva finanziaria e requisiti minimi di fondi propri e passività ammissibili (MREL[36])) che potrebbero diventare vincolanti

[33] Per intermediazione finanziaria non bancaria si intende un gruppo eterogeneo di enti finanziari diversi dalle banche, che facilitano il flusso di fondi nell'economia tra coloro che contraggono prestiti e i risparmiatori. Tali intermediari comprendono soggetti quali le società di gestione del risparmio, i fondi di investimento, le imprese di assicurazioni, i fondi pensione, i *family office*, gli operatori del mercato e altri enti finanziari non bancari che offrono vari servizi e prodotti finanziari.

[34] Per ulteriori possibili ostacoli all'utilizzabilità delle riserve si veda Behn et al. (2020), Macroprudential capital buffers – objectives and usability, bollettino macroprudenziale della BCE, ottobre.

[35] Cfr. CERS (2021), Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements, dicembre 2021 e CBVB (2022), "Buffer usability and cyclicality in the Basel Framework".

[36] Il MREL è fissato dalle autorità di risoluzione per garantire che le banche mantengano sempre strumenti ammissibili sufficienti a sostenere la strategia di risoluzione scelta. Ad esempio, se la strategia di risoluzione

prima dell'esaurimento delle riserve, in particolare per le banche con fattori di ponderazione del rischio bassi. Sebbene tali potenziali limitazioni della possibilità delle banche di utilizzare riserve siano una caratteristica del quadro attuale, la loro rilevanza può variare nel tempo e a seconda delle banche e diventare meno significativa[37]. Ciò potrebbe verificarsi a seguito dell'attuazione delle riforme prudenziali previste dal "pacchetto per il settore bancario" di recente approvazione e dell'introduzione graduale del MREL.

Anche la **svincolabilità** (ossia lo sblocco) delle riserve di capitale potrebbe essere migliorata e resa più efficiente[38]. Nell'ambito del quadro attuale la maggior parte delle riserve di capitale (ossia la riserva di conservazione del capitale, le riserve per i G-SII e gli O-SII e, in misura minore, la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico) è di natura strutturale, mentre solo la CCyB è esplicitamente concepita per essere svincolabile. Tale riserva rappresenta una percentuale molto ridotta dei requisiti di riserva di capitale complessivi, ossia circa il 5 % del CBR delle banche o lo 0,1 % delle RWA nell'Unione bancaria all'inizio della pandemia di COVID-19. Sebbene dopo la pandemia molti Stati membri abbiano aumentato i coefficienti della CCyB, l'entità di quest'ultima è ancora nettamente inferiore a quella delle riserve non svincolabili. In ragione dell'ampio sostegno pubblico concesso dagli Stati membri mediante misure di politica di bilancio, di politica monetaria e regolamentari, non sono stati necessari ulteriori svincoli di riserva in risposta alla pandemia. Tuttavia dalle prime prove empiriche emerge che l'economia avrebbe potuto beneficiare di maggiori riserve di capitale svincolabili per stimolare l'erogazione di ulteriori prestiti durante la crisi[39].

Coerenza nell'uso degli strumenti macroprudenziali per le banche da parte delle autorità nazionali

Pur riconoscendo le responsabilità condivise della BCE e delle autorità nazionali nell'Unione bancaria, **nell'UE l'applicazione del quadro macroprudenziale è in larga misura decentrata**. Ciò è giustificato dal fatto che i rischi sistemici e i cicli finanziari possono variare da uno Stato membro all'altro e si ritiene generalmente che le autorità nazionali siano in grado di individuare e gestire efficacemente tali rischi. Tuttavia non è sempre facile conciliare questo modello con il funzionamento del mercato unico. Al fine di garantire condizioni di parità è essenziale armonizzare alcuni aspetti dello strumentario macroprudenziale.

Da un lato, le misure macroprudenziali nazionali potrebbero non essere efficaci se possono, ad esempio, essere eluse da attività transfrontaliere. La questione può essere affrontata mediante il "riconoscimento", vale a dire l'applicazione di misure equivalenti da parte delle autorità nazionali di altri Stati membri alle banche che operano a livello transfrontaliero nel paese che ha imposto una misura macroprudenziale nazionale. D'altro canto, la riserva di capitale e i fattori di ponderazione del rischio possono essere utilizzati anche per limitare indebitamente la libera circolazione dei capitali e costringere i gruppi bancari transfrontalieri a mantenere requisiti patrimoniali più elevati nei paesi ospitanti. Ciò riduce

---

prevede il bail-in e il proseguimento dell'attività della banca sul mercato, il MREL è fissato per assorbire le perdite e ripristinare la posizione patrimoniale della banca, consentendole di continuare a svolgere le sue funzioni essenziali dopo una crisi. I requisiti sono precisati nella direttiva 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione delle banche (*Bank Recovery and Resolution Directive* — BRRD), modificata dalla direttiva (UE) 2019/879 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (BRRD II); nel regolamento (UE) n. 806/2014 che istituisce un meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism Regulation* — SRMR), modificato dal regolamento (UE) 2019/877 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi e le imprese di investimento (SRMR II); nel CRR e nella CRD.

[37] Cfr., ad esempio, Leitner et al. (2023), How usable are capital buffers? An empirical analysis of the interaction between capital buffers and the leverage ratio since 2016, Occasional Paper n. 329 della BCE.

[38] Secondo uno studio della BCE, le riserve di capitale più consistenti e il nuovo quadro di risoluzione hanno notevolmente rafforzato la capacità del sistema bancario di assorbire le perdite. Tale capacità è *più che triplicata* negli ultimi dieci anni. Cfr. Carmassi et al. (2019), Is taxpayers' money better protected now? An assessment of banking regulatory reforms ten years after the global financial crisis. Cfr. anche Comitato di Basilea (2022), Buffer usability and cyclicality in the Basel framework, 5 ottobre 2022.

[39] Cfr. Couaillier et al. (2021, 2022), Bank capital buffers and lending in the euro area during the pandemic e Caution: do not cross! Capital buffers and lending in Covid-19 times.

potenzialmente il costo dei dissesti bancari per i paesi ospitanti, ma potrebbe anche compromettere l'efficienza dell'operatività transfrontaliera delle banche. Il CERS, la BCE, l'ABE e la Commissione europea sono investiti di determinati poteri, disciplinati da procedure dettagliate, di coordinamento delle politiche macroprudenziali e di promozione dell'integrità del mercato unico, ma la loro **capacità di garantire la coerenza** degli approcci delle autorità nazionali è limitata[40].

L'individuazione degli altri enti a rilevanza sistemica (O-SII) e la calibrazione dei coefficienti della riserva per gli O-SII non sono coerenti in tutto il mercato unico[41]. Ad esempio gli O-SII con punteggi simili in base alla metodologia standardizzata dell'ABE relativa ai criteri di valutazione degli O-SII sono tenuti a mantenere coefficienti diversi della riserva per gli O-SII. Tale eterogeneità non può essere interamente spiegata dalle specifiche condizioni economiche o dei mercati finanziari degli Stati membri, quali ad esempio le dimensioni o la concentrazione del settore bancario, e ciò è motivo di preoccupazione per il mercato unico e per l'Unione bancaria. Talune differenze sono attribuibili al fatto che, per far fronte a tali rischi, alcuni Stati membri hanno utilizzato la SyRB in luogo della riserva per gli O-SII o in aggiunta ad essa. Si rende tuttavia necessaria una valutazione più approfondita dell'**eterogeneità** nella fissazione delle riserve per gli O-SII[42].

La SyRB, la più flessibile delle riserve, è utilizzata per far fronte a un'ampia gamma di rischi sistemici, tra cui le esposizioni geografiche comuni, l'indebitamento del settore pubblico e privato, le dimensioni del settore bancario in percentuale del PIL e gli shock esterni all'economia. Tale flessibilità può tuttavia suscitare preoccupazioni in merito all'**arbitrarietà** e alla **duplicazione dei requisiti prudenziali**. Infine le autorità nazionali dovrebbero ricorrere all'articolo 458 del CRR, che consente l'aumento dei fattori di ponderazione del rischio sulle esposizioni immobiliari per le banche che utilizzano modelli interni, solo come misura di ultima istanza. Ciononostante sono state riscontrate **incongruenze** nelle modalità di applicazione di tale misura da parte delle autorità nazionali e sarebbe altresì necessario garantire l'efficienza del processo di attivazione della stessa.

Semplificazione ed efficienza del quadro macroprudenziale e della sua governance

L'efficienza e l'efficacia dello strumentario macroprudenziale possono essere ostacolate dall'inclusione di misure a cui non si fa ricorso o dalla mancanza di misure in determinati settori. Ad esempio gli articoli 138 e 139 della CRD vertono sulle modalità per contrastare i rischi derivanti da una crescita eccessiva del credito in determinati paesi terzi, tuttavia non vi si è mai fatto ricorso. Potrebbe altresì essere necessaria un'ulteriore riflessione sulla struttura di vigilanza e di governance della vigilanza macroprudenziale dell'UE, in particolare quando si tratta di rischi e strumenti nuovi. L'obiettivo sarebbe quello di semplificare i processi di vigilanza laddove possibile, tenendo conto delle complessità dell'ecosistema finanziario e salvaguardando l'economia europea da potenziali perturbazioni.

Capacità dello strumentario macroprudenziale per le banche di affrontare rischi convenzionali e nuovi rischi

In seguito all'introduzione dello strumentario macroprudenziale per le banche gli Stati membri hanno adottato misure per affrontare le vulnerabilità del settore immobiliare, in particolare per quanto riguarda

[40] Ad esempio il CERS e l'ABE devono fornire pareri su talune misure e sulle misure a impatto elevato per le quali è necessaria l'autorizzazione o l'assenza di obiezioni da parte della Commissione. La BCE ha il diritto di opporsi a qualsiasi misura macroprudenziale prevista dal diritto dell'UE e prospettata da uno Stato membro partecipante al meccanismo di vigilanza unico. Infine il CERS dispone di poteri di coordinamento più generali, ad esempio quello di emettere segnalazioni e formulare raccomandazioni rivolte alle autorità nazionali, come quella sulla CCyB o sul riconoscimento volontario.

[41] EBA report on calibration of O-SII buffer rates.

[42] Da un'analisi dell'ABE emerge che alcuni Stati membri sono alquanto rigorosi e fissano un coefficiente massimo possibile di riserva per gli O-SII ai sensi della CRD IV per le banche con un punteggio O-SII relativamente basso, mentre altri sono relativamente indulgenti e fissano un coefficiente di riserva di capitale basso o pari allo 0 % anche in presenza di punteggi O-SII molto elevati. In altri casi punteggi O-SII molto elevati possono determinare un coefficiente di riserva per gli O-SII dello 0,25 % in uno Stato membro e del 2 % (coefficiente massimo al momento dell'analisi) in un altro.

gli immobili residenziali[43], utilizzando sia **misure basate sul patrimonio** sancite dal diritto dell'UE (riserve e misure di ponderazione del rischio) sia, sempre più spesso, **misure basate sui debitori** (*borrower-based measures* — BBM). Oltre a quanto disposto all'articolo 458 del CRR, gli articoli 124 e 164 del CRR consentono agli Stati membri di applicare fattori di ponderazione del rischio più elevati alle esposizioni garantite da ipoteche su immobili residenziali e non residenziali e soglie minime di LGD alle esposizioni al dettaglio garantite da immobili residenziali e non residenziali.

Per aumentare l'efficacia di tali strumenti macroprudenziali basati su aggiustamenti dei fattori di ponderazione del rischio sarebbe necessario conseguire una maggiore coerenza nell'attivazione e nell'uso delle misure di ponderazione del rischio e allineare lo strumentario macroprudenziale di ponderazione del rischio per le banche che utilizzano modelli interni al metodo standardizzato. L'efficacia delle misure potrebbe essere rafforzata anche ponendo l'accento sui fattori di ponderazione del rischio piuttosto che sui singoli parametri di rischio (articolo 164 del CRR). Le BBM consistono in limitazioni preventive e macroprudenziale alle regole per la concessione dei crediti previste dalla legislazione nazionale della maggior parte degli Stati membri, ma attualmente non sancite dal diritto dell'UE[44]. Ad oggi le BBM variano da uno Stato membro all'altro in termini di struttura, definizioni degli indicatori sottostanti, ambito di applicazione, natura (giuridicamente vincolante/non giuridicamente vincolante), eccezioni e sistemi di governance. Inoltre le BBM non sono previste dalle legislazioni di tutti gli Stati membri, elemento che complica il riconoscimento e potrebbe impedire agli Stati membri stessi di affrontare efficacemente il rischio sistemico derivante dal settore immobiliare. Occorre altresì un esame più approfondito degli sviluppi nel settore degli immobili non residenziali. Le misure macroprudenziali destinate in maniera specifica agli immobili non residenziali sono esigue e potrebbero essere oggetto di ulteriore valutazione, unitamente agli sforzi volti a colmare le attuali lacune nei dati relativi alle esposizioni delle banche verso questo settore.

L'anticipazione, il monitoraggio e l'attenuazione dei rischi per la stabilità finanziaria legati ai **cambiamenti climatici e al degrado ambientale** si stanno trasformando in misura crescente in un compito essenziale per le autorità nazionali e dell'UE. I rischi fisici e di transizione incidono sui singoli enti finanziari e sul settore finanziario in generale (compresi gli intermediari finanziari non bancari). Tali rischi possono influire sia sulla solvibilità dei debitori sia sul valore delle garanzie reali dei prestiti immobiliari: gli eventi meteorologici estremi, tra cui le ondate di calore, gli incendi boschivi e le recenti gravi inondazioni verificatesi a livello mondiale, hanno dimostrato chiaramente la gravità dei danni di cui possono essere oggetto le proprietà immobiliari e altri beni vulnerabili. Man mano che l'economia si dirige verso la neutralità climatica, come previsto dalla normativa dell'UE sul clima[45], le attività che generano emissioni considerevoli di gas a effetto serra potrebbero essere soggette a un deprezzamento accelerato. È pertanto opportuno che eventuali esposizioni significative degli enti finanziari a tali attività siano coperte da riserve adeguate. Attualmente i rischi finanziari legati al clima sono oggetto di valutazione principalmente nelle prove di stress[46], ma non sono ancora presi in considerazione a livello più generale nei requisiti macroprudenziali. L'UE e i consessi internazionali (CERS, BCE, Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB), rete per l'inverdimento del sistema finanziario) stanno discutendo su come affrontare meglio detti rischi mediante strumenti macroprudenziali. L'accordo raggiunto sul "pacchetto per il settore bancario" ha chiarito che la SyRB potrebbe essere utilizzata per affrontare i rischi connessi ai cambiamenti climatici e alla transizione climatica.

---

[43] Il CERS ha condotto valutazioni sistematiche e prospettiche delle vulnerabilità nei mercati degli immobili residenziali nel SEE nel 2016, nel 2019 e nel 2022, sulla base delle quali sono state emesse segnalazioni e formulate raccomandazioni specifiche per paese.

[44] Per ulteriori dettagli cfr. il documento del CERS Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice, marzo 2022, e la banca dati del CERS sulle misure nazionali.

[45] Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 ("Normativa europea sul clima") (GU L 243 del 9.7.2021, pag. 1).

[46] L'ABE dispone di mandati specifici sulle prove di stress relative al rischio climatico. Anche la BCE effettua prove di stress sul rischio climatico e ne integra i risultati nel processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) utilizzando un approccio qualitativo.

Il **rischio informatico a livello sistemico** desta gravi preoccupazioni dal punto di vista macroprudenziale in un settore finanziario sempre più digitalizzato, esposto a crescenti minacce informatiche. Il ricorso a fornitori terzi di TIC consente agli enti finanziari di ottenere una protezione all'avanguardia dalle minacce informatiche, ma l'affidamento a infrastrutture critiche messe a disposizione da fornitori terzi può anche creare nuove vulnerabilità e nuovi rischi di concentrazione. Gli incidenti informatici possono compromettere la stabilità finanziaria quando si diffondono rapidamente tra le banche, i soggetti non bancari e le infrastrutture dei mercati finanziari attraverso i collegamenti finanziari e informatici e una comune dipendenza da fornitori terzi di servizi. Il quadro DORA[47], la direttiva sulla cibersicurezza[48] e i lavori in atto per rispondere alla raccomandazione del CERS sul coordinamento in materia di incidenti informatici[49], così come le prove di stress prudenziali da parte del meccanismo di vigilanza unico sulla resilienza delle banche agli attacchi informatici[50] mirano ad attenuare tali rischi.

Vulnerabilità degli intermediari finanziari non bancari (NBFI)

Per quanto riguarda gli NBFI, l'FSB e il CERS hanno individuato tre principali vulnerabilità strutturali di diversa intensità che, essendo affrontate solo in parte nelle attuali misure macroprudenziali, possono contribuire all'accumulo di rischi sistemici. Le tre vulnerabilità in questione sono i disallineamenti di liquidità sistemici, la leva finanziaria (eccessiva) e l'interconnessione. Una vigilanza macroprudenziale limitata e frammentata degli NBFI nei vari Stati membri può altresì creare un'ulteriore fonte di rischio sistemico per il sistema finanziario dell'UE.

I **disallineamenti di liquidità sistemici** possono derivare da ampie e inattese variazioni della domanda di liquidità se in un periodo di stress si verifica una naturale rarefazione dell'offerta di liquidità. A marzo 2020 la domanda precauzionale di liquidità nell'economia e il conseguente fabbisogno di liquidità da parte degli enti finanziari hanno determinato una vendita generalizzata di attività finanziarie, nota come "corsa al contante"[51]. Dal lato dell'offerta, una minore propensione al rischio, vincoli normativi (con l'attuazione del quadro di Basilea III) e sfide operative hanno limitato l'immissione di liquidità da parte delle banche e degli operatori indipendenti. A settembre 2022 l'impennata dei tassi di interesse dei gilt nel Regno Unito (e il conseguente calo dei prezzi delle attività finanziarie) ha suscitato timori nel settore dei fondi pensione, nel quale le strategie basate sulla passività hanno comportato massicce cessioni di gilt, a loro volta sfociate nell'intervento della Banca d'Inghilterra sotto forma di un vasto programma di acquisto di attività[52]. Il 28 settembre 2023 la Banca d'Inghilterra ha annunciato il piano di creazione di un nuovo strumento di liquidità per gli NBFI, destinato in un primo momento alle assicurazioni e ai fondi pensione e potenzialmente estendibile a tutti i soggetti operanti nel settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria che soddisfano determinati requisiti di ammissibilità (resilienza ex ante)[53].

Inoltre lo stress del mercato causato dalla pandemia di COVID-19 nel marzo 2020 ha messo in luce la suscettibilità di alcuni fondi comuni monetari (FCM) alle corse al riscatto da parte degli investitori (con

[47] Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

[48] Direttiva (UE) 2022/2555 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativa a misure per un livello comune elevato di cibersicurezza nell'Unione, recante modifica del regolamento (UE) n. 910/2014 e della direttiva (UE) 2018/1972 e che abroga la direttiva (UE) 2016/1148 (direttiva NIS 2) (GU L 333 del 27.12.2022, pag. 80). La direttiva è un tipo di legislazione orizzontale che si applica a una serie di settori e impone a soggetti quali i fornitori di servizi nel cloud, i data center, i fornitori di servizi gestiti o i fornitori di servizi di sicurezza gestiti di adottare misure di gestione dei rischi di cibersicurezza, comprese misure di sicurezza della catena di approvvigionamento. Entro il 17 ottobre 2024 la Commissione deve adottare un atto di esecuzione che precisi ulteriormente le misure di cibersicurezza in relazione a tali tipi di soggetti.

[49] ESRB recommends establishing a systemic cyber incident coordination framework (europa.eu).

[50] La BCE metterà alla prova la capacità di ripresa delle banche in caso di attacco cibernetico (europa.eu).

[51] Cfr. FSB (2020), Holistic Review of the March Market Turmoil - Financial Stability Board (fsb.org), pag. 11.

[52] Per maggiori informazioni cfr. Banca d'Inghilterra (2023), An anatomy of the 2022 gilt market crisis, documento di lavoro dei servizi n. 1019, 31 marzo 2023.

[53] "A journey of 1000 miles begins with a single step: filling gaps in the central bank liquidity toolkit", discorso di Andrew Hauser | Bank of England.

un conseguente "vantaggio della prima mossa"), che possono aggravare gli shock di liquidità obbligando gli FCM a vendere le proprie attività per finanziare ingenti deflussi in circostanze eccezionali. Spesso il fenomeno è legato alla liquidità e alla trasparenza dei mercati del finanziamento a breve termine sottostanti[54]. La Commissione partecipa attivamente alle discussioni internazionali sulle misure volte ad affrontare i disallineamenti di liquidità sistemici. Tali discussioni vertono sulle misure di liquidità preventive (come le riserve di liquidità o le nuove pratiche di marginazione) e sulle misure di liquidità i cui effetti e il cui utilizzo sono amplificati da eventi sistemici (come gli strumenti di gestione della liquidità a livello settoriale o la facoltà di sospendere i diritti di rimborso, denominati anche "misure di liquidità ex post") in vari settori dell'intermediazione finanziaria non bancaria, compresi i fondi di investimento, i fondi pensione e le imprese di assicurazione[55].

I disallineamenti di liquidità sono spesso amplificati da un'**eccessiva leva finanziaria** che, una volta divenuta insostenibile a causa dei relativi costi di finanziamento, può determinare un'improvvisa liquidazione delle posizioni sul mercato (riduzione della leva finanziaria) e vendite forzate di attività, con effetti di ricaduta su altre parti del sistema finanziario e dell'economia. Il caso di Archegos Capital Management, un *family office* che operava come fondo speculativo, risalente al marzo 2021, è un esempio dell'impatto che l'utilizzo della leva finanziaria, combinato con i disallineamenti di liquidità, può avere ben al di là degli NBFI. Il fallimento di Archegos ha generato gravi perdite tra gli enti finanziari (soprattutto Credit Suisse, che ha registrato una perdita di 5,5 miliardi di USD) a causa di un'elevata esposizione (con effetto leva) a pochi titoli tramite *total return swap* e contratti per differenza, che avevano consentito ad Archegos di mobilitare un capitale pari a 5-6 volte quello investito[56]. Le operazioni erano state sottodichiarate in virtù dello status normativo dei *family office*, non soggetti a regolamentazione né in Europa né negli Stati Uniti. Ciononostante, in fase di negoziazione con controparti europee operanti nel regime di segnalazione previsto dall'EMIR (principalmente banche del Regno Unito), alcune operazioni risultavano visibili, ma non in misura sufficiente a fornire un quadro completo e tempestivo in grado di innescare interventi di vigilanza almeno sulle controparti bancarie.

Dal lavoro dell'FSB emerge altresì l'esistenza di sacche di elevata leva sintetica in alcuni soggetti operanti nel settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria, in particolare fondi speculativi e fondi di investimento basati sulle passività[57], che in alcuni casi presentano anche un elevato grado di interconnessione. I lavori in atto a livello sia dell'UE che internazionale mirano a favorire una migliore comprensione del modo in cui i quadri esistenti in materia di segnalazione e informativa possono contrastare efficacemente la leva finanziaria eccessiva. A tal fine occorre garantire che le posizioni con effetto leva rimangano trasparenti e conciliabili, anche in presenza di strutture giuridiche complesse o di strumenti derivati particolarmente articolati. Inoltre gli organismi di vigilanza nazionali e dell'UE stanno studiando attivamente in che modo utilizzare i dati segnalati per gestire efficacemente tali rischi e promuovere la condivisione dei dati, al fine di ridurre al minimo gli oneri di segnalazione supplementari a carico degli operatori del mercato[58]. Sono inoltre in corso discussioni su possibili limitazioni all'accumulo di leva finanziaria in settori specifici, in particolare nei soggetti giuridici non regolamentati come i *family office*[59].

---

[54] Cfr. Commissione europea (2023), Relazione della Commissione sull'adeguatezza dal punto di vista sia prudenziale che economico del regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (europa.eu) e CERS (2022), The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know (europa.eu).

[55] L'FSB sta anche vagliando un elenco di azioni sulle pratiche in materia di margini sia per gli utenti (preparazione ai margini) sia per i gestori delle infrastrutture di mercato; alcune di tali azioni sono già incluse nel quadro EMIR. Cfr. FSB (2022) Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report (fsb.org), pag. 25.

[56] Per maggiori dettagli, cfr. ESMA (2022), ESMA publishes ex-post analysis of derivatives risks in Archegos (europa.eu).

[57] Cfr. FSB (2023), The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation - Financial Stability Board (fsb.org).

[58] A dicembre 2021 la Commissione europea ha inoltre adottato una più ampia strategia in materia di dati di vigilanza nel settore dei servizi finanziari dell'UE (europa.eu) che mira alla condivisione e al riutilizzo dei dati di vigilanza in tutto il sistema finanziario.

[59] In tale contesto saranno esaminate nuove metriche di misurazione della leva finanziaria adattate ai diversi NBFI, in particolare quella introdotta attraverso le attività fuori bilancio, come i derivati fuori bilancio mirati o le

L'**interconnessione tra gli NBFI e il settore bancario** aumenta il rischio di contagio in tutto il settore finanziario, con potenziali effetti di ricaduta negativi sull'economia. Ad esempio le assicurazioni e i fondi pensione sono i maggiori investitori nazionali in fondi di investimento della zona euro (esclusi gli FCM), con una quota di circa il 25 %, seguiti dalle famiglie con il 19 % e dai fondi di investimento (che investono in altri fondi) con il 16 %[60]. Al contrario, i fondi di investimento e gli altri intermediari finanziari costituiscono un'importante fonte di finanziamento per il settore bancario, in quanto nel primo trimestre del 2023 detenevano il 14 % delle passività del settore bancario della zona euro. Considerando anche le imprese di assicurazione e i fondi pensione, gli NBFI detengono circa il 28 % dei titoli di debito bancari in essere nella zona euro[61].

Tale interconnessione può aggravare l'impatto negativo degli shock di liquidità o dell'eccessiva leva finanziaria di cui sopra o persino nascondere le vulnerabilità e l'accumulo di rischi sistemici. Un importante rischio associato all'interconnessione tra gli NBFI e il settore bancario è la potenziale trasmissione intersettoriale degli shock finanziari. Se si trova in difficoltà finanziarie, un NBFI può trasmettere tali difficoltà alle sue controparti del settore bancario e ad altri NBFI attraverso esposizioni sia di attività che di passività (ad esempio posizioni in strumenti derivati, detenzione di titoli bancari e finanziamenti tramite pronti contro termine). Il default di Archegos ha evidenziato l'importanza di una solida gestione del rischio e il modo in cui l'interconnessione può aumentare il rischio di credito per le banche (come è accaduto, ad esempio, nel caso di Credit Suisse). Anche le banche possono trasmettere una situazione di difficoltà agli NBFI, in quanto esse svolgono un ruolo fondamentale per il funzionamento dei mercati dei derivati oltre ad essere importanti erogatori di prestiti agli stessi NBFI.

Gli NBFI e le banche possono essere interconnessi tramite esposizioni comuni se investono in attività simili o se hanno esposizioni verso le stesse controparti. Se tali esposizioni comuni sono soggette a uno stress finanziario, gli NBFI e le banche possono esserne interessati contemporaneamente e ciò aumenta il rischio di una crisi sistemica. Inoltre, se agiscono in sinergia, gli NBFI e le banche tradizionali possono innescare ingenti vendite forzate di attività comuni (come nel caso delle turbolenze del mercato a marzo 2020 o della crisi di liquidità per le imprese del settore energetico causata dai picchi di richieste di margini dovuti alla crisi energetica a marzo 2022). Le autorità di vigilanza sono impegnate a monitorare le possibili vulnerabilità derivanti dalle interconnessioni tra gli NBFI e tra gli NBFI e le banche tramite collegamenti diretti (ad esempio le partecipazioni tra banche e NBFI e quelle tra NBFI o le richieste di margini) e collegamenti indiretti (ad esempio esposizioni patrimoniali comuni).

Un'ultima considerazione, ma non per questo meno importante, è che a causa di tali vulnerabilità strutturali e della complessità della vigilanza su settori così interconnessi è opportuno approfondire i vantaggi di **un quadro macroprudenziale più coerente e coordinato per gli NBFI**. Attualmente soltanto alcune misure macroprudenziali sono applicabili agli NBFI e la vigilanza di tali strumenti in ciascun settore coinvolge diverse autorità di vigilanza, anche all'interno della stessa giurisdizione. Ad esempio, ai sensi delle direttive sui GEFIA e sugli OICVM, le autorità nazionali competenti hanno il potere di sospendere i diritti di rimborso degli investitori quando i fondi sono esposti a rischi per la stabilità finanziaria e in passato le singole autorità nazionali di vigilanza hanno esercitato tale potere. L'esperienza nell'uso coordinato di tale potere in presenza di un rischio più ampio per la stabilità finanziaria a livello dell'UE è limitata.

Il sostegno a un'applicazione coerente degli strumenti macroprudenziali e un coordinamento adeguato sia tra le autorità di vigilanza all'interno dell'UE sia con quelle dei paesi terzi è fondamentale per l'efficacia delle politiche macroprudenziali. La frammentazione tra i settori e tra le giurisdizioni nazionali solleva importanti interrogativi sulle modalità con cui garantire un coordinamento efficace fra gli Stati membri (in particolare in relazione a eventi sistemici che interessano più di uno Stato membro) e condividere i dati necessari tra le autorità nell'ambito degli attuali quadri in materia di segnalazione.

---

operazioni di finanziamento tramite titoli. Ad esempio si valuteranno la misura in cui le operazioni che comportano garanzie reali costituite siano segnalate nel bilancio degli NBFI e le modalità di riconciliazione di tali posizioni sulla base degli attuali obblighi di segnalazione.

[60] CERS (2022), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu), luglio 2022.

[61] Cfr. l'approfondimento intitolato "Key links between banks and the non-bank financial sector" contenuto speciale della relazione della BCE sulla stabilità finanziaria del maggio 2023.