

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**L'innovazione finanziaria in Italia.
Problemi di inquadramento e di vigilanza**

di Claudio Conigliani

Numero 69 - Luglio 1986

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**L'innovazione finanziaria in Italia.
Problemi di inquadramento e di vigilanza**

di Claudio Conigliani

Numero 69 - Luglio 1986

La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

COMITATO DI REDAZIONE: *FRANCO COTULA, STEFANO MICOSSI, IGNAZIO VISCO;
ANNA PAOLA CAPRARI (segretaria).*

SOMMARIO

L'innovazione finanziaria che si sta propagando nei paesi industrializzati pone problemi nuovi non solo per la politica monetaria, ma anche per il quadro istituzionale dei diversi sistemi finanziari. Le tensioni che si producono sul piano normativo e di vigilanza sembrano dipendere, a parità di altre condizioni, dall'estensione del novero degli operatori o degli strumenti finanziari sottoposti a controllo. Nei paesi dove è più ristretta la gamma degli intermediari sottoposti a vigilanza, più complesso si presenta il perseguimento, da parte delle autorità di vigilanza, di uno dei compiti che giustificano la loro esistenza: la stabilità del sistema finanziario.

Il presente lavoro pone a raffronto le linee di fondo della legislazione italiana con quelle dei principali sistemi esteri e passa in rassegna le particolari forme assunte dall'innovazione finanziaria in Italia. L'analisi svolta pone in evidenza l'opportunità di sottoporre a forme di controllo prudenziale gli intermediari finanziari diversi dagli enti creditizi, attraverso l'adozione di provvedimenti legislativi coerenti con la legge bancaria, secondo il paradigma già adottato dalla legge che ha consentito l'istituzione di fondi comuni di investimento mobiliare.

1 - Introduzione

Le più recenti Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia hanno richiamato l'attenzione sui problemi di carattere istituzionale e di vigilanza che il processo di innovazione finanziaria pone al sistema italiano. Esse hanno in particolare indicato che, al fine di perseguire la stabilità del sistema finanziario, appare opportuno introdurre forme di controllo prudenziale, pur se attenuate rispetto a quelle che si applicano agli enti creditizi, anche agli intermediari finanziari non bancari 1/.

Nelle pagine che seguono ci si propone di contribuire a un approfondimento di tale problematica, raffrontando la situazione italiana a quella dei principali paesi industrializzati. Emergerà che la desiderabilità di controlli prudenziali sui nuovi intermediari è del tutto coerente con i principi della legge bancaria, che conserva tutta la sua validità come quadro di riferimento normativo dell'ordinamento del settore.

2 - L'innovazione finanziaria negli USA

Nei principali sistemi finanziari esteri il processo di innovazione finanziaria tende a provocare - attraverso la creazione di strumenti, mercati, e intermediari diversi da quelli tradizionali - il ridimensionamento dell'incidenza della quota

delle banche sull'intermediazione totale 2/; il venir meno delle antiche segmentazioni tra le diverse categorie di intermediari e l'alterazione degli equilibri tra i vari comparti; l'accrescimento del grado di concorrenza nei mercati.

Il caso americano può essere considerato esemplare. La disintermediazione delle banche ha interessato entrambi i lati del loro bilancio.

Dal lato del passivo, i nuovi intermediari hanno creato formule originali di collegamento tra risparmio e investimenti che offrono spesso una combinazione di rendimento e di liquidità migliore di quella delle banche, come nel caso dei Money Market Funds o dei Cash Management Accounts della Merrill Lynch (che costituiscono una variante sofisticata dei MMF). Lo straordinario successo di tali formule - i Money Market Funds amministravano a fine 1985 investimenti per circa 250 miliardi di dollari - ha infranto l'antico monopolio delle banche nella produzione di servizi monetari, giacchè tali strumenti sono congegnati in modo tale da costituire per i risparmiatori un eccellente surrogato del deposito bancario.

Dal lato dell'attivo, l'attività degli operatori che sottraggono in vario modo lavoro alle banche ha raggiunto dimensioni imponenti. Una prima categoria di operatori è costituita dalle sussidiarie finanziarie di alcune delle maggiori imprese industriali e delle principali catene di supermercati le quali esercitano il credito al consumo, non essendo questo riservato per legge alle banche. I crediti al consumo posti in essere da questi soggetti raggiungevano nel 1981 un volume più

che doppio rispetto a quelli vantati sul mercato nazionale dalle tre principali bank holding companies.

Una seconda modalità di disintermediazione dal lato dell'attivo è data dal processo di securitization dell'economia, cui hanno dato un contributo decisivo gli investitori istituzionali nonché i fondi comuni mobiliari. Il successo del mercato della carta commerciale ha privato le banche della loro clientela primaria, quella dotata delle maggiori potenzialità e dunque in grado di ottenere la migliore valutazione da parte delle società di rating, peggiorando in generale la qualità degli attivi bancari.

In terzo luogo si sono sviluppate imprese che forniscono particolari servizi di natura creditizia, come il leasing e il factoring.

Le banche tentano di reagire alla concorrenza dei nuovi intermediari innovando a loro volta e ampliando la gamma dei servizi offerti. A questo fine, esse premono per un allentamento dei vincoli istituzionali e dei controlli di vigilanza che limitano la loro capacità di fronteggiare la concorrenza dei nuovi operatori.

La liberalizzazione della remunerazione dei depositi bancari è stata appunto sollecitata dalle banche per eliminare la discriminazione che impediva loro di competere con i Money Market Funds e con le Thrift Institutions ed è stata consentita dalle Autorità monetarie, preoccupate dalla disintermediazione delle banche. Allo stesso modo, allo scopo di reggere la concorrenza dei conglomerati finanziari quali la Merrill Lynch e l'American

Express, le banche americane chiedono ora di poter operare in valori mobiliari anche nel mercato nazionale, ciò che implicherebbe l'abrogazione del Glass-Steagall Act. Tutto ciò sta sottoponendo a tensioni crescenti il quadro normativo e l'assetto istituzionale del sistema finanziario americano 3/.

3 - Forme di innovazione finanziaria in Italia

In Italia l'innovazione finanziaria ha assunto aspetti peculiari.

La disintermediazione delle banche è stata provocata in misura prevalente dalle esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico, piuttosto che da un generale processo di securitization dell'economia; appaiono come innovativi strumenti e intermediari che in altri paesi sono stati da tempo assimilati, come i certificati di deposito e la carta commerciale.

Inoltre, nel nostro paese, i nuovi intermediari sono spesso - ma non sempre - emanazione delle banche. Tale circostanza, se da un lato appare come un modo con il quale le aziende di credito mantengono indirettamente la centralità nell'intermediazione finanziaria, pone dall'altro problemi non trascurabili. Mancando nel nostro paese norme del tipo del Bank Holding Company Act americano - che danno concreta attuazione al principio della separatezza banca/industria e conferiscono alla FED ampi poteri di controllo sulle sussidiarie delle banche - le attività creditizie svolte dalle banche attraverso proprie

sussidiarie sono sottratte ai controlli di vigilanza. Il consolidamento costituisce un'importante integrazione degli strumenti disponibili per la Vigilanza, anche se non risolverà interamente il problema poiché la legge di recente approvata dal Parlamento prevede controlli sulle sussidiarie mirati a verificare la veridicità dei dati comunicati alla capogruppo ai fini del consolidamento, ma non introduce misure di vigilanza prudenziale sulla sussidiaria in quanto tale.

Infine, la coesistenza nei mercati parabancari di società di emanazione bancaria con altri operatori di diversa provenienza pone il problema di una eventuale disciplina uniforme per gli intermediari del settore. Se ci si limitasse infatti a rendere più incisivi, nei limiti in cui ciò sia attualmente possibile, i controlli sulle sussidiarie delle banche, si rischierebbe di introdurre discriminazioni e distorsioni concorrenziali non desiderabili.

Malgrado queste peculiarità, non vi è dubbio che il processo di innovazione finanziaria sta investendo anche il sistema italiano ed è lecito presumere che esso sia destinato a intensificarsi.

4 - Benefici e rischi dell'innovazione finanziaria

L'innovazione finanziaria è stata fatta oggetto di una molteplicità di valutazioni da parte di banchieri centrali, di economisti, di esperti finanziari 4/.

L'innovazione comporta significativi progressi nell'efficienza e nella funzionalità dei mercati finanziari. Essa tende infatti ad ampliare la gamma degli strumenti a disposizione degli operatori e a migliorarne i rendimenti; i costi delle transazioni tendono a decrescere, almeno per gli operatori di maggiore potenzialità; l'esistenza di vasti mercati nei quali si trattano options e futures accresce la capacità degli intermediari di fronteggiare i rischi connessi alla loro attività.

Si riconosce tuttavia che tali benefici non sono esenti da costi. L'innovazione presenta infatti aspetti che potrebbero giocare in senso non favorevole alla stabilità dei singoli intermediari e del sistema nel suo complesso.

L'accresciuta concorrenza prodotta dalla innovazione tende a comprimere i margini di profitto degli intermediari tradizionali e questi reagiscono espandendo aggressivamente il volume della loro attività - ad esempio attraverso operazioni fuori bilancio, swaps, ecc. - ciò che tende ad accrescere la rischiosità delle loro operazioni.

L'innovazione sembra favorire una crescita assai più rapida che nel passato dell'indebitamento delle famiglie, delle imprese non finanziarie e del governo. E non sono del tutto chiare le implicazioni di una crescita dell'indebitamento più rapido dello stesso GNP, come accade da alcuni anni negli USA 5/, posto che il servizio dei debiti dovrebbe, in ultima analisi, scaturire dalla crescita del reddito nazionale.

L'innovazione finanziaria sembra obbedire a un

meccanismo di autoalimentazione. Essa da un lato presuppone l'esistenza di investitori istituzionali, che hanno l'esigenza di amministrare professionalmente imponenti risorse finanziarie, ma viene dall'altro alimentata dall'acceso clima concorrenziale instauratosi tra gli intermediari finanziari. In concreto, non si innova per corrispondere a una preesistente domanda di mercato; si innova piuttosto, da parte delle istituzioni finanziarie, per conquistare spazi sul mercato dell'intermediazione.

Dal punto di vista della vigilanza, la creazione, nei mercati finanziari, di segmenti nei quali operano indifferentemente, in un clima fortemente competitivo, enti creditizi e altri intermediari finanziari, rende più difficile il perseguimento della stabilità del sistema. La complessa rete di rapporti e di transazioni che dà luogo ai mercati finanziari travalica i confini istituzionali tra gli intermediari soggetti a vigilanza e quelli non controllati. Se episodi di instabilità dovessero generarsi nel comparto dei mercati e degli intermediari non controllati, potrebbe risultare difficile isolarne gli effetti, evitando che essi coinvolgano anche gli intermediari tradizionalmente sottoposti a vigilanza.

D'altra parte, l'innovazione finanziaria consiste nella creazione di tecniche operative e di strumenti originali di complessità crescente che richiedono conoscenze e capacità di valutazione non comuni ed espongono gli operatori a rischi difficili da stimare a priori anche per la novità stessa. Le tecniche elaborate in anni recenti non sempre consentono una piena copertura del rischio e le aspettative non sempre si

realizzano nella direzione e nell'intensità previste. Né il tradizionale arsenale della vigilanza - adeguatezza del capitale, frazionamento dei crediti, ecc. - appare sempre sufficiente a tener conto dei rischi connessi alle nuove tecniche operative. Queste, in realtà, porrebbero dei problemi di controllo anche se a impiegarle fossero le sole banche; la circostanza che le stesse tecniche vengano usate anche da intermediari non controllati rende il problema ancora più complesso.

Di fronte a questi aspetti il compito delle banche centrali e degli organi di vigilanza si presenta particolarmente impegnativo. Si tratta infatti di individuare i modi e gli strumenti per consentire di cogliere i benefici che l'innovazione comporta per il sistema finanziario, prevenendo al tempo stesso e controllando i rischi di instabilità che il fenomeno implica. Si comprende dunque perchè, in alcuni dei paesi dove gli intermediari finanziari non bancari non vengono considerati dalla legislazione bancaria, stiano per essere assunte iniziative volte a limitare l'area dell'intermediazione finanziaria che si svolge al di fuori della conoscenza e del controllo di un organo di vigilanza.

5 - Il campo di azione dell'attività di vigilanza

Se si eccettuano alcune correnti di pensiero caratterizzate da un forte contenuto ideologico 6/, la dottrina

economica e la letteratura giuridica sembrano concordi nell'individuare la ragion d'essere della vigilanza nella tutela del risparmio. Tale espressione è tuttavia troppo generica per fornire indicazioni univoche sul concreto raggio d'azione dell'attività di vigilanza e sull'individuazione degli intermediari da sottoporre a controlli prudenziali.

All'interno della vasta gamma degli intermediari finanziari, gli economisti sono soliti distinguere quelli monetari da quelli non monetari, in funzione dell'attitudine dei diversi strumenti finanziari emessi a essere usati come mezzi di pagamento. Poichè solo le banche emettono passività che possono sostituire la moneta legale come mezzo di pagamento, viene tracciata una netta demarcazione tra le banche e gli altri intermediari ai quali non viene riconosciuta la capacità di creare moneta.

In Italia si preferisce spesso adottare un approccio che differisce da quello degli economisti, sia come base concettuale sia come strumenti analitici, ma che tuttavia conduce, almeno sul piano pratico, a risultati non dissimili dal primo. Ci si pone infatti dal punto di vista del risparmiatore, piuttosto che dell'intermediario, e si distingue tra risparmio consapevole e quello inconsapevole. Quest'ultimo viene identificato nel deposito bancario, che fa capo al risparmiatore che affida le proprie disponibilità alle banche, senza essere in grado di conoscerne il grado di liquidità e di solvibilità. Il risparmiatore consapevole viene invece definito come quello che investe in strumenti finanziari che non hanno un valore nominale

predeterminato, perchè esso dipende dagli andamenti di mercato.

Di fatto, se si trascurano le molteplici sfumature che si rinvencono nei diversi ordinamenti, il problema della tutela del risparmio è stato concretamente affrontato seguendo due distinte interpretazioni: l'una restrittiva, l'altra estensiva.

Secondo l'interpretazione restrittiva, sarebbe sufficiente controllare la moneta, ovvero le banche, apprestando sistemi di protezione del depositante, mentre secondo la linea estensiva occorrerebbe controllare sia le banche sia gli altri intermediari finanziari che prestano credito non di esercizio o direttamente, come i nostri istituti di credito speciale, o indirettamente, come nel caso delle investment banks americane o delle merchant banks inglesi. Sottesa all'interpretazione estensiva è l'affermazione che moneta e finanza sono fenomeni strettamente collegati, che non possono essere lasciati a sè stessi a causa dell'interdipendenza dei diversi segmenti del sistema finanziario.

A risultati non dissimili si perviene anche se si segue la distinzione tra risparmio consapevole/inconsapevole. Secondo l'interpretazione restrittiva, il problema centrale sarebbe quello di assicurare la liquidità dei depositi bancari, di prevenire i dissesti, di correggere gli abusi, di gestire le situazioni di crisi. Sarebbe pertanto sufficiente sottoporre a vigilanza le sole banche, lasciando l'attività degli altri intermediari finanziari alla disciplina del mercato.

Secondo l'interpretazione estensiva, invece, la protezione del depositante, pur essendo necessaria, non è

sufficiente, perchè l'esperienza mostra che i meccanismi del mercato finanziario, che si basano sui comportamenti di operatori anche avveduti e consapevoli, non sempre funzionano tempestivamente e a volte funzionano in modo traumatico. Occorre allora assoggettare a vigilanza non solo le banche, ma anche gli altri intermediari finanziari giacchè, a causa dell'instabilità intrinseca dell'industria finanziaria, i rischi di instabilità che possono generarsi nei mercati in cui operano gli operatori consapevoli non sono qualitativamente diversi da quelli che possono prodursi nel settore bancario.

L'interpretazione che per comodità si è chiamata estensiva si fonda sulla consapevolezza che ogni intermediario finanziario è parte di un sistema nel quale ciascun operatore è legato agli altri da un rapporto di reciproca dipendenza. La tutela del risparmio, secondo questa visione, si realizza perseguendo la stabilità e l'efficienza dell'intero sistema finanziario, prevenendo situazioni di difficoltà di singoli operatori che potrebbero rapidamente propagarsi all'intero sistema dell'intermediazione finanziaria e minare la base fiduciaria su cui questa poggia.

6 - Il sistema finanziario e di vigilanza negli USA

La legge bancaria americana del 1933 è un esempio dell'interpretazione restrittiva del problema della tutela del risparmio. Essa separa drasticamente la moneta dalla finanza, vietando ogni commistione tra gli operatori dell'uno e dell'altro

settore e impedendo alle banche commerciali di operare in titoli, sia come underwriters, sia come collocatrici di valori mobiliari presso il pubblico. Da ciò discende l'impossibilità per le banche americane di istituire ad esempio fondi comuni d'investimento.

La soluzione americana sembra essere stata funzione dell'elevato grado di sviluppo del mercato finanziario raggiunto da quel paese già negli anni trenta. Essa reca implicito il principio che mentre le necessità di credito di esercizio delle imprese possono venire soddisfatte attraverso l'indebitamento presso le banche commerciali, le esigenze di finanziamento dello sviluppo dell'impresa debbono essere soddisfatte mediante il collocamento di valori mobiliari sul mercato. Quest'ultimo fine viene agevolato attraverso l'individuazione di intermediari specializzati nel collocamento di titoli: le banche di investimento come underwriters, vale a dire come grossisti, e i brokers/dealers come dettaglianti, a diretto contatto con gli investitori. Il mercato finanziario viene pertanto alimentato, nel caso americano, dai titoli emessi dalle imprese, sia pure con l'intermediazione degli operatori che si è detto, e non già, come è stato sinora nella tradizione italiana, da titoli emessi dagli istituti di credito speciale.

Coerentemente con tale impostazione, l'ordinamento americano assoggetta a una vigilanza mirata all'intermediario solo le banche commerciali e rafforza la tutela del depositante mediante l'assicurazione dei depositi.

Per gli operatori in titoli -investment banks, brokers/dealers, fondi comuni - non viene invece prevista una

vigilanza sull'intermediario, ma solo una disciplina dei mercati finanziari, esterna per così dire agli operatori, che trova attuazione attraverso la SEC e i suoi controlli sulle operazioni di emissione, di distribuzione e di collocamento di valori mobiliari. La diversa configurazione delle norme rivolte ai due grandi gruppi di intermediari è coerente con l'ipotesi che l'investitore in valori mobiliari è un risparmiatore consapevole, capace di compiere le proprie scelte e di correre i relativi rischi. Sarebbe dunque sufficiente mettere a disposizione di quest'ultimo, attraverso i prospetti, un adeguato volume di informazioni affinché egli possa valutare correttamente i rischi connessi alle varie forme di investimento.

7 - Le leggi bancarie nei principali paesi europei

Gli ordinamenti dei principali paesi dell'Europa continentale si differenziano nettamente, in generale, dal modello americano e si prestano a essere interpretati quali esempi dell'interpretazione estensiva al problema della tutela del risparmio.

Dal punto di vista che qui interessa, la principale differenza consiste nel fatto che le leggi bancarie di quei paesi non solo ignorano la drastica distinzione americana tra banche da un lato e operatori in valori mobiliari dall'altro, ma sottopongono a una vigilanza mirata all'operatore entrambe le categorie di intermediari.

In Francia, ad esempio, la legge bancaria, dopo aver definito "operazioni bancarie" quelle di raccolta del risparmio tra il pubblico e di erogazione del credito, qualifica come enti creditizi - assoggettandoli a vigilanza - oltre alle banche e alle casse di risparmio, anche gli altri intermediari finanziari. Tra le operazioni effettuabili dagli enti creditizi, la legge francese include quelle di "investimento, intermediazione e gestione di valori mobiliari e di qualsiasi altro prodotto finanziario"; quelle di consulenza e gestione di patrimoni; la prestazione di servizi finanziari destinati allo sviluppo delle imprese; nonché il leasing e il factoring.

Sono inoltre parzialmente soggette a vigilanza, anche quando non abbiano la qualifica di ente creditizio, le società finanziarie di partecipazione.

Nella Repubblica Federale Tedesca la legge bancaria non richiede, ai fini dell'individuazione degli enti creditizi, la connessione tra raccolta del risparmio ed erogazione del credito. Per la legge tedesca sono "istituti di credito" quelli che effettuano, al di sopra di determinate soglie dimensionali, operazioni bancarie, le quali comprendono: la raccolta di depositi; le operazioni di credito; le operazioni su titoli per conto di terzi; l'underwriting e il collocamento di valori mobiliari, e altre.

Il caso dell'Inghilterra è di grande interesse giacché sembra costituire un esempio di un sistema che si evolve dal modello americano in direzione degli orientamenti prevalenti nell'Europa continentale.

La legge bancaria del 1979 si limita infatti a sottoporre a vigilanza, sia pure con diverse sfumature delle quali peraltro è stata proposta l'eliminazione, le banche e le altre istituzioni che raccolgono depositi. L'approccio sembra dunque coerente con l'interpretazione restrittiva della tutela del risparmio.

Senonchè, dopo un ampio dibattito pubblico, è stato di recente predisposto un disegno di legge che dovrebbe dettare una disciplina generale dell'intermediazione finanziaria, a tutela dell'investitore, sottoponendo a preventiva autorizzazione e alla vigilanza di un organismo ad hoc - che peraltro non coincide con l'organo di vigilanza bancaria - chiunque intenda svolgere attività comunque connesse ai valori mobiliari. I controlli previsti sono mirati all'intermediario - qualificazione professionale, onorabilità, adeguatezza del capitale, organizzazione, ecc. - piuttosto che alle operazioni, come nel caso della SEC (o della Consob). E' inoltre prevista l'istituzione di un fondo di garanzia degli investitori finanziato con i contributi dei soggetti vigilati 7/. Questo fondo rappresenta lo strumento mediante il quale si assicura, entro determinati limiti, il soddisfacimento dei diritti degli investitori in valori mobiliari, in caso di insolvenza dell'intermediario. Viene dunque applicata agli investitori una logica non dissimile da quella a cui si ispira l'assicurazione dei depositi.

Il disegno di legge in questione si inserisce nella revisione generale dell'articolazione e dei meccanismi del

mercato finanziario inglese, il cui obiettivo primario è quello di conservare al mercato di Londra un posto di rilievo tra le principali piazze finanziarie internazionali. E' significativo che all'ampliamento degli operatori e alla revisione della relativa disciplina faccia riscontro l'affermazione dell'esigenza di sottoporre a controllo prudenziale tutti gli operatori del settore.

8 - La legge bancaria italiana

In Italia, la legge bancaria sottopone a vigilanza sia le aziende di credito che gli istituti di credito speciale. L'inclusione di questi ultimi tra i soggetti vigilati, malgrado le profonde differenze tra il deposito bancario e gli strumenti con i quali gli istituti si finanziano, si giustifica con il fatto che anche le obbligazioni hanno un valore nominale determinato o determinabile, sia pure esigibile a scadenza. Il sistema creditizio italiano è dunque composto dagli intermediari finanziari che hanno, tipicamente, all'attivo prestiti e al passivo "fondi rimborsabili", secondo la locuzione impiegata dalla Direttiva CEE 780/77.

L'ispirazione originaria della legislazione bancaria italiana è del tutto coerente con gli orientamenti di fondo degli ordinamenti francese e tedesco.

Essa infatti non vieta alle banche di operare in titoli, tanto come underwriters, quanto come collocatrici presso

gli investitori. Queste facoltà vengono anzi espressamente disciplinate dalla legge, che attribuisce all'organo di vigilanza specifici poteri autorizzativi. Inoltre, essa assoggetta a una vigilanza mirata all'intermediario sia le banche, sia gli istituti speciali di credito. Essa consentiva in origine di estendere i controlli della banca centrale sulla totalità dell'intermediazione finanziaria e sull'insieme dei canali di raccolta del risparmio all'epoca esistenti nel nostro paese: depositi, valori mobiliari, borsa valori.

Le banche italiane in possesso delle conoscenze e delle potenzialità necessarie per agire come underwriter sono dunque in grado di convogliare a favore di una stessa impresa sia il denaro dei depositanti, sia quello degli investitori propri clienti. Nel primo caso la banca assume una posizione di rischio che viene iscritta nel proprio bilancio, sulla quale percepisce un interesse; nel secondo caso, essa assume l'impegno, iscritto "fuori bilancio", di trovare collocamento ai valori mobiliari emessi dall'impresa, operazione per la quale essa percepisce una commissione. Coesistono pertanto in quelle banche due distinte figure di intermediario: quella della banca di deposito (o commerciale, nella terminologia americana) e quella della investment bank. Una stima corretta delle risorse finanziarie mobilitate dalla banca dovrebbe dunque tener conto sia dei crediti assunti direttamente, sia dei valori mobiliari che essa si è impegnata a collocare.

Ma gli investitori che acquistano valori mobiliari non necessariamente dispongono di informazioni esaurienti per

formarsi una propria valutazione sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa emittente. Essi si basano piuttosto sulla fiducia che ripongono nell'intermediario che offre i titoli sul mercato, quasi che questi rappresentassero passività dell'intermediario stesso. Ciò rischia di porre gli investitori in una posizione che presenta qualche analogia con quella dei depositanti, anche a voler ignorare l'ampia area di sovrapposizione che di fatto si determina tra le due categorie, e indebolisce seriamente la distinzione tra il risparmio consapevole e quello inconsapevole.

9 - Complementarità fra i controlli orientati al mercato e quelli rivolti agli intermediari

L'orientamento onnicomprensivo della nostra legge bancaria non viene intaccato dall'istituzione della CONSOB. Non vi è un rapporto di sostituzione tra i controlli orientati al mercato affidati alla Commissione e quelli orientati all'intermediario, svolti dalla Banca d'Italia. Vi è anzi un rapporto di complementarità tra l'attività dei due organismi.

In generale, i controlli sull'attività dei soggetti che operano nel mercato finanziario possono essere classificati in due distinti tipi. Il primo è quello dei controlli sulle operazioni di emissione o di collocamento di valori mobiliari per le quali, nei diversi ordinamenti, vengono imposti determinati obblighi di informazione sulle condizioni e sui termini

dell'operazione. Organismi specificamente designati, quali la SEC o la CONSOB, verificano l'osservanza degli standard informativi previsti dalla legge da parte di tutti i soggetti che pongono in essere le operazioni contemplate, quale che sia la loro attività e indipendentemente dalla loro appartenenza al novero degli intermediari finanziari.

La seconda categoria è invece costituita dai controlli cosiddetti prudenziali. Questi si differenziano dai primi per il fatto di: a) essere applicabili solo a particolari gruppi di operatori costituiti da una o più categorie di intermediari finanziari; b) essere orientati all'intermediario, piuttosto che alle operazioni; e c) essere sistematici, cioè di svolgersi nel continuo avendo riguardo alla situazione complessiva dell'intermediario, piuttosto che attivarsi quando l'emittente sollecita il pubblico risparmio. Oggetto di questo tipo di controlli è dunque l'attività di intermediazione come tale e la verifica dell'osservanza delle regole di comportamento, dei divieti e dei vincoli stabiliti direttamente dalla legge ovvero dall'organo di Vigilanza, nell'ambito dei poteri demandatigli dalla legislazione. I controlli prudenziali possono venire modulati, quanto a intensità, a seconda del tipo di intermediario a cui vengono rivolti; ma non per questo perdono la loro natura e le loro caratteristiche.

Non vi è dunque coincidenza nè di scopo, nè di raggio d'azione tra i due tipi di controlli.

10 - Recenti interventi legislativi

La produzione legislativa degli anni ottanta ha introdotto alcune importanti qualificazioni alle forme di controllo sugli intermediari finanziari non monetari.

La legge 23/81 ha ricondotto l'insieme degli istituti di credito speciale all'interno di un quadro normativo omogeneo, rendendo applicabili a tali istituti numerose disposizioni della legge bancaria, con esclusione tuttavia, per quanto concerne la loro attività di impiego, degli articoli 32, 33 e 35 della legge stessa. La legge 23 peraltro demanda alla Banca d'Italia il compito di dettare una disciplina specifica per limitare la concentrazione dei rischi.

A sua volta la legge istitutiva dei fondi comuni assoggetta questi intermediari a un duplice ordine di controlli: quelli rivolti al mercato (prospetti, trasparenza, ecc.) vengono esercitati dalla CONSOB, mentre quelli orientati all'intermediario vengono affidati alla Banca d'Italia, anche se i poteri di questa sono circoscritti dalla griglia di limiti e di divieti sanciti dalla stessa legge e sono finalizzati ad assicurare la correttezza della gestione e il frazionamento degli investimenti piuttosto che a un controllo di merito.

Sembra dunque emergere, dalla più recente legislazione, una linea a suo modo coerente, dettata per gli intermediari finanziari non monetari, secondo la quale da un lato essi vanno sottoposti a forme di vigilanza prudenziale e dall'altro tale

attività va esplicata con modalità attenuate rispetto a quelle previste per le banche.

11 - L'ampliamento dei servizi offerti dalle banche

Nel corso dell'ultimo decennio il sistema finanziario italiano ha subito profonde modificazioni e importanti arricchimenti che gli hanno fatto perdere buona parte dei caratteri tradizionali di un sistema poco sviluppato, relativamente povero di strumenti e di intermediari.

Le banche, hanno preso a diversificare la loro attività creditizia offrendo nuovi servizi quali le gestioni di patrimoni mobiliari, che a fine 1985 si stima amministrassero quasi 30 mila miliardi, e costituendo una rete di sussidiarie alle quali viene affidato il lavoro "parabancario". In particolare, il volume di finanziamenti posto in essere dalle sussidiarie di leasing e di factoring, delle quali non sempre si sa abbastanza, viene stimato in circa 20.000 miliardi.

Ciò costituisce un'anomalia sia nei confronti del carattere onnicomprensivo della nostra legislazione bancaria, sia rispetto all'esperienza di alcuni dei principali paesi industrializzati. Nel Regno Unito le attività di leasing e di factoring vengono svolte in prevalenza dalle cosiddette finance houses le quali rientrano nella nozione di banca secondo la legge di quel paese e sono dunque soggette alla vigilanza della Banca d'Inghilterra. In Francia, il leasing è stato ricompreso dalla

legge fra le attività creditizie riservate alle banche. Negli Stati Uniti, il sistema relativo alle attività parabancarie è simile alla situazione italiana, nel senso che esse possono essere svolte da enti non bancari così come da sussidiarie delle banche. In compenso, come si è visto, il Bank Holding Company Act assicura alla FED ampi poteri di controllo sulle sussidiarie costituite dalle banche.

12 - Nuovi intermediari finanziari

Di non minore rilievo gli sviluppi occorsi nel campo degli intermediari che operano in valori mobiliari. Si sono affermati in anni recenti nuovi intermediari specializzati i quali, richiamandosi a volte esplicitamente ai moduli delle merchant banks, offrono una vasta gamma di servizi finanziari senza tuttavia ricadere nel novero degli enti creditizi perchè non raccolgono risparmio tra il pubblico nelle forme e nei volumi riservati alle banche o agli istituti di credito speciale.

Malgrado la limitatezza del capitale sociale di cui di norma dispongono, tali intermediari si dimostrano capaci di gestire operazioni di grande rilievo. Essi partecipano attivamente, a volte in qualità di capofila, a consorzi di collocamento e garanzia; prestano assistenza alle imprese per accedere alla quotazione di Borsa nonchè per l'acquisizione e la cessione di aziende e di pacchetti azionari.

Attraverso l'istituzione di fondi comuni di

investimento mobiliare e la possibile costituzione di aziende di credito ordinario, ai sensi della Direttiva comunitaria di recente recepita nel nostro ordinamento, gli intermediari finanziari in questione potrebbero dar vita a conglomerati che coprirebbero un campo di attività altrettanto ampio, sotto il profilo qualitativo, di quello della Merrill Lynch.

Un'altra manifestazione del fenomeno è costituita dal proliferare di soggetti - società finanziarie, fiduciarie, ecc. - che raccolgono risparmio tra il pubblico nella forma delle c.d. gestioni fiduciarie o gestioni di valori mobiliari, che secondo alcune stime amministrerebbero nel complesso investimenti per 30 mila miliardi, al di fuori di un'adeguata disciplina e dei necessari controlli.

Sono state inoltre poste in essere nuove tecniche di collocamento di valori mobiliari che, attraverso il c.d. porta a porta sottraggono lavoro alla rete capillare degli sportelli bancari. L'attività di tali organismi - comprendente a volte fondi comuni italiani e lussemburghesi, gestioni di patrimoni, assicurazioni, leasing, factoring e servizi vari - ha ormai raggiunto dimensioni comparabili a quelle di una banca classificata tra le grandi aziende del sistema.

Anche questi sviluppi costituiscono per molti versi un'anomalia. L'intermediazione finanziaria che si esprime nella sottoscrizione, nel collocamento e nella gestione di valori mobiliari non è preclusa alle banche di deposito, come nella soluzione americana, ma non è, di fatto, nemmeno più riservata alle banche, come accade invece nei principali paesi europei. Il

sistema italiano rischia di evolversi verso una soluzione mediana, al di fuori di un disegno complessivo deliberato.

13 - Il ruolo degli istituti di credito speciale

Gli stessi istituti di credito mobiliare sembrano destinati a dover ripensare, in qualche misura, il loro ruolo nell'ambito del sistema finanziario. Essi stanno infatti vivendo una fase caratterizzata dal rallentamento degli investimenti fissi privati; dal risanamento della situazione del settore produttivo; dall'ampliamento dei canali di finanziamento delle imprese. L'auspicabile ripresa degli investimenti non necessariamente rappresenterebbe per gli istituti un puro e semplice ritorno al passato: le imprese potrebbero attingere, almeno in parte, all'autofinanziamento e alle maggiori possibilità di accesso diretto al mercato dei capitali. Gli istituti sono quindi chiamati a misurarsi in un sistema non più così povero di intermediari e di strumenti come è stato a lungo quello italiano.

L'intuizione di dar vita nel nostro paese a organismi che esercitano il merchant banking, al fine di promuovere una più equilibrata situazione finanziaria delle imprese e lo sviluppo del mercato azionario, potrebbe in prospettiva condurre a un ridimensionamento del ruolo degli istituti mobiliari ovvero a un'evoluzione della loro attività verso schemi meno dissimili

da quelli delle investment banks. Essi potrebbero cioè agire come semplici underwriters nei confronti dei titoli emessi da imprese che posseggono i requisiti e le potenzialità per accedere alla quotazione di Borsa, mentre potrebbero seguitare a fornire direttamente credito alle imprese che non hanno quei requisiti, finanziandosi emettendo proprie obbligazioni. Ma sarebbe allora impensabile che le merchant banks italiane non venissero assoggettate a una qualche forma di vigilanza prudenziale.

14 - Esigenze di controllo dei nuovi operatori

L'opportunità di recuperare il pieno controllo dei mercati creditizi e mobiliari italiani non deriva da un'astratta esigenza di coerenza con il disegno originario della nostra legge bancaria. Essa deriva piuttosto dalla consapevolezza della crescente difficoltà di assicurare la tutela del risparmio, nelle sue molteplici forme, in un contesto nel quale si va ampliando l'area dell'intermediazione finanziaria coperta da operatori che non rientrano nel novero dei soggetti vigilati.

Il problema cruciale consiste nell'individuare i soggetti la cui attività assume rilevanza ai fini della stabilità e dell'ordinato funzionamento del sistema finanziario. Alla luce delle formule innovative di mobilitazione del risparmio, nonché delle possibilità offerte dalla tecnologia del trattamento e della trasmissione di dati, il criterio tradizionale di

sottoporre a vigilanza prudenziale solo gli enti creditizi, definiti come quelli che, congiuntamente, raccolgono il risparmio ed erogano il credito, sebbene un tempo idoneo a coprire l'intero sistema finanziario, ha oggi un raggio di azione troppo limitato.

L'opinione secondo la quale vanno assoggettati a vigilanza prudenziale solo gli operatori che raccolgono risparmio tra il pubblico, sembra fondarsi sul duplice assunto: a) che si possano nettamente distinguere i diversi tipi di intermediari e i servizi da essi prodotti, in modo che non si determinino sovrapposizioni: e b) che la raccolta del risparmio costituisca il tratto saliente che contraddistingue le banche dagli altri intermediari finanziari.

Ma l'innovazione finanziaria sembra inficiare la validità dell'approccio dicotomico: intermediari monetari/non monetari. Essa infatti accentua la sostituibilità tra i diversi strumenti finanziari e attenua la differenza tra questi e la moneta. La raccolta di risparmio in forme del tutto assimilabili a quelle del deposito bancario e la gestione del sistema dei pagamenti hanno cessato di essere un monopolio delle banche, almeno nei paesi nei quali l'innovazione si è manifestata con maggiore intensità. D'altra parte, anche se ci si pone dal punto di vista del risparmiatore, il grado di consapevolezza attribuibile al titolare di un Cash Management Account o al possessore di quote di un Money Market Fund non è qualitativamente diverso, per il modo nel quale quegli strumenti sono stati in concreto congegnati, da quello del depositante. In definitiva l'approccio tassonomico impiegato da Goldsmith negli

anni sessanta darebbe oggi risultati assai meno nitidi di quelli ai quali quell'autore pervenne 8/.

Al tempo stesso, la riflessione teorica recente è orientata a ritenere che ciò che rende "speciali" le banche e che giustifica la loro sottoposizione a controlli prudenziali non è tanto la raccolta del risparmio tra il pubblico quanto piuttosto la natura dei loro attivi. Questi sono tipicamente costituiti da crediti per i quali non esiste un mercato secondario; non vi è un sistema di prezzi che ne determini il valore; non vi è modo di trasformarli in valori mobiliari negoziabili sul mercato. Gli impieghi bancari sono infatti basati sul rapporto personale tra il banchiere e il debitore; su un complesso di informazioni delle quali il mercato non dispone; sulla capacità di giudizio dei soggetti coinvolti in un rapporto fiduciario bilaterale. E' dunque al lato dell'attivo che occorre rivolgere l'attenzione per cogliere la specificità degli enti creditizi 9/. Ed è appunto dal lato dell'attivo che si incontrano le maggiori difficoltà nel distinguere i diversi intermediari e nel tracciare una linea di demarcazione tra quelli che vanno sottoposti a vigilanza prudenziale dagli altri.

Si considerino ad esempio le società di leasing e di factoring. Non vi è dubbio che la loro attività ha natura creditizia; che i loro crediti hanno un elevato grado di sostituibilità con i prestiti bancari; che esse operano dunque negli stessi mercati in cui operano le banche, traendo da queste il grosso delle risorse impiegate per finanziare la propria attività. Il caso delle società che operano nell'underwriting e

nel collocamento di valori mobiliari - secondo i moduli delle merchant banks inglesi o delle investment banks americane - è più sfuggente perchè, per il tipo di intermediazione che svolgono, i loro crediti non assumono la forma di prestiti diretti. E' certo tuttavia che esse mobilitano risorse finanziarie ben più ampie del proprio patrimonio, convogliando verso le imprese il risparmio degli investitori, i quali compiono le proprie scelte facendo spesso riferimento più alla serietà e alla reputazione dell'intermediario che alla situazione economica e finanziaria delle imprese emittenti.

La connessione tra raccolta di risparmio ed esercizio del credito potrebbe seguire a costituire il cuore della nozione di ente creditizio, nozione che individua una categoria di intermediari ritenuti meritevoli di controlli specifici. Ma accanto ad essa potrebbero prevedersi, sulla scorta dell'esperienza francese e tedesca, operazioni creditizie e finanziarie il cui svolgimento fa assumere a chi le compie caratteri rilevanti agli occhi dell'organo preposto alla tutela della stabilità del sistema finanziario.

15 - Possibilità di intervento

In riferimento ai problemi che si pongono concretamente nel nostro paese, si possono individuare due distinte esigenze: una conoscitiva, l'altra normativa.

La prima trae origine dalla necessità di mettere a

disposizione non solo della banca centrale, ma anche degli intermediari, un flusso sistematico di informazioni concernenti le nuove forme nelle quali si sviluppa l'intermediazione finanziaria. Stante l'attuale quadro normativo, ciò potrebbe realizzarsi promuovendo iniziative di tipo volontaristico - alle quali potrebbero partecipare la Banca d'Italia, l'ABI e le altre associazioni di categoria - secondo le linee già tracciate dalla Centrale dei bilanci. Gli operatori verrebbero invitati a comunicare i dati più significativi della loro attività, ricevendo in cambio un flusso di ritorno di informazioni a livello di sistema.

L'esigenza normativa è ovviamente più delicata, ma non implica che si debbano porre in discussione le fondamenta della legislazione bancaria. La legge 77, ha già dimostrato come sia possibile sollecitare e guidare il processo di arricchimento delle strutture finanziarie italiane mediante interventi legislativi che si innestano sul nucleo centrale della legge bancaria e disciplinano in modo coerente fenomeni e aspetti dell'intermediazione che non esistevano all'epoca in cui la legge venne concepita. Si potrebbe procedere con l'adozione di provvedimenti legislativi che seguano il paradigma della legge 77, stabilendo forme di controllo prudenziale, anche se attenuate rispetto a quelle che si applicano alle banche, su tutti gli operatori che svolgono attività creditizia ovvero intermediazione in valori mobiliari. Essi potrebbero prevedere: a) un controllo all'entrata sotto forma di autorizzazione preventiva fondata sulla sussistenza di requisiti obiettivi: onorabilità e

professionalità degli amministratori; capitale minimo; b) norme che limitino l'insorgere di situazioni di conflitto di interesse; c) una vigilanza prudenziale sull'operatore (frazionamento del rischio, ecc.); d) poteri di gestione delle crisi (amministrazione straordinaria e liquidazione); e) obblighi di informazione al mercato.

NOTE

1/ Banca d'Italia Relazione Annuale 1984, p. 298 e Relazione Annuale 1985 p. 27-28 delle Bozze di stampa

2/ L'innovazione può essere considerata come un'accelerazione delle tendenze a suo tempo osservate da Goldsmith, secondo il quale le strutture finanziarie dei paesi industrializzati sono caratterizzate: dalla proliferazione nel numero e nella varietà degli intermediari finanziari; dall'elevato valore del rapporto tra attività finanziaria e reddito; dalla progressiva riduzione, all'interno delle attività finanziarie, di quelle emesse dalle banche, in favore degli intermediari non bancari. Cfr. GOLDSMITH, R. W. Financial Structure and Development, New Haven, Yale University Press, 1969.

3/ Cfr. ROSENBLUM, H. e SIEGEL, D. Competition in financial Services: The Impact of Nonbank Entry, "Federal Reserve Bank of Chicago", Staff Study 83-1; PIERCE, J. L. Financial Reform in the United States and the Financial System of the Future, Second Conference of the Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo, May 1985; WOJNILOWER, A. Financial Innovation in the U.S.A. A banker's View, First Boston Corporation, October 1985.

4/ CIAMPI, C. A. La politica creditizia e l'innovazione finanziaria, Banca d'Italia, Documenti, n.151, luglio 1985; DINI, L. L'innovazione finanziaria, i mercati internazionali e la gestione della politica monetaria, Banca d'Italia, Documenti, n.166, aprile 1986; Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, April 1986.

5/ Cfr. CORRIGAN, E. G. Public and Private Debt Accumulation: A Perspective, in "Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Bulletin," Autumn 1985, pag.1-5; KAUFMAN, H. Dangers in the Rapid Growth of Debt, Salomon Brothers Inc., January 1985; VOLKER, P. A. Dichiarazione resa al Sottocomitato per le telecomunicazioni, la protezione del consumatore e la finanza della Camera dei Rappresentanti, 23 aprile 1986

6/ Cfr ad esempio, BENSTON, G. Federal Regulation of Banking: Analysis and Policy Recommendations, "Journal of Bank Research," Winter 1983, pp. 216-244.

7/ Cfr. Securities and Investment Board, Regulation of Investment Business. The New Framework.

8/ Cfr. GOLDSMITH, R. W. op. cit., Tav 1-2, p. 15

9/ Per una sintesi della riflessione teorica sul problema della specificità delle banche cfr. GOODHART, C. Why Do We Need a Central Bank?, in "Banca d'Italia, Temi di discussione", n.57, gennaio 1986; GIANNINI, C. Innovazione finanziaria e teoria dell'intermediazione: una rassegna della letteratura (di imminente pubblicazione). L'ampia bibliografia citata da Giannini dà conto della complessità del problema e delle diverse linee di pensiero che si sono andate sviluppando in anni recenti. Non manca chi ritiene che la specificità delle banche rispetto agli altri intermediari consiste semplicemente nel fatto che le prime sono sottoposte a vincoli e controlli. Di qui l'opportunità di accrescere l'efficienza dell'economia rimuovendo i controlli. Cfr. JAO, Y. C. A Libertarian Approach to Monetary Theory and Policy in "University of Hong Kong Discussion Papers", n. 23, Nov. 1983.

INDICE

1 - Introduzione	p 5
2 - L'innovazione finanziaria negli USA	" 5
3 - Forme di innovazione finanziaria in Italia	" 8
4 - Benefici e rischi dell'innovazione finanziaria	" 9
5 - Il campo di azione dell'attività di vigilanza	" 12
6 - Il sistema finanziario e di vigilanza negli USA	" 15
7 - Le leggi bancarie nei principali paesi europei	" 17
8 - La legge bancaria italiana	" 20
9 - Complementarità fra i controlli orientati al mercato e quelli rivolti agli intermediari	" 22
10 - Recenti interventi legislativi	" 24
11 - L'ampliamento dei servizi offerti dalle banche	" 25
12 - Nuovi intermediari finanziari	" 26
13 - Il ruolo degli istituti di credito speciale	" 28
14 - Esigenze di controllo dei nuovi operatori	" 29
15 - Possibilità di intervento	" 32

ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (*)

- n. 56 — *Two pieces on current policy issues:*
- *Appraising the American fiscal stance*
- *Uncertainties over the economic recovery of the United States*,
by E. S. PHELPS (novembre 1985).
- n. 57 — *Why do we need a Central Bank?*, by C. GOODHART (gennaio 1986).
- n. 58 — *La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e il tasso di cambio del dollaro: recente evoluzione e analisi delle principali implicazioni*, di L. BINI SMAGHI (gennaio 1986)
- n. 59 — *Struttura tributaria e struttura economica: il prelievo sulle imprese*, di A. DI MAJO (febbraio 1986).
- n. 60 — *Struttura e prospettive di sviluppo del sistema italiano dei pagamenti*, di D. QUALEATTI (febbraio 1986).
- n. 61 — *Per un risanamento della finanza pubblica in Italia: quattro argomentazioni*, di R.S. MASERA (marzo 1986).
- n. 62 — *Problemi e politiche dell'innovazione tecnologica nell'industria italiana*, di S. CHIRI (marzo 1986).
- n. 63 — *The effectiveness of macropolicies in small open-economy dynamic aggregative models*, by E. S. PHELPS (maggio 1986).
- n. 64 — *Financial innovation in Italy: a lopsided process*, by C. CARANZA - C. COTTARELLI (maggio 1986).
- n. 65 — *An increasing role for the ECU: a character in search of a script*, by R. S. MASERA (giugno 1986).
- n. 66 — *Venti anni di margini bancari*, di M. ONADO (luglio 1986).
- n. 67 — *On the problem of aggregation in econometrics*, by M. H. PESARAN, R. G. PIERSE and M. S. KUMAR (luglio 1986).
- n. 68 — *L'assicurazione nell'attività bancaria: il trasferimento del rischio per la copertura delle operazioni finanziarie*, di G. SZEGÖ (luglio 1986).

(*) I «Temi» possono essere richiesti alla Biblioteca del Servizio Studi della Banca d'Italia.

