

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Innovazione finanziaria e attività di merchant banking**

**di Francesco Capriglione**

**Numero 85 - Marzo 1987**



**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Innovazione finanziaria e attività di merchant banking**

**di Francesco Capriglione**

**Numero 85 - Marzo 1987**

*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: *IGNAZIO ANGELONI, FRANCO COTULA, IGNAZIO VISCO, STEFANO VONA;  
MARIA ANTONIETTA ORIO (segretaria).*

## SOMMARIO

In questo studio il fenomeno dell'innovazione finanziaria viene esaminato con particolare riguardo al problema del rapporto banca-industria e all'attuazione in Italia di un'attività di merchant banking. L'analisi tiene conto anche della recente delibera del CICR con cui tale attività è stata disciplinata.

## INDICE

1. Premessa .....	pag. 5
2. Il rapporto banca-industria nella problematica del finanziamento del sistema produttivo .....	pag. 8
3. L'attività di merchant-banking: profili tecnici e problematica giuridica .....	pag. 17
4. Regolamentazione in via amministrativa dell'attività di merchant banking .....	pag. 23
5. Conclusioni .....	pag. 29



1. Premessa (\*).

Le profonde trasformazioni verificatesi nel sistema finanziario italiano negli anni recenti evidenziano, sotto un profilo tecnico, la tendenza all'ammodernamento delle strutture di mercato e, dunque, ad una diversa caratterizzazione di questo ad opera di una più ricca offerta di strumenti d'investimento del risparmio alternativi al deposito bancario. In un'angolazione istituzionale, la creazione di nuovi prodotti e nuovi intermediari finanziari, con la problematica della loro qualificazione giuridica, comporta l'esame dell'incidenza di tale realtà sui caratteri del vigente sistema normativo; potrebbero venire in discussione i cardini dell'ordinamento creditizio e la stessa validità della legge bancaria in una logica che riporta il necessario adeguamento delle forme di controllo pubblico esperibili in materia alla riconsiderazione delle modalità di regola-

---

(\*) Si riproduce con integrazioni e modifiche il testo della relazione svolta alla tavola rotonda su "Innovazione finanziaria, merchant banking e sviluppo industriale", organizzata dal Banco di Sardegna e dall'Università di Sassari (giugno 1986), i cui Atti sono in corso di pubblicazione.

L'Autore è grato al dr. Cesare Caranza per le utili discussioni avute su taluni aspetti, prevalentemente economici, del presente lavoro e a un anonimo referee per i commenti ricevuti su una prima stesura del testo.

mentazione del fenomeno finanziario nel suo complesso (1).

L'aspetto più rilevante, sia qualitativamente che quantitativamente, del cennato processo di trasformazione è rappresentato dallo sviluppo del mercato mobiliare e, in particolare, di quello azionario. Il superamento della situazione di crisi delle imprese produttive (verificatasi negli anni '70), con l'incremento dei profitti delle società e le aspettative di redditività delle medesime, è a base dell'interesse dei risparmiatori verso forme di partecipazione diretta negli investimenti, donde il venir meno dell'iperintermediazione creditizia. Del resto già negli anni precedenti il ridursi delle possibilità di autofinanziamento delle imprese aveva determinato una sorta di

---

(1) Per un'analisi giuridica di tale problematica e, quindi, delle posizioni emerse nel dibattito sulle recenti trasformazioni del sistema finanziario italiano cfr., da ultimo, Sangior-  
gio-Capriglione, La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici, in "Quaderni di ricerca giuridica" della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 7 (giugno 1986). Una puntuale disamina tecnica della stessa è offerta da Ciampi, Indagine conoscitiva sulla evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, Audizione alla Camera dei Deputati (VI Commissione, Finanze e Tesoro) del 28 novembre 1986, in "Documenti" della Banca d'Italia n. 182.

dipendenza di queste dalle banche (2).

Al desiderio delle famiglie di diversificare la destinazione del proprio risparmio fanno riscontro nuovi veicoli d'investimento tra i quali rilevano soprattutto i "fondi comuni d'investimento" e le "gestioni patrimoniali". Fondamentale è la presenza delle banche nella prestazione di siffatti servizi d'intermediazione; analogamente esse intervengono, attraverso società collegate specializzate nel leasing e nel factoring, nella predisposizione di strumenti operativi che le moderne tecniche rendono ora attuabili (3). Si individua la formazione di

---

(2) Tale fenomenologia, che è a base del processo di innovazione finanziaria degli ultimi anni, è stata ampiamente approfondita dalla dottrina, tra gli altri, cfr. Costi, Le istituzioni finanziarie degli anni ottanta, Bologna 1984; per una puntualizzazione dei relativi aspetti economici si rinvia alla Relazione della Commissione Monti-Cesarini-Scognamiglio (istituita dal Ministro del Tesoro), Roma Istituto Poligrafico Italiano, 1982, ove sono colte le principali linee di tendenza di lungo periodo del mercato finanziario italiano. Un raffronto tra i caratteri fondamentali del nostro sistema e quelli dei principali paesi esteri - e, quindi, una rassegna delle particolari forme assunte dall'innovazione finanziaria in Italia - è stato fatto da Conigliani, L'innovazione finanziaria in Italia. Problemi di inquadramento e di vigilanza, in "Temi di discussione" del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 69 (luglio 1986).

(3) Un'attenta riflessione sull'area del c.d. parabancario si è avuta di recente ad opera di Fazio, Controllo dell'attività bancaria e dell'intermediazione finanziaria (Relazione alla Commissione di studio coordinata dall'on. Fracanzani sugli eventuali aggiornamenti dell'ordinamento creditizio, Roma, settembre 1986), in "Documenti" della Banca d'Italia, n. 172, indagine che valuta i diversi soggetti operanti nel mercato finanziario e la loro attività nella prospettiva delle forme di controllo pubblico esperibili in materia.

una "nuova cultura" nella ricerca della via finanziaria allo sviluppo; essa tiene conto della capacità professionale degli intermediari e della idoneità di questi ad esprimere valutazioni selettive delle iniziative cui far confluire, sotto forma di capitale di rischio, le disponibilità destinate agli impieghi (4).

2. Il rapporto banca-industria nella problematica del finanziamento del sistema produttivo.

L'incremento di attività finanziaria svolta da soggetti non bancari pone, in primo luogo, il problema della ricerca, all'interno del mercato, di una situazione di maggiore equiparazione tra gli intermediari. Da qui l'opportunità di ricondurre la qualificazione dell'operatività del c.d. parabancario in un ambito più strettamente creditizio; e ciò non solo nell'intento di realizzare, sul piano normativo, un maggior avvicinamento

---

(4) Alla esigenza di un mutamento della "cultura finanziaria" del paese fa riferimento Onado, Fra cultura e impresa, in "Mondo Economico" del 20 marzo 1984, allorché individua nella nuova, più agile, operatività degli intermediari e nell'affinamento della relativa capacità professionale il presupposto per un rinnovamento dei meccanismi di finanziamento delle imprese.

della nostra legislazione a quella di altri paesi C.E.E. (5), ma anche allo scopo di tener conto che la nuova strumentazione giuridica dà vita ad un'attività che sostanzialmente si configura come raccolta di risparmio (6).

Sotto un diverso profilo, rileva la circostanza che la formazione di "conglomerati" finanziari esterni al settore bancario sia talora collegato a gruppi industriali. Si individua per detti gruppi una maggiore possibilità (rispetto al passato) di proiettarsi operativamente nell'area dei servizi in questione; a ciò aggiungasi la facilità, al presente consentita dalla legge d'attuazione della direttiva comunitaria n. 780 del 1977, di strategie volte a conseguire l'ingresso nel settore propriamente

---

(5) Rileva, in proposito, la critica mossa dalla dottrina, sulla base di valutazioni di carattere comparatistico, al mancato adeguamento della normativa nazionale a quella degli altri paesi comunitari in ordine alla nozione di attività bancaria, cfr. Merusi, Intervento alla Tavola rotonda organizzata dal CEDIB presso la Facoltà di economia e commercio dell'Università di Roma su "La legge delega di attuazione della prima direttiva comunitaria in materia creditizia" (aprile 1985); Porzio, La legislazione italiana di attuazione della direttiva CEE 77/780. Prime riflessioni, in Mezzogiorno d'Europa, n. 3 del 1985, p. 383 e ss..

(6) In tal senso cfr. Audizione del Ministro del Tesoro sullo stato della tutela del risparmio con riferimento ai nuovi strumenti finanziari, Camera dei Deputati, Commissione Finanze e Tesoro (8 ottobre 1986).

creditizio di organismi facenti capo a strutture industriali (7).

Tale processo incide sulla sistematica ordinamentale posta dalla riforma bancaria del 1936. L'intendimento legislativo di segnare una svolta nelle modalità di finanziamento delle imprese produttive viene in questa conseguito attraverso la distinzione tra credito ordinario e speciale (atta a tener conto dell'esigenza tecnica di raccordare le forme della raccolta a quelle degli impieghi), nonché tramite la sottoposizione ad autorizzazione dell'autorità pubblica dell'assunzione di partecipazioni (fino a quel momento strumento di erogazione di mezzi finanziari succedaneo al credito). Si tende al superamento del fenomeno della banca mista, al centro di una realtà operativa che non seppe reggere alla prova degli eventi succedutisi nel biennio

---

(7) Invero, l'incidenza della direttiva sulla discrezionalità dei poteri di cui all'art. 28 l.b. è presupposto di strategie siffatte nelle quali il disegno di una "avanzata di gruppo" può ricomprendere anche l'aggregazione all'apparato industriale di strutture bancarie destinate a svolgere funzioni finanziarie nei confronti dei collegati; e ciò anche se l'ottica valutativa, in cui si collocano gli apprezzamenti dell'Organo di vigilanza ex art. 28 l.b. difficilmente potrebbe ritenersi afferente alla composizione degli assetti proprietari della costituenda azienda di credito.

'29-'30 (8).

Coerentemente uno dei cardini della riforma viene ravvisato nel principio della separazione tra banca e industria. Esso trae origine dall'esigenza di evitare le situazioni di crisi che possono essere indotte da forme di asservimento della banca all'industria. Risulterebbe, peraltro, vana ogni ricerca volta a rinvenire nella normativa un'esplicita enunciazione di tale principio, ricostruibile piuttosto con riferimento alla logica di "prevenzione" in cui si muove il legislatore.

L'introduzione di talune misure di salvaguardia dell'autonomia del banchiere, unitamente alla previsione di controlli pubblici idonei ad evitare immobilizzi nelle istituzioni creditizie, appare probante in tal senso; rilevano, in proposito, l'art. 9 l.b. sulle incompatibilità tra cariche bancarie ed extrabancarie, l'art. 38 l.b. sulle obbligazioni degli esponenti creditizi, l'art. 33 l.b. che sottopone ad autorizzazione l'assunzione di partecipazione da parte di banche, l'art. 35 l.b. sui fidi massimi concedibili. Per converso, il problema della possibile subordinazione della banca all'industria sembra risolvibile dalla predisposizione di "controlli all'entrata" destina-

---

(8) Una compiuta analisi di tale fenomeno ed il suo inquadramento nella realtà economico-finanziaria degli anni trenta è svolta da Ciampi, Intervento in occasione dell'inaugurazione della nuova sede della Direzione Centrale del Banco di Roma (Roma, 23 aprile 1985), in "Documenti" della Banca d'Italia, n. 144.

ti, attesa la generalità dell'intervento, ad escludere evenienze del genere.

Si è in presenza di un orientamento legislativo comune alla gran parte dei paesi dell'area occidentale. Ovviamente diverse si configurano le modalità con cui viene perseguito l'obiettivo di evitare "commistioni" che possano rivelarsi dannose alla stabilità del sistema creditizio e, dunque, ai fini della tutela del risparmio; peculiare, fra le altre, l'esperienza statunitense che vede, col Glass Steagal Act del 1933, l'imposizione del divieto alle banche commerciali di svolgere direttamente attività in titoli e, rispettivamente, alle investment banks di effettuare operazioni bancarie in senso stretto (9).

Significativa, peraltro, la circostanza che detto criterio della separazione tra banca e industria non trovi espressione, a livello normativo, in disposizioni che fissino forme di preclusione per le imprese in ordine all'assunzione di proprietà nel settore bancario. Alla tesi che esattamente individua la ragione di ciò nel carattere pubblico della maggior parte degli enti creditizi, nella riferibilità alla mano pubblica (IRI) di alcune importanti banche private e nella struttura

---

(9) Sui caratteri del sistema finanziario americano cfr. Gunther H., Banking in the United States, Londra, 1980; Wallich, Le banche americane durante gli anni Settanta ed oltre, in Bancaria, 1981, p. 1005 e ss.; Carretta, L'intermediazione finanziaria negli Stati Uniti d'America (a cura di Eurogest), Milano, 1983; Franzi, Situazione e prospettive della intermediazione bancaria e non bancaria negli Stati Uniti, in "Risparmiare per investire", Atti del Convegno A.B.I.-Fideuram (Roma, febbraio 1984).

cooperativa di numerose altre (10), sembra potersi aggiungere la considerazione che, ove introdotta, una preclusione del genere sarebbe rimasta, nella sostanza, priva di effetti a causa della mancanza di un sistema di controlli sulle società e sulla Borsa, quali solo oggi si conoscono a seguito della legge n. 216 del 1974 e n. 281 del 1985; a prescindere, poi, dal fatto che la situazione economico-finanziaria delle imprese industriali negli anni trenta si presentava tale da far ritenere irreali ipotesi siffatte.

Trattandosi di un principio di derivazione sistematica, collegato cioè al modello organizzatorio del mercato finanziario, decisiva si configura, ai fini di una compiuta valutazione dello stesso, l'analisi del ruolo che la creazione dell'IRI ha svolto nella definizione dei rapporti tra banca e industria. Le motivazioni economico-giuridiche che sono a fondamento della costituzione dell'IRI, la logica del relativo schema operativo (più vicina al prototipo bancario che a quello industriale), la natura pubblicistica dello stesso (volta a garantire l'esclusione di un uso improprio della titolarità di imprese creditizie) sembrano attestare il rilevante carattere finanziario dell'Istituto, la cui presenza nel mercato, ponendosi come condizione essenziale per una organica strutturazione dell'ordinamento bancario, è coerente con l'impostazione politico-economica

---

(10) Cfr. Fazio, Controllo dell'attività bancaria e dell'intermediazione finanziaria, cit., paragr. 7.

all'epoca prevalente (11).

E' compito della ricerca storiografica, tuttavia, accertare se il carattere finanziario assuma nell'IRI prevalenza rispetto a quello industriale, donde l'ininfluenza sul cennato principio della separazione del controllo partecipativo che esso esercita su alcuni importanti enti creditizi. Nello stesso contesto si impone la chiarificazione della posizione istituzionale di Mediobanca. La presenza di questa nel sistema, introducendo la figura della banca d'affari, sembra infatti ridimensionare la portata della riforma del '36; e ciò in quanto

---

(11) Per una ricostruzione della posizione istituzionale dell'IRI cfr. Menichella, Le origini dell'IRI e la sua azione nei confronti della situazione bancaria, in "Scritti e discorsi scelti, 1933-66", a cura della Banca d'Italia, 1986, p. 117; Saraceno, Gli investimenti del primo IRI: dallo smobilizzo delle grandi banche alla proposta di legge bancaria, in BBTC, 1981, I, p. 257 e ss.; Id, Donato Menichella e il rapporto Banca-Industria, in Rivista di storia economica, 1984, p. 269 e ss.; Id, Donato Menichella e l'IRI, in AA.VV., Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d'Italia, Bari, 1986, p. 11 e ss..

Un'interessante ipotesi di lettura per l'inquadramento dell'IRI nell'intervento dello Stato in economia è offerta da Spagnolo C., L'IRI e la ricostruzione (1945-48), in "Annali" della Facoltà di lettere e filosofia dell'Università di Bari, 1986, p. 467 e ss..

In generale su tale tematica cfr. Pepe, Riflessioni e confronti in tema di separatezza tra banca e industria, in questa Collana n. 76; Ciocca-Frasca, I rapporti tra Industria e Finanza: problemi e prospettive, in corso di stampa su Rivista di politica economica.

l'eccezione, che nella specie s'individua, potrebbe reputarsi coesistente all'applicabilità stessa della legge bancaria e, dunque, al rispetto dei suoi criteri-base.

In una prospettiva che tenga conto dei profili normativi bancari rileva la mancanza di mutamenti del testo dispositivo originario per quanto attiene all'esigenza di salvaguardia dell'autonomia del banchiere. Questa ultima, già indirettamente riaffermata in sede di legislazione straordinaria (l. 5 dicembre 1978, n. 787), ha trovato di recente espresso riconoscimento nelle disposizioni che ribadiscono il carattere d'impresa dell'attività creditizia (art. 1 del D.P.R. 27 giugno 1985, n. 350) (12).

Presumibilmente contribuirà al rafforzamento dell'autonomia sul piano amministrativo una strumentazione coordinata dei più ampi poteri conoscitivi rivenienti all'Organo di Vigilanza dalle leggi 4 giugno 1985, n. 281 e 17 aprile 1986, n. 14 (oltreché dall'art. 31 l.b.) con quelli che l'art. 35 l.b. attribuisce ad esso in tema di limitazione degli affidamenti unitari; si potrà contenere, in tal guisa, la misura dell'indebitamento dei soci (e dei soggetti collegati) nei confronti della banca di appartenenza nell'intento di tener ferme le ragioni dell'indipendenza delle decisioni allocative.

---

(12) Per un ampio commento alle disposizioni del D.P.R. 27 giugno 1985, n. 350, cfr. Desiderio, Le norme di recepimento della direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia, in "Quaderni di ricerca giuridica" della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 6 (maggio 1986).

S'individua, quindi, un ampio spazio nel quale ricercare possibili soluzioni alla questione della riaffermazione della separatezza tra banca e industria. Quale che sia l'orientamento in concreto assumibile - vuoi che esso esprima l'esigenza di consacrare a livello legislativo il principio in questione mediante predeterminazione dell'entità delle partecipazioni consentite all'industria in imprese creditizie (13), vuoi che si limiti a prevedere rimedi che impediscano distorsioni del "merito del credito" attraverso controlli sugli impieghi effettuati a favore degli appartenenti al "gruppo" (14) - sembra che, al fine di una corretta allocazione delle risorse, sia fuorviante il ricorso a misure che "ingabbino" con eccessiva rigidità i comportamenti degli operatori.

Il raccordo tra la filosofia della separatezza e la problematica del "controllo del capitale" attraverso le banche e/o la Borsa diviene fondamentale nella valutazione delle scelte che in materia si prospettano. Più in particolare l'individuazione del tipo di sistema finanziario prefigurabile per la

---

(13) L'indagine comparatistica consente d'individuare l'esistenza in taluni ordinamenti stranieri (Inghilterra, Francia, Irlanda) di disposizioni che pongono limiti quantitativi al possesso di partecipazioni bancarie. Nell'esperienza estera rileva anche la prassi, avviata dalle autorità di vigilanza (tale è il caso del Belgio), di richiedere ai maggiori azionisti un impegno a garantire l'indipendenza della gestione aziendale; ovviamente solo in presenza di un adeguato sostegno legislativo appare possibile riconoscere valore preclusivo a prassi del genere.

(14) In tal senso cfr. Minervini, La "separatezza" tra banca e industria, in "Corriere della Sera" del 13 novembre 1986.

realizzazione di un'attività di merchant banking non potrà prescindere dalla considerazione che la strategia del profitto (necessaria per lo svolgimento dell'attività sopramenzionata) diventerebbe fattore promozionale della concorrenza nel settore bancario; conseguentemente ne risulterebbe accentuata la centralità delle istituzioni creditizie sul mercato dei capitali, finendo la Borsa "in buona parte amministrata" da esse (15). L'identificazione di linee di coerenza sistematica appare, infine, legata alla flessibilità delle soluzioni proponibili per le altre più generali problematiche poste dalle trasformazioni in atto nel quadro complessivo delle strutture finanziarie (controllo sui nuovi intermediari, despecializzazione creditizia, integrazione economica europea).

### 3. L'attività di merchant banking: profili tecnici e problematica giuridica.

L'impostazione logica e le concrete modalità di realizzazione di un'attività di merchant banking nel nostro paese tengono conto, negli auspici che l'autorità tecnica ha formulato

---

(15) Su questa tematica cfr. Nardozi, Il mercato azionario: quale modello per l'economia italiana?, in AA.VV., Oltre la crisi, a cura dell'Ente L. Einaudi, Bologna, 1986, p. 497 e ss. e in particolare p. 534 e ss.. L'importanza del "controllo del capitale" nell'analisi del mercato azionario è sottolineata, altresì, da Stiglitz (Credit Markets and the Control of Capital, in Journal of Money Credit and Banking, 1985) il quale individua nelle istituzioni bancarie e nei sindacati dei lavoratori gli organismi attraverso i quali detto controllo può trovare attuazione (pp. 148-149).

per il suo sviluppo (16), dell'ampia problematica originata dalle recenti trasformazioni del sistema finanziario italiano.

La proposizione di "società finanziarie di partecipazione" ed il riferimento preferenziale allo schema anglosassone nelle indicazioni dell'autorità dimostrano il chiaro intento di dar vita a figure soggettivamente distinte da quelle creditizie, anche se legate a queste ultime da un rapporto partecipativo.

Si individua una soluzione alla questione del finanziamento dei settori produttivi incentrata sulla possibilità di riuscire a canalizzare verso questi ultimi un volume di risparmio che difficilmente agli stessi affluirebbe in presenza di iniziative poste in essere unicamente dagli operatori economici bisognosi di fondi; l'attività di merchant banking si configura, quindi, destinata a realizzare un'ottimizzazione della struttura del passivo delle imprese attraverso l'afflusso di capitale di rischio. Si è in un ordine logico nel quale la "profittabilità" dell'ente finanziato fa da presupposto alla possibilità di guadagni in conto capitale da parte della merchant bank, guadagni conseguibili mediante la successiva cessione a terzi delle partecipazioni assunte.

La coerenza sistematica col principio della separatezza tra banca-industria è assicurata dall'assetto istituzionale del modello ipotizzato: questo risulta tale da non comportare forme

---

(16) Cfr. Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1982, p. 410; Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1983, p. 291; vedansi anche le Considerazioni formulate da Ciampi nel corso di un incontro informale con la Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati, pubblicate in Parabancaria, 1985, p. VIII e ss..

di coinvolgimento degli enti creditizi nelle vicende delle imprese finanziate (17).

Sotto il profilo tecnico, il rinvio alla tipologia anglosassone del merchant banking lascia presupporre che l'attività svolta dalle società di cui trattasi ricomprenda la vasta gamma di operazioni che, all'estero, caratterizzano le variegate forme d'intervento delle banche d'affari (18); vengono, pertanto, in considerazione vuoi le prestazioni di consulenza finanziaria

---

(17) E' possibile in tal modo ipotizzare l'esercizio di un'attività svincolata dalla logica dei salvataggi, superando i dubbi che la dottrina (tra gli altri cfr. Ragusa Maggiore, Le contraddizioni dell'ordinamento bancario: imprenditorialità e interesse pubblico, in Rivista di diritto fallimentare, 1983, p. 315 e ss.) aveva espresso in ordine all'attuazione di un'attività di merchant banking.

(18) Per una valutazione complessiva dei modelli anglosassone, francese e tedesco, cfr. Bettale, Cosa si sta facendo per le banche d'affari in Italia, in AA.VV., Le banche e il capitale di rischio ... cit., p. 117 e ss.; Titi, Rapporto sulle banche d'affari, in Mondo economico, marzo 1984; in particolare sui sistemi francesi e tedesco a confronto v. Nardozi, Tre sistemi creditizi, Bologna, 1983, p. 65 e ss. e rispettivamente p. 87 e ss.; su alcuni profili della esperienza francese v. Antonucci, Le "banques d'affaires" ricostruzione di una esperienza, in Giur. comm., 1982, I, p. 132 e ss.; Battestini, L'evoluzione del mercato finanziario francese, in "Risparmiare per investire" etc., cit., p. 71 e ss.; sui profili operativi della banca universale tedesca, v. Kehl W., Die Universalbank. Diversifikation durch kredit und Effektengeshaft, Wiesbaden, 1978.

(nelle quali trova modo di esprimersi la professionalità e l'esperienza della merchant bank), vuoi l'operatività in titoli (dall'underwriting alla offer for sale, che evidenzia la specifica capacità di canalizzare risparmio verso le imprese produttive propria di tali intermediari).

In un'angolazione più strettamente giuridica, la creazione di banche d'affari pone in primo luogo il problema relativo alla identificazione di modalità organizzatorie che consentano di tenere le stesse distinte, sul piano operativo, rispetto agli enti creditizi. La preclusione della raccolta di depositi e il divieto di finanziamenti in forma di impieghi diretti individuano la strumentazione ritenuta, in sede tecnica, sufficiente a conseguire detto obiettivo.

Ben più delicata questione è quella concernente l'attuazione con legge o meno del modello italiano di merchant bank; alcune iniziative a livello governativo e parlamentare volte a disciplinare l'istituto (19) accendono un vivo dibattito

---

(19) Si ricordano in proposito, due emendamenti al D.D.L. n. 436 (Senato) sulla vigilanza bancaria consolidata, presentati dall'on. Fracanzani, e il D.D.L. di iniziativa dei sen. Fiocchi e D'Onofrio su "Agevolazioni a favore degli intermediari finanziari che favoriscono la quotazione in Borsa delle imprese e disciplina delle cambiali finanziarie" (cfr. Atti parlamentari, Sen. Rep., IX Legisl., Commiss. Fin. e Tes. in sede referente sedute del 17 e 25 luglio 1985).

Per un commento sistematico a tali iniziative cfr. Salanitro, L'attuazione del merchant banking nell'ordinamento italiano in BBTC, 1986, I, p. 253 e ss..

sull'argomento, nel corso del quale la chiarificazione dei vari aspetti della problematica relativa ai nuovi intermediari viene ritenuta fondamentale ai fini delle soluzioni proponibili.

In particolare, l'esigenza di assicurare una sostanziale parità di trattamento tra le merchant banks di matrice bancaria e le altre, unitamente all'intento di una puntuale definizione delle modalità di provvista e delle forme di controllo esperibili sulle istituende società di partecipazione, è posta a base della dichiarata necessità di una regolamentazione legislativa (20). Per converso, la preferenza a una disciplina di tipo amministrativo appare incentrata sulla peculiare elasticità di questa: la lamentata scarsità di contenuto dei disegni di legge è sembrata probante circa l'opportunità di un orientamento siffatto (21). Vengono rappresentate anche tesi intermedie secondo le quali la necessità di un intervento legislativo in materia esiste solo se destinato a consentire alle merchant banks di raccogliere risparmio tra il pubblico, nei limiti cioè in cui esse debbano svolgere un'attività che fa appello al pubblico risparmio (22).

(20) In tal senso cfr. Sarcinelli, Intermediari del tipo "merchant banks": un passo verso il futuro o un ritorno all'antico?, in BBTC, 1986, I, p. 129 e ss..

(21) Cfr. Capriglione-Mezzacapo, Evoluzione del sistema finanziario italiano e attività di "merchant banking", in Bancaria, 1985, pp. 228 e ss. e 419 e ss..

(22) Cfr. Costi, Presupposti e contenuti di una disciplina legislativa delle merchant banks, in L'impresa Banca, 1986, p. 16 e ss.; Id., Una legge per le merchant banks?, in Banca Impresa e Società, 1985, p. 407 e ss..

Si determina, peraltro, una situazione in cui alla lentezza del corso legislativo (dovuta alle incertezze parlamentari) corrisponde un ritardo nella spontanea affermazione del fenomeno (tra l'altro causato dai vincoli amministrativi che limitano l'assunzione di partecipazioni da parte delle banche). Ciò incide negativamente sul decollo del merchant banking in Italia. Permane, tuttavia, l'esigenza di consentire alle imprese di fruire di siffatta forma di finanziamento e alle banche di allargare la propria sfera d'azione attraverso l'esercizio di tale attività.

Una considerazione unitaria dei caratteri della formula operativa in parola consente di valutarne positivamente l'introduzione nel nostro paese nel presente momento storico; come è stato autorevolmente affermato le trasformazioni in atto nel sistema potranno svolgersi senza incidere sui preesistenti equilibri a condizione che - come è dato riscontrare nel delineato modulo di merchant banking - la funzionalità dei meccanismi dell'innovazione non disperda "l'esperienza e la professionalità accumulate in decenni di operatività distinta dei due tipi d'intermediari, aziende di credito e istituti speciali" (23).

---

(23) Così Ciampi, Indagine conoscitiva sulla evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, cit..

4. Regolamentazione in via amministrativa dell'attività di merchant banking.

Un recente intervento del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (con delibera del 6 febbraio 1987) ha fissato le modalità di costituzione e l'ambito operativo delle "società d'intermediazione finanziaria", partecipate da banche, la cui attività appare riconducibile a quella tradizionale di merchant banking.

Nel prendere atto della necessità di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese, il Comitato ha ritenuto rispondente "ai processi di innovazione, di ampliamento e ammodernamento delle unità produttive "l'adozione di schemi di intervento" da parte delle banche "volti a consentire l'afflusso di capitale di rischio alle imprese medesime".

Viene così offerta una soluzione tecnico-amministrativa alla problematica relativa all'individuazione del possibile modello italiano di banca d'affari. Essa introduce nel sistema di finanziamento delle imprese una strumentazione operativa che, ove sottratta al pericolo di degenerazioni patologiche, si configura particolarmente idonea a favorire lo sviluppo del settore produttivo, volta com'è a ridurre nei costi aziendali la parte imputabile ad oneri passivi per concessioni di credito.

Ciò non consente, tuttavia, di ravvisare nella normativa in questione un ritorno tout court a schemi finanziari già sperimentati in passato. L'esigenza di dotare il mercato di

un'ulteriore "fonte di finanziamento" non si configura, infatti, disgiunta dall'altra di rispettare i principi-base del nostro ordinamento bancario; risponde a tale intento l'esplicito richiamo alla "separazione tra banca e impresa non bancaria", quale presupposto dell'intera costruzione ipotizzata nella delibera. E', altresì, presente l'obiettivo di un pieno adeguamento del sistema italiano alla realtà riscontrabile in altri paesi dell'area occidentale: questo trova realizzazione in un disegno che è espressione di una maturazione dei tempi coerente con i caratteri assunti dalle nostre strutture finanziarie.

La tipizzazione operativa della banca d'affari è al centro dell'intervento dell'autorità di vertice dell'ordinamento creditizio; è, inoltre, prevista nella delibera la fissazione di una misura minima del capitale per la costituzione delle nuove società d'intermediazione finanziaria, tale da assicurare l'effettiva funzionalità di detti organismi. La metodologia seguita per la specificazione dell'attività di questi ultimi, nonché dei cennati limiti di capitale è quella propria della legge bancaria: alle "direttive" del Comitato dovrà seguire la determinazione, in via amministrativa, da parte della Banca d'Italia delle regole tecniche destinate a dare a quelle attuazione.

E' soprattutto con riguardo alla definizione dell'ambito operativo degli enti di nuova istituzione che se ne individuano i caratteri differenziali rispetto ad analoghe strutture societarie, in passato disciplinate dal Comitato con le delibere del 28 gennaio 1981 e 27 ottobre 1983.

L'attività dei nuovi intermediari appare infatti, in primo luogo, rivolta a risolvere i problemi d'ordine organizzativo che le imprese si trovano ad affrontare per la copertura finanziaria degli investimenti da realizzare e il perseguimento di una politica di sviluppo aziendale; collegata, sul piano funzionale, a detta forma di "consulenza e assistenza" si configura, poi, l'espletamento di "operazioni per il reperimento di fondi" e la stessa "assunzione, anche mediante l'adesione a sindacati di collocamento e/o garanzia, di obbligazioni e azioni (e titoli simili) di imprese".

Invero, la temporaneità richiesta per il "rilievo di titoli" ed il previsto carattere minoritario delle partecipazioni assumibili dalle società di intermediazione ora disciplinate potrebbero richiamare elementi di similitudine con le "finanziarie di partecipazione costituite fra banche ... al fine di promuovere lo sviluppo di attività produttive da parte di medie e piccole imprese", previste dalla vigente normativa di vigilanza bancaria (24). A ben considerare si è in presenza di prestazioni che esulano dalla sfera d'intervento tipica di queste ultime, rispetto alla quale viene in evidenza la più ampia portata operativa dei nuovi organismi vuoi sotto il profilo contenutistico vuoi sotto quello teleologico; l'azione di questi, infatti, non è necessariamente volta "a favorire la espansione delle unità

---

(24) Cfr. Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi emanate dalla Banca d'Italia, Capo XVIII, punto 4.

produttive di minori dimensioni" (come, nella pregressa ipotesi normativa), né quindi è subordinata a limitazioni connesse alle dimensioni dei destinatari dei finanziamenti.

Anche sotto il profilo strutturale i nuovi intermediari appaiono diversificati rispetto alle precedenti società di partecipazione. A prescindere dalla previsione della misura minima del capitale sociale (il cui ammontare deve configurarsi adeguato a garantire l'espletamento di un'attività composita come quella in esame), significativa è la possibilità ora consentita agli enti creditizi di assumere partecipazioni di maggioranza; l'esclusione di tale possibilità per le istituzioni bancarie che non "si contraddistinguono per dimensioni e struttura tecnico-organizzativa" è indicativa unicamente della preoccupazione dell'autorità di evitare situazioni che compromettano la stabilità di soggetti creditizi non in grado di sopportare un coinvolgimento eccessivamente oneroso sia sotto l'aspetto finanziario che organizzativo.

Criterio-base della linea operativa delle banche d'affari è la redditività dell'investimento e non anche il controllo della gestione delle imprese al cui capitale partecipano. Siffatto obiettivo, esplicitato nella normativa in esame, trova ulteriore conferma nella previsione che gli interventi dovranno essere rivolti alle imprese con valide prospettive economiche, laddove vengono tassativamente vietate le operazioni che "abbiano natura di salvataggio ovvero siano finalizzate alla tutela di ragioni di credito delle banche". Riaffiora in tali prescrizioni l'esigenza, già emersa nel dibattito dottrinale che

ha riguardato la creazione di merchant banks in Italia (25), di non dar vita a "forme di risanamento" aziendale attraverso uno schema di attività solo apparentemente innovativo rispetto a modelli già individuati in talune pregresse soluzioni legislative.

La realizzazione di un'attività profittevole viene, quindi, assicurata prevedendo che l'acquisizione di valori mobiliari (da parte delle società d'intermediazione) avvenga previo congruo "frazionamento del rischio di portafoglio complessivo", nonché ponendo il divieto di assumere partecipazioni che superino la percentuale di patrimonio (delle società medesime) fissata dall'autorità. Il controllo dei rischi, implicito nelle misure tecniche che ne postulano il frazionamento, e la prevenzione di perdite ipotizzabili in connessione ad immobilizzi patrimoniali, visualizzano un processo di analisi orientato ad elevare i livelli di guadagno delle società in questione. Siamo in presenza di una soluzione nuova al problema del finanziamento delle imprese nella quale la salvaguardia della gestione aziendale dell'intermediario assuntore di partecipazioni riveste valore primario meritevole di tutela sì da evitare che l'investimento si riveli improduttivo (perpetuando nella sostanza un regime sovvenzionatorio, di tipo assistenziale, estraneo alle logiche di mercato).

---

(25) Cfr. Capriglione-Mezzacapo, Evoluzione del sistema finanziario italiano etc., cit., p. 292.

Nella specificazione delle modalità dei finanziamenti, la normativa stabilisce che questi non possano essere effettuati in via diretta alle imprese; è evidente l'intento dell'autorità d'impedire che l'attività ora disciplinata possa essere ricondotta a quella bancaria tipica (la quale, in tal modo, viene mantenuta distinta dalla nuova forma d'intermediazione). Del resto, anche con riferimento alle tecniche per la provvista dei fondi, tra le modalità d'indebitamento consentite alle società d'intermediazione (nella misura massima di due volte il capitale) sono espressamente esclusi gli "strumenti della raccolta" propri delle aziende di credito (con ciò eliminandosi qualsivoglia possibilità di accostamento a queste ultime). Non viene meno, tuttavia, il rispetto del principio codicistico in tema di limiti all'assunzione di obbligazioni da parte di società: la formulazione della norma, genericamente riferibile a tutte le forme di indebitamento dei soggetti in questione, esclude che ad essa sia ascrivibile un intento derogativo al disposto dell'art. 2410 c.c..

In un diverso ordine logico va interpretato, invece, il divieto della "gestione di patrimoni" per conto terzi posto a carico della banca d'affari. A fondamento di esso sembra rinvenirsi, infatti, la volontà di evitare che abbiano a verificarsi conflitti d'interesse tra la merchant bank e i terzi che alla stessa abbiano affidato le proprie disponibilità finanziarie per la gestione; e ciò a prescindere dalla circostanza che lo svolgimento dell'attività in parola richiede un

apparato tecnico-amministrativo particolare la cui realizzazione si configura non conferente rispetto ai delineati fini istituzionali delle nuove società intermediatrici.

## 5. Conclusioni.

La regolamentazione amministrativa delle banche d'affari dà concretezza ad una formula finanziaria che, facendo perno sull'affinamento delle capacità professionali degli intermediari appare destinata a contribuire al riequilibrio del rapporto tra capitale di rischio e indebitamento. I benefici effetti sul mercato, che da tale pratica operativa possono derivare sono stati da tempo valutati positivamente dall'autorità la quale, per prima, auspicò l'introduzione nel nostro paese di un'attività del tipo merchant banking.

La presente disciplina conferma l'importanza ascritta dagli organi di vertice del settore bancario alla nuova strumentazione finanziaria: l'inequivoco favor alla promozione di "iniziative congiunte (degli enti bancari) per la costituzione di società della specie", espresso nella delibera del CICR, dà la misura dell'interesse tuttora riconosciuto a tale schema operativo. L'intervento presente sembra dar atto del convincimento che sono maturi i tempi per l'adozione di procedure particolarmente idonee all'apporto di mezzi ed esperienze alle imprese produttive; taluni significativi mutamenti della realtà economica del paese (autofinanziamento, ripresa del mercato borsistico, pro-

spettive di redditività dei settori operativi, etc.) hanno verosimilmente fatto ritenere improcrastinabile l'introduzione delle merchant banks nel nostro sistema, del quale si è voluto, anche per questa via, assicurare la stabilità e lo sviluppo.

La disciplina testè emanata tiene conto dell'ampio dibattito dottrinale sull'argomento che, nel mettere a fuoco i diversi aspetti della problematica, ha indicato soluzioni coerenti con i caratteri del nostro ordinamento finanziario. Di ciò è conferma il richiamo al principio della separatezza tra banca e industria; ispirata a tale criterio si configura, inoltre, la previsione della possibilità che la Banca d'Italia richieda "l'osservanza di particolari condizioni per evitare commistioni tra la gestione della banca e quella delle imprese al cui capitale le società partecipano".

L'inquadramento della nuova attività appare organicamente riferito alle diverse fasi del processo finanziario, sicché ampio spazio è dedicato nella normativa alla consulenza e all'assistenza tecnica delle imprese (conformemente alle necessità poste in evidenza dalla più recente evoluzione del mercato). Né vengono sottovalutate le implicazioni favorevoli di una generalizzata estensione di tale schema operativo in ambito bancario, sì come sembra attestare la specifica raccomandazione agli istituti di credito speciale, che agiscono nel comparto mobiliare, di attenersi ai principi contenuti nella direttiva. Si evidenzia, peraltro, un sostanziale distacco di tali merchant banks dalla figura del Venture Capital, il cui meccanismo,

incentrato sulla mobilitazione di risorse finanziarie a favore di categorie d'impresе suscettibili di forte sviluppo, richiama per molti versi il modulo della banca d'affari; l'attività ora regolata, anche se resta tendenzialmente rivolta alle medie e piccole imprese, presenta infatti una caratterizzazione (riduzione della rischiosità delle operazioni, esclusione di forme di coinvolgimento nella gestione dell'ente sovvenzionato) che decisamente accentua gli elementi di diversità tra essa e il Venture Capital (26).

Naturalmente, la normativa esaminata non potrà considerarsi esaustiva della disciplina della materia. Questione già sorge con riferimento agli organismi, partecipati da banche, che attualmente svolgono un'attività del tipo merchant banking; per questi si pone, infatti, l'esigenza di un adeguamento patrimoniale ed operativo nelle misure e nelle modalità fissate dall'autorità, ferma nel caso contrario l'impossibilità del loro inquadramento nell'ambito strutturale e funzionale degli intermediari di nuova istituzione.

---

(26) In generale sulla funzione del Venture Capital, cfr. Dominiguez, Venture Capital, Lexington Books, Lexington Massachusetts, 1974; Tassej, The effectiveness of Venture Capital Market in the U.S. Economy, Public Policy, n. 4 del 1977; Graffam, Promoting Venture Capital Operations in the Developing World: the I.F.C. Experience, lavoro presentato alla conferenza su "Sviluppo tecnologico e Venture Capital", Madrid, 1983; Forestieri, I primi passi del Venture Capital in Italia, in "Lettera del gruppo Barclays International" sett. 1983; De Macchi, Il Venture Capital, in AA.VV., Dal Capitale di credito al capitale di rischio (Atti del Convegno organizzato da CESEC-EFIBANCA), Milano, 1985, p. 105 e ss..

Problemi più delicati si prospettano relativamente a similari entità soggettive la cui costituzione è avvenuta senza l'intervento partecipativo di banche. E' fuor di dubbio che queste ultime sono sottratte alla regolamentazione sin qui analizzata, il cui carattere settoriale ne limita l'applicabilità alle società d'intermediazione finanziaria collaterali ad enti creditizi; si determina, quindi, nei confronti delle stesse una situazione di sostanziale vantaggio operativo connessa all'incidenza svolta dai vincoli posti all'assetto organizzativo interno e all'attività delle analoghe società di origine bancaria.

In tale contesto deve essere valutata l'opportunità o meno di regolare con legge l'attività di merchant banking. Assicurare una parità di trattamento tra le iniziative di matrice bancaria e le altre è obiettivo di non trascurabile rilievo, correttamente messo in evidenza in sede politica per affermare la necessità di un intervento legislativo idoneo ad offrire "garanzie di trasparenza al settore al fine di tutelare il pubblico risparmio" (27). Da qui la mancata giustificazione di talune opinioni, riportate dalla stampa a commento della delibera del CICR, che hanno espresso preoccupazioni in ordine alla possibilità che l'intervento del Comitato preluda a provvedimenti legislativi volti a regolare tutte le società di merchant

---

(27) Vedansi, al riguardo, le dichiarazioni dell'on. Fracanzani pubblicate su "La Repubblica" dell'11 febbraio 1987.

banking, comprese quelle non collegate a istituti di credito (28).

D'altra parte, a ben considerare, l'azione di banche d'affari di origine diversa da quella ipotizzata nella normativa in esame sembra destinata ad interessare un'area di dimensioni sempre più ristrette. Fattori molteplici si rinvergono a fondamento di ciò, dal cospicuo ammontare di mezzi finanziari occorrenti per lo svolgimento dell'attività di cui trattasi (onde la facile prevalenza degli organismi di derivazione creditizia), all'incidenza dei possibili legami economici con gli altri appartenenti al medesimo gruppo imprenditoriale (per cui le merchant banks, ponendosi come enti esponenziali in campo finanziario di un determinato gruppo industriale, finiscono sostanzialmente col circoscrivere nell'ambito di questo la propria operatività).

---

(28) Tale l'opinione di F. Galli, direttore dei rapporti economici della Confindustria, riportata sul "Corriere della Sera" dell'11 febbraio 1987.



#### ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 72 — *Finanza pubblica e politica di bilancio: i risultati di alcuni indicatori*, di V. CERIANI - F. DI MAURO (agosto 1986).
- n. 73 — *Rischio e rendimento dei titoli a tasso fisso e a tasso variabile in un modello stocastico univariato*, di E. BARONE - R. CESARI (agosto 1986).
- n. 74 — *Gli strumenti per il sostegno pubblico dei carichi familiari: una valutazione quantitativa degli effetti redistributivi e degli oneri per la finanza pubblica*, di D. FRANCO - N. SARTOR (agosto 1986).
- n. 75 — *The Use of Italian Survey Data in the Analysis of the Formation of Inflation Expectations*, by I. VISCO (ottobre 1986).
- n. 76 — *Riflessioni e confronti in tema di separatezza tra banca e industria*, di R. PEPE (ottobre 1986).
- n. 77 — *L'internazionalizzazione del sistema bancario italiano. Una prospettiva di vigilanza*, di G. LANCIOTTI (ottobre 1986).
- n. 78 — *Determinazione del livello dei prezzi e politica «monetaria» in un'economia senza moneta*, di C. GIANNINI (novembre 1986).
- n. 79 — *Modifiche strutturali e tendenze dell'agricoltura italiana (1961-1982)*, di L. F. SIGNORINI - G. ZEN (novembre 1986).
- n. 80 — *Modello econometrico dell'economia italiana. Vol. 1°: struttura e proprietà; Vol. 2°: equazioni e note tecniche* (dicembre 1986).
- n. 81 — *Nuove valutazioni della capacità utilizzata in Italia*, di L. F. SIGNORINI (dicembre 1986).
- n. 82 — *La redditività bancaria in Italia. Problemi metodologici e aspetti empirici*, di P. MARULLO REEDTZ - F. PASSACANTANDO (dicembre 1986).
- n. 83 — *Domanda di lavoro e trasformazione dell'economia del Mezzogiorno: l'esperienza degli ultimi decenni e le prospettive. Il ruolo degli incentivi all'occupazione*, di F. SIRACUSANO - C. TRESOLDI - G. ZEN (dicembre 1986).
- n. 84 — *Interscambio con l'estero e struttura produttiva: elementi per un'analisi integrata*, di P. CASELLI - L. F. SIGNORINI (febbraio 1987).

---

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





