

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria
in Germania, Regno Unito e Francia**

di D. Cardilli, L. Pinzani e P. E. Signorini



Numero 197 - Maggio 1993

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria
in Germania, Regno Unito e Francia**

di D. Cardilli, L. Pinzani e P. E. Signorini

Numero 197 - Maggio 1993

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.

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese, promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati esposti e discussi nel corso di un seminario svoltosi presso la Sadiba (Perugia) nei giorni 19-20 marzo 1993.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE;
SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

MERCATO E ISTITUZIONI DELLA RIALLOCAZIONE PROPRIETARIA IN GERMANIA, REGNO UNITO E FRANCIA

di Dario Cardilli, Laura Pinzani e
Paolo-Emilio Signorini (*)

Sommario

Il lavoro descrive le modalità con cui viene mantenuto e trasmesso il controllo sulle imprese in Germania, nel Regno Unito e in Francia. Vari fattori influenzano lo sviluppo del mercato del controllo societario nei paesi considerati: l'attività degli intermediari finanziari, il grado di sviluppo dei mercati mobiliari, l'eventuale presenza di ostacoli normativi e strutturali al trasferimento del controllo sulle imprese.

In Germania il controllo sulle imprese industriali è in gran parte detenuto da altre imprese, sia attraverso la detenzione di partecipazioni incrociate, sia tramite la nomina di propri rappresentanti nei consigli di sorveglianza delle imprese non partecipate. I rappresentanti delle grandi banche svolgono una funzione di sorveglianza nelle imprese partecipate e nelle grandi società quotate ad azionariato diffuso, grazie all'esercizio dei diritti di voto delle azioni depositate presso di esse dai piccoli azionisti. Gli esponenti bancari, il cui numero è comunque inferiore a quello dei rappresentanti delle imprese industriali, molto difficilmente appoggiano trasferimenti del controllo contrari alla volontà dei dirigenti in carica. Le stesse banche sono infatti caratterizzate da una proprietà estremamente diffusa e risultano completamente controllate dai propri dirigenti; si determina così una situazione di potenziale collusione tra i dirigenti delle imprese e quelli delle banche "sorveglianti".

Nel Regno Unito l'azionariato delle imprese è notevolmente diffuso e il controllo è esercitato da dirigenti e azionisti che possiedono quote modeste di capitale. Su di essi esercita la propria sorveglianza il mercato, che espone le gestioni poco efficienti al pericolo di takeovers. Il mercato opera grazie alla presenza di regole che agevolano i trasferimenti del controllo e attraverso l'azione di numerosi intermediari specializzati, che contribuiscono a diffondere l'utilizzo del capitale di rischio e a immettere sul mercato azionario nuove società. Attraverso l'operare del mercato il

(*) Banca d'Italia, Servizio normativa e affari generali di vigilanza. Il lavoro sulla Germania è stato curato da Dario Cardilli e Paolo-Emilio Signorini. I lavori su Regno Unito e Francia sono stati curati rispettivamente da Laura Pinzani e Paolo-Emilio Signorini. Gli autori ringraziano F. Barca e i componenti del gruppo di ricerca per i preziosi suggerimenti a una versione preliminare del presente lavoro.

sistema inglese tende a evitare la collusione tra i gruppi di controllo delle imprese e chi sorveglia e a garantire quel livello di fluidità della riallocazione del controllo che impedisce il persistere di dirigenze inefficienti.

Infine, le imprese francesi sono soggette in parte al controllo familiare, in parte al controllo congiunto degli amministratori e degli azionisti membri dei nuclei stabili delle imprese privatizzate e in parte a quello statale. Le riforme dei mercati mobiliari, la maggiore protezione offerta agli azionisti di minoranza e il potenziamento dell'attività degli intermediari finanziari nel campo della consulenza e dell'assistenza alle operazioni di trasferimento del controllo hanno creato le condizioni per lo sviluppo del mercato della riallocazione nella direzione inglese. Tuttavia, il riconoscimento della validità dei patti di sindacato, il rifiuto dell'adozione del modello della public company per le imprese privatizzate e il recepimento del modello tedesco delle relazioni banca-industria da parte di alcuni enti creditizi segnalano la volontà degli intermediari e delle istituzioni transalpine di mantenere, nelle modalità di esercizio e di riallocazione del controllo societario, alcune caratteristiche tipiche del capitalismo continentale.

Indice

1. Introduzione	p.	7
2. L'esperienza tedesca	p.	10
2.1 Il rapporto di <u>Hausbank</u>	p.	10
2.2 Struttura del controllo e ruolo delle banche	p.	20
2.2.1 Partecipazioni dirette e delega dei diritti di voto	p.	20
2.2.2 Gestione e controllo nelle società di capitali	p.	26
2.2.3 Tre modelli	p.	32
2.3 Le banche e la riallocazione	p.	38
2.4 Conclusioni	p.	42
3. L'esperienza inglese	p.	42
3.1 Mercati e istituzioni della riallocazione	p.	43
3.1.1 Struttura proprietaria: cenni	p.	43
3.1.2 I mercati regolati	p.	44
3.1.3 Le istituzioni	p.	51
3.2 <u>Merchant banking</u>	p.	53
3.2.1 Origini ed evoluzione: il connotato della reputazione	p.	53
3.2.2 Economie di scopo e conflitti di interesse	p.	57
3.2.3 Le tre aree di attività: credito, gestione fiduciaria, consulenza per lo sviluppo e la riallocazione	p.	58
3.3 <u>Venture capital</u> nel Regno Unito	p.	63
3.3.1 Evoluzione e tipologie	p.	63
3.3.2 Forme alternative di garanzia dei finanziatori	p.	65
3.4 L'istituzione "3i Investors in Industry"	p.	69
3.4.1 Le origini e l'evoluzione	p.	69
3.4.2 Funzioni e strumenti	p.	73
3.5 Conclusioni	p.	77
4. L'esperienza francese	p.	78
4.1 Le modifiche nell'attività degli intermediari e delle regole della riallocazione proprietaria	p.	78
4.1.1 La "mappa" della proprietà delle grandi imprese	p.	78
4.1.2 I mercati dei valori mobiliari	p.	80
4.1.3 Gli ostacoli all'acquisizione del controllo	p.	82
4.1.4 Il ruolo degli intermediari	p.	88
4.2 Le cause delle modifiche nel mercato della riallocazione	p.	96
4.2.1 Le riforme dei mercati	p.	98
4.2.2 L'intervento pubblico nei confronti degli intermediari	p.	100
4.3 L'esperienza francese: verso quale modello?	p.	103
Appendice	p.	106
Riferimenti bibliografici	p.	109

1. Introduzione

Con la ripresa di interesse per i tratti che differenziano, anziché per quelli che accomunano, le diverse economie capitalistiche, crescente attenzione è dedicata alla contrapposizione tra capitalismo continentale e anglosassone.

Uno degli aspetti che maggiormente qualifica questa contrapposizione riguarda il mercato della riallocazione del controllo delle imprese e le istituzioni che ad essa presiedono.

Con una semplificazione della realtà si possono individuare due situazioni opposte. Nella prima, tipica della Germania, il trasferimento del controllo avviene di rado ed è subordinato al consenso di chi lo esercita; nella seconda, caratteristica del Regno Unito, la perdita del controllo può avvenire anche contro la volontà degli amministratori in carica.

La creazione di un mercato in cui il controllo possa essere trasferito anche contro la volontà di chi lo esercita necessita dei seguenti presupposti: la presenza di intermediari attivi nel campo della consulenza e dell'assistenza alla riallocazione; l'esistenza di un mercato azionario sviluppato; l'assenza di ostacoli normativi (legislativi e statutari) e strutturali all'acquisizione del controllo, che non siano giustificati da finalità di tutela degli azionisti di minoranza.

Obiettivo del presente lavoro è quello di analizzare il funzionamento del mercato della riallocazione del controllo in Germania, nel Regno Unito e in Francia rispetto a tali presupposti.

La scelta del caso francese come terzo paese oggetto d'indagine è giustificata dai molti aspetti che storicamente lo accomunano al caso italiano (proprietà familiare e pubblica prevalenti, scarso ruolo del mercato mobiliare, ruolo ridotto delle banche nel mercato del controllo) e dalle recenti riforme (protezione delle minoranze nelle OPA, incentivi fiscali alla borsa, privatizzazioni) che, in analogia con quanto si vorrebbe fare nel nostro paese, lo avvicinano a quello inglese.

La struttura del presente lavoro è la seguente: nella prima parte viene esaminato il caso tedesco, concentrando l'attenzione sul ruolo svolto dalle banche nel controllo delle imprese industriali. La seconda parte analizza il modello inglese, con particolare riferimento all'attività svolta dagli intermediari sul mercato della riallocazione. Nella terza e ultima parte, dedicata all'esperienza francese, l'analisi si sofferma sull'azione svolta dall'intervento pubblico nei confronti dell'attività degli intermediari e delle regole del mercato della riallocazione.

L'esperienza tedesca dimostra che il frazionamento della proprietà azionaria delle imprese è una condizione necessaria ma non sufficiente per lo sviluppo di un mercato della riallocazione del controllo (la proprietà diffusa risulta infatti assai elevata anche nelle grandi imprese tedesche). In Germania, le imprese industriali con numerosi azionisti sono gestite dai dirigenti che, grazie al particolare rapporto banca-industria, sono in grado di colludere con gli amministratori della banca "di fiducia" (soprattutto in considerazione del fatto che la banca è spesso una società ad azionariato diffuso e, quindi, controllata dai suoi stessi dirigenti). La banca tende a sua volta a soddisfare i bisogni finanziari delle imprese-clienti, che possono così fare a meno di rivolgersi ai mercati dei valori mobiliari.

Nel Regno Unito gli intermediari finanziari solitamente non detengono partecipazioni e non nominano propri rappresentanti nei consigli di amministrazione delle imprese industriali. La mancanza di legami con le imprese evita i rischi di collusione riscontrati nel modello tedesco e, grazie alla diffusione della proprietà azionaria di molte di queste imprese, consente alle banche di svolgere nella riallocazione del controllo un ruolo sia attivo (individuando società "appetibili" sul mercato da proporre a potenziali acquirenti), sia passivo (in qualità di soggetto a cui rivolgersi nel caso un azionista voglia far valere i suoi diritti di controllo, qualora giudichi i suoi diritti di proprietario lesi da una cattiva gestione). L'eccessivo frazionamento della proprietà non garantisce però una continua attività di controllo sui dirigenti delle imprese. Inoltre gli intermediari non sempre sono in grado di desumere la performance reddituale delle imprese quotate dai dati disponibili sul mercato.

In Francia, la rilevanza assunta storicamente dalla proprietà pubblica e familiare ha impedito lo sviluppo degli intermediari nella direzione sia del modello tedesco sia di quello anglosassone. Nel corso degli anni ottanta si sono verificati alcuni cambiamenti che sembrano avvicinare la Francia all'esperienza inglese, senza peraltro dividerne gli eccessi. Le privatizzazioni, attuate tramite la creazione di nuclei di controllo stabili all'interno delle società privatizzate, hanno voluto allargare e frazionare l'azionariato, evitando però gli aspetti negativi del modello della public company, ove l'unico strumento di controllo sui dirigenti è rappresentato dalla minaccia di acquisizione ostile della società da parte di terzi. La legge sull'OPA del 1989 e i successivi regolamenti delle autorità di borsa hanno accentuato la protezione dei diritti degli azionisti di minoranza, fondamentale per lo sviluppo dei mercati

mobiliari. Infine, le banche hanno potenziato il proprio ruolo sul mercato della riallocazione proprietaria sia mediante la consulenza e l'assistenza alle operazioni di fusione e acquisizione delle grandi imprese, sia tramite l'assunzione di partecipazioni di minoranza nelle imprese medio-piccole.

2. L'esperienza tedesca

L'analisi, facendo riferimento in particolare a tesi sostenute recentemente¹, si concentra su una caratteristica che viene comunemente riferita al sistema tedesco: difficilmente il controllo di una grande impresa potrebbe essere trasferito senza il consenso degli amministratori in carica.

Si esamina in quanto segue in quale misura tale caratteristica debba essere ricondotta alla particolare natura che il rapporto banca-industria assume in quel paese e al funzionamento degli organi di controllo e amministrazione delle grandi imprese.

2.1 Il rapporto di Hausbank

La centralità che il sistema bancario assume in Germania nell'allocazione del controllo e nella sua riallocazione suggeriscono di avviare l'analisi proprio dalle funzioni che tale sistema svolge.

L'importanza delle banche nel sistema finanziario tedesco è derivata dalla necessità di sostenere il rapido sviluppo industriale avvenuto in Germania negli ultimi

1. Franks e Mayer (1992); Edwards e Fischer (1991).

decenni del secolo scorso². A differenza però di quanto avvenuto in altri paesi late-joiners, la convinzione che la stabilità dei rapporti di finanziamento e di cooperazione fra banca e industria costituisca un presupposto irrinunciabile della crescita non è stata scalfita dalla grave crisi bancaria degli anni trenta. L'interpretazione che viene data di questa crisi e le soluzioni adottate per farvi fronte allontanano quindi sensibilmente il sistema creditizio tedesco da quello degli altri paesi.

Quando la crisi esplode, la causa viene individuata nella volatilità del passivo e non nella fortissima esposizione verso il sistema industriale. La Commissione d'inchiesta bancaria nominata nel 1933 per analizzare le cause della crisi mantiene infatti la validità dell'iniziativa privata nell'esercizio dell'attività bancaria e non riscontra difetti organici nella struttura creditizia germanica. Le soluzioni adottate per il trattamento della crisi presentano, solo nell'immediato, caratteristiche analoghe a quanto avvenuto in Italia: creazione nel 1931 della Garantie- und Akzeptbank, che garantiva i crediti inesigibili delle grandi banche, e assunzione del ruolo di principale azionista in diverse grandi banche da parte dello Stato³.

La privatizzazione delle banche nel giro di qualche anno e lo spirito della legge bancaria del 1934 confermano le conclusioni raggiunte dalla Commissione d'inchiesta. La legge bancaria del 1934 rimette "l'organizzazione del credito, negli istituti e nelle forme, all'iniziativa degli

2. Per un'analisi critica della distinzione tra paesi late-joiners e paesi first-comers e dell'importanza assunta rispettivamente dagli intermediari finanziari e dai mercati mobiliari nel finanziamento alla crescita, cfr. Trento (1993) e Bianco (1993).

3. Nardozzi (1983).

operatori"⁴. La ricerca della stabilità viene affidata dalla legge bancaria alla vigilanza prudenziale e in particolare all'adeguatezza del capitale proprio di garanzia, al rispetto dei coefficienti di liquidità e al sufficiente frazionamento del rischio; non viene invece impedita la commistione tra banche e imprese⁵.

Emerge inoltre l'esigenza di un rafforzamento della stabilità nella raccolta del risparmio bancario, proprio al fine di conservare alle banche la possibilità di mantenere rapporti durevoli e stabili di finanziamento all'industria⁶.

Lo sviluppo del mercato azionario e la possibilità di ricorrervi sono, secondo quest'ottica, subordinati al sistema bancario. Come osserva Barzaghi:

Il conferimento diretto alle banche di una pluralità di ruoli nei confronti del mercato azionario (partecipazione delle banche negli organi di controllo e gestione della borsa valori, operazioni di borsa, responsabilità in solido della banca con l'impresa che assiste per la quotazione in borsa in caso di non correttezza del prospetto informativo, sottoscrizione e collocazione di azioni, negoziazione e attività di investimento), insieme al controllo sugli intermediari specializzati dal lato della domanda di azioni, vogliono evitare che forme alternative di raccolta e di finanziamento siano

4. Nardozi (1983). L'iniziativa privata nell'esercizio del credito e l'adozione del modello della banca universale sono due principi che non verranno messi in discussione negli interventi legislativi successivi al 1934; in particolare la legge bancaria del 1961, la riforma del 1976, la legge bancaria del 1984 e i recenti emendamenti, entrati in vigore nel 1993, conseguenti al recepimento della seconda direttiva CEE di coordinamento bancario.

5. Barzaghi (1988).

6. Baratta (1992).

gestite al di fuori del sistema bancario⁷.

Ne è scaturito un peso rilevante delle banche nel finanziamento e nell'offerta di servizi di consulenza finanziaria alle imprese.

Qui interessa notare come il processo descritto comporti il principale carattere distintivo del rapporto banca-impresa in Germania: la Hausbank. Secondo la concezione "ortodossa" di Hausbank, tutti i servizi finanziari vengono forniti "sotto uno stesso tetto". La definizione "sotto uno stesso tetto" non deve essere fraintesa: la normativa tedesca in materia di regolamentazione del credito, e in particolare la legge bancaria (KWG), consente alle banche l'offerta di tutti i servizi finanziari. Su tale possibilità si basa l'"universalità" della banca tedesca, che si è storicamente concretizzata in un'operatività molto ampia delle banche commerciali. Tuttavia ciò non ha impedito la formazione di gruppi di matrice bancaria in cui molti servizi vengono svolti attraverso intermediari specializzati. Il fatto che la banca svolga tali servizi indirettamente non influenza tuttavia in maniera significativa le risultanze di quanto verrà esposto nel seguito. Se il gruppo è un gruppo strategico fortemente accentrato, come nella tradizione tedesca, allora esso è un unico soggetto economico, e come tale verrà nel seguito considerato.

Il fatto che tutti i servizi vengano di fatto forniti da un unico intermediario (la banca) ha come conseguenza rilevante la concentrazione dei flussi informativi in un unico soggetto. Proprio tale concentrazione è stata spesso

7. La legge sulle società di investimento prescrive infatti l'affidamento a una banca della custodia delle attività del Fondo d'investimento, dell'emissione delle quote e dell'esecuzione degli ordini di compravendita dei titoli (art. 11 della KAGG e art. 2 della AusInvestmG). Barzaghi (1988, p. 73).

indicata come uno dei pregi del rapporto di Hausbank. Questo tipo di rapporto prevede che tra cliente e banca si stabilisca un rapporto quasi esclusivo, in base al quale il cliente si rivolge alla banca per ricevere credito, capitale di rischio, consulenza e in generale tutti i servizi finanziari che reputi necessari. Da parte sua, la banca assume il ruolo del medico di famiglia, che grazie alla confidenza e alla continua frequentazione con il paziente è in grado di "sentire il polso" della situazione.

Secondo alcuni (in primo luogo le banche) la "vicinanza" fra banca e impresa, indotta dal rapporto di Hausbank e dalla presenza di esponenti bancari nei consigli di sorveglianza, riduce le asimmetrie informative, permette alla banca una migliore valutazione del merito di credito, consente di distinguere più facilmente fra illiquidità e insolvenza, evitando così che le imprese "buone" subiscano costi ingiustificati per il credito, e, in definitiva, migliora l'efficienza e la stabilità del sistema nel suo complesso.

Sullo stesso punto così si esprime Cable (1985):

bank representation on company boards could remove informational asymmetries that would otherwise lead to credit-rationing and onerous lending terms in the provision of debt finance. In addition, the combination of bank representation and control of voting rights could reduce the transaction-costs of constraining managerial decision-making in accordance with shareholders' preferences, and therefore produce greater conformity to cost-minimizing, profit-oriented goals. The expectation is therefore that profitability will be higher where there is a close bank-company relationship.

Come visto, quindi, la tipologia dei rapporti fra banca e impresa ridurrebbe le asimmetrie informative consentendo anche una più efficiente valutazione del merito di credito.

Una verifica della validità di tale asserzione andrebbe fatta attraverso un'analisi oggettiva della qualità dell'attivo delle banche tedesche. Un'analisi di questo tipo risulta tuttavia difficoltosa a causa della pochezza dei dati reperibili da fonti ufficiali che riguardino le sofferenze e i fondi rischi⁸.

Il rapporto di Hausbank non sembra comunque aver garantito alle banche tedesche l'immunità dalla spirale "riduzione dei margini - aumento dei volumi - peggioramento della qualità dell'attivo" che le ha interessate soprattutto per quei segmenti della clientela che è invece sensibile ai tassi praticati, tanto che la Bundesbank ha invitato più volte, formalmente (cfr. Pöhl, 1990) e informalmente, le banche a una maggiore attenzione su questo aspetto e in particolare a un aumento della dotazione di capitale a fronte di un aumento dei rischi assunti.

In un quadro così delineato, caratterizzato dalla presenza preponderante degli intermediari bancari, risulta perfettamente coerente lo scarso sviluppo dei mercati: l'intensità e la qualità delle relazioni che legano le banche alle imprese hanno spinto queste ultime a rivolgersi alle banche, piuttosto che al mercato, per finanziare la loro crescita. Ciò si riflette nella sottocapitalizzazione delle imprese e nella prevalenza (quasi assoluta) dell'indebitamento bancario sull'indebitamento con il mercato. I crediti delle banche alle imprese costituivano, alla fine del 1989,

8. Un recente tentativo di analisi degli effetti della possibile riduzione delle asimmetrie informative per le imprese che hanno membri delle banche nei propri consigli di sorveglianza (Edwards e Fischer, 1991) sembra dimostrare, tra l'altro, che nel periodo 1971-1985 le società per azioni (AG) tedesche, per legge obbligate a dotarsi di un consiglio di sorveglianza, si sono in massima parte autofinanziate, ricorrendo all'indebitamento bancario in misura minore di quanto non abbiano fatto le imprese che non avevano un consiglio di sorveglianza.

poco più del 60 per cento delle passività finanziarie delle imprese stesse. Risulta inoltre estremamente modesto il peso delle azioni, pari a fine 1989 al 6,7 per cento delle passività finanziarie totali (Scheda, 1991).

Negli ultimi anni, in particolare dalla fine degli anni settanta, lo scenario è andato lentamente mutando: le banche hanno cominciato a smobilizzare il proprio attivo investito in partecipazioni e lentamente il mercato azionario ha cominciato a crescere, passando da una percentuale dello 0,27 per cento delle emissioni lorde di azioni sul PNL del 1980 allo 0,75 del 1989⁹. A fronte della crescita del mercato le banche hanno potenziato i propri servizi di corporate finance, offrendo alle imprese i servizi necessari alla raccolta di capitali (collocamento e garanzia, introduzione alla quotazione, venture capital) e all'attività del mercato stesso (consulenza nel merger and acquisition e altro).

A questo processo di sviluppo ha contribuito l'intervento delle autorità monetarie e di vigilanza, che hanno introdotto limiti più restrittivi riguardanti i rapporti tra banca e industria. In particolare, la norma che disciplina la concentrazione dei rischi (art. 13 del KWG) prevede che nessuna partecipazione a titolo di investimento¹⁰ (in quanto rientrante nella nozione di "fido") possa eccedere singolarmente il 50 per cento del patrimonio della banca e che il totale dei "grandi fidi"¹¹ non debba superare 8 volte il patrimonio. Un ulteriore limite ai rapporti fra banca e industria è quello che riguarda gli affidamenti alle imprese nelle quali la banca abbia una partecipazione a titolo di

9. Deutsche Bundesbank (1981 e 1989).

10. La partecipazione a titolo di investimento è presunta quando eccede il 25 per cento del capitale della partecipata.

11. Sono definiti grandi fidi quelli eccedenti il 15 per cento del patrimonio della banca.

investimento ovvero alle imprese i cui rappresentanti legali, o membri del consiglio di sorveglianza, o soci (nel caso di società di persone), siano amministratori, procuratori o membri del consiglio di sorveglianza della banca. Per gli affidamenti a tali imprese è necessario il parere unanime del consiglio di amministrazione e l'approvazione esplicita del consiglio di sorveglianza. A una procedura interna particolarmente complessa è quindi affidata l'indipendenza degli amministratori dalle banche detentrici di capitale e la limitazione dell'esposizione verso imprese partecipate.

Un passo ulteriore nella limitazione dei rapporti partecipativi tra banca e industria è stato di recente compiuto con l'emendamento alla legge bancaria (in vigore dal 1° gennaio 1993) che, recependo la seconda direttiva CEE di coordinamento bancario, prevede che una banca non possa detenere partecipazioni rilevanti in imprese non finanziarie in misura superiore al 15 per cento del capitale della banca stessa. Il totale di queste partecipazioni non può comunque eccedere il 60 per cento del patrimonio netto della banca. Non sembrano queste misure, come si vedrà nel par. 2.2.1, particolarmente rilevanti nella disciplina del rapporto banca-industria, se si considera che raramente le banche tedesche detengono partecipazioni rilevanti nelle imprese.

Lo sviluppo e i processi di riforma che hanno interessato e stanno interessando i mercati internazionali, con la conseguente modifica della struttura degli intermediari, non ha infine lasciato indifferente le autorità tedesche.

Sul punto così si esprime Banfi (1991):

per adeguarsi ai nuovi scenari che si vanno delineando e per rilanciare la vocazione internazionale delle borse tedesche, le autorità di borsa, pur salvaguardando il ruolo centrale del sistema bancario e mantenendo sostanzialmente

invariata la tradizionale organizzazione dei mercati dei titoli, hanno promosso numerose iniziative tese a riformare la struttura e l'organizzazione del mercato dei titoli.

In questo contesto vanno inseriti sia la creazione nel 1987 di un mercato regolamentato (Geregelter Markt), in aggiunta a quello principale (Amtlicher Handel), che consente, in virtù di costi e di requisiti di ammissione meno restrittivi, la quotazione di aziende di medie dimensioni, sia gli emendamenti al Börsengesetz (1989), che hanno avviato il processo di rinnovamento delle strutture borsistiche, prevedendo il supporto telematico alle negoziazioni, mercati completamente computerizzati, ampliamento degli strumenti di negoziazione. Sulla stessa linea di sviluppo si colloca la nascita, nel 1990, del mercato a termine (Deutsche Terminbörse, DTB) per la negoziazione di options e futures, primo mercato interamente informatizzato.

Il processo di cartolarizzazione ha di recente interessato anche i titoli a breve termine: l'abolizione delle imposte sui contratti di borsa e dell'autorizzazione governativa per l'emissione dei titoli ha permesso la formazione di un mercato dei commercial papers in rapido sviluppo. Nel processo di promozione del mercato finanziario tedesco vanno inserite anche le recenti innovazioni volte a snellire le procedure, a creare mercati per futures e options, nonché a migliorare la trasparenza del mercato stesso (legge sull'insider trading) e la sua efficienza (creazione in futuro di un unico listino ufficiale nazionale).

A partire dai primi anni ottanta anche le autorità monetarie hanno favorito uno sviluppo del mercato azionario al fine di ridurre il coinvolgimento diretto delle banche nel finanziamento dell'accumulazione del capitale¹²:

12. Barzaghi (1988).

It would be very dangerous if the German banking industry and official capital market policy were to come to accept the narrowness and low capacity of the German share market. In view of the medium-term tasks ahead of it, the German business community urgently needs an efficient market for risk capital. Every effort should be made to render the German share market so attractive to enterprises seeking capital and security buyers interested in equities that, in the long run, it will become as efficient as the share market of other major industrial countries (Deutsche Bundesbank, 1981).

Sempre nella relazione annuale del 1981 la Bundesbank richiedeva esplicitamente alle banche di indurre le imprese a superare l'avversione alla trasformazione giuridica necessaria per essere ammessi ai mercati mobiliari e all'emissione di azioni.

In termini di stabilità complessiva del mercato creditizio, lo sviluppo di un mercato azionario e obbligazionario non deve comunque sottovalutare i rischi collegati alla disintermediazione del sistema bancario:

La tendenza a sviluppare relazioni finanziarie cartolarizzate, e quindi la "disintermediazione", riguarda ormai anche il mercato tedesco, anche se in misura minore rispetto ad altri paesi. In una nazione con "banche universali" non si può discutere di togliere dai bilanci delle banche attraverso la cartolarizzazione i migliori indirizzi dei debitori ed emanciparli per mezzo di proprie emissioni; nei bilanci delle banche non possono rimanere solo i rischi peggiori (Schlesinger, 1992).

Nei fatti, il ruolo delle banche resta centrale, non solo perché il ricorso diretto al mercato da parte delle imprese private risulta ancora modesto, ma anche perché le grandi banche universali tedesche sono oggi impegnate nel tentativo di evitare la possibile disintermediazione, attraverso la politica dell'Allfinanz. Essa comprende l'offerta alla clientela di tutti i servizi finanziari (oltre al leasing e al factoring, i servizi di consulenza

finanziaria all'impresa, i prodotti assicurativi, il risparmio previdenziale, ecc. L'Allfinanz va interpretata quindi come logica prosecuzione della Hausbank, il cui significato travalica infatti il semplice rapporto di finanziamento. Attraverso l'offerta di una vasta gamma di servizi, per i quali le imprese preferiscono affidarsi a una banca di cui hanno assoluta fiducia, le banche cercano di accentuare ulteriormente il legame fiduciario¹³.

L'ampliarsi della gamma dei servizi offerti dà una chiave di lettura ai segnali che sembrano indicare un superamento del tradizionale rapporto di Hausbank (cfr. Deutsche Bundesbank, 1989, p. 14). La moltiplicazione dei rapporti di finanziamento con banche diverse da parte delle imprese, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, non implica un abbandono della Hausbank, se poi l'impresa continua a rivolgersi sempre alla stessa banca per ottenere particolari servizi.

2.2 Struttura del controllo e ruolo delle banche

Cerchiamo ora di approfondire le fondamenta normative e l'effettiva estensione dell'esercizio dei diritti di voto delle azioni direttamente possedute dalle banche e delle azioni depositate presso di esse dai piccoli azionisti e della presenza di rappresentanti delle banche nei consigli di sorveglianza delle imprese industriali.

2.2.1 Partecipazioni dirette e delega dei diritti di voto

Il regime delle partecipazioni è regolato dalla sezione 12 della legge bancaria e dai principi sulla liquidità e sul capitale azionario. È peraltro difficile

13. Sul problema del superamento della Hausbank si veda anche Schena (1991).

accertare l'ammontare di partecipazioni detenute da una banca dal momento che queste ultime vengono aggregate sotto un'unica voce del bilancio comprensiva di altri investimenti¹⁴.

Sin dal 1975 la Commissione sui monopoli e l'Associazione federale delle banche tedesche hanno compiuto diverse indagini conoscitive sull'influenza esercitata dalle banche sulle imprese¹⁵. Dall'insieme dei dati raccolti risulta che tra il 1976 e il 1986 le 10 maggiori banche tedesche hanno ridotto il numero delle partecipazioni industriali da 126 a 86, il capitale nominale complessivo passando da 1,8 a 1,7 miliardi di marchi. Nel 1989 il numero di partecipazioni è passato da 86 a 101, ma il valore complessivo del capitale nominale è ulteriormente sceso a 1,6 miliardi di marchi¹⁶. La totalità delle banche possedeva nel 1988 il 9 per cento delle azioni quotate al listino ufficiale¹⁷.

Nel Rapporto della Commissione sulla struttura delle banche del 1979, le partecipazioni superiori al 10 per cento detenute dalle banche nelle AG (società per azioni) e nelle grandi GmbH (società a responsabilità limitata) ammontavano a

14. Immenga (1979).

15. Ministero delle finanze della Repubblica federale tedesca (1981).

16. I dati relativi al 1986 sono riportati nel Bundesverband Deutscher Banken, Brief an den Bundesminister für Wirtschaft, 25 luglio 1987. Per i dati del 1989 cfr. "Neuer Zürcher Zeitung", 30 settembre 1989.

17. Mayer (1990). Nel 1990 la percentuale delle partecipazioni delle banche nelle società quotate saliva al 10 per cento. Ciò era dovuto essenzialmente all'aumento delle quote possedute in altre istituzioni creditizie o nell'ambito dell'attività di contrattazione sui mercati dei valori mobiliari.

662, per un capitale nominale di 3,6 miliardi di marchi¹⁸.

Le partecipazioni delle banche non risultano però di ammontare rilevante per le imprese industriali di grandi dimensioni. Le 10 maggiori banche tedesche detenevano quote superiori al 25 per cento solo in 15 delle circa 460 società quotate nel 1979¹⁹. Nel 1988 le banche nel loro insieme possedevano partecipazioni superiori al 25 per cento nell'8 per cento delle 200 maggiori imprese quotate.

Le banche, oltre ai diritti di voto derivanti dalle partecipazioni, possono esercitare tramite delega i diritti di voto dei piccoli azionisti (Depotstimmrecht).

In base alle sezioni 128 e 135 della legge sulle società del 1965, le banche sono autorizzate per procura a esercitare i diritti di voto delle azioni depositate dai propri clienti. Questo potere deve essere rinnovato ogni 15 mesi ed è revocabile in ogni momento da parte del delegante. La banca invia ai titolari dei diritti di voto un modulo con richiesta di istruzioni relativamente alle questioni oggetto di voto. La banca allega le proprie raccomandazioni e, in assenza di disposizioni diverse da parte dei clienti, vota secondo quanto ivi contenuto²⁰.

I piccoli azionisti di rado esprimono le proprie preferenze, consentendo così alle banche di esercitare una notevole influenza tramite i loro voti. Nella maggior parte

18. Nel 1986 vi erano in Germania 2190 AG e 346.371 GmbH. Cfr. Deutsche Bundesbank (1989). Nel 1991 il numero delle AG saliva a 2806.

19. Gerum e altri (1988).

20. La banca può anche votare in modo diverso da quanto espresso originariamente se ritiene che, in base alle circostanze, l'azionista sarebbe favorevole. In questo caso la banca deve comunque informare l'azionista e motivare la propria scelta.

dei casi le banche raccomandano ai propri clienti di votare in favore delle proposte degli amministratori delle imprese industriali²¹.

In base ai dati raccolti nel 1975 dalla Commissione sui monopoli, le banche esercitavano mediamente il 31,27 per cento dei diritti di voto nelle 100 maggiori imprese industriali tedesche grazie al Depotstimmrecht. A differenza di quanto constatato per le partecipazioni, i diritti di voto esercitati dalle banche tramite il Depotstimmrecht raggiungono ammontari rilevanti nelle imprese di maggiori dimensioni; nelle prime 10 società del listino ufficiale per valore di capitalizzazione di borsa, i diritti di voto esercitati tramite delega dalle banche eccedevano il 50 per cento del totale²².

Infine, più del 25 per cento delle azioni quotate al listino risultavano depositate presso le tre maggiori banche tedesche (Deutsche Bank, Dresdner Bank e Commerzbank)²³.

L'importanza del Depotstimmrecht è accresciuta dalla presenza negli statuti di numerose imprese tedesche di una clausola che limita al 5 per cento del capitale azionario i diritti di voto esercitabili da un unico azionista, a prescindere dal numero di azioni posseduto²⁴. Tale ostacolo non vale ovviamente per i diritti di voto esercitati dalla banca in nome dei piccoli azionisti che individualmente non superano la soglia del 5 per cento ma che, a livello

21. Un'analisi critica dell'istituto del Depotstimmrecht è contenuta in Ministero delle finanze della Repubblica federale tedesca (1981).

22. Cable (1985).

23. Pfeiffer (1986).

24. Secondo dati del 1988 vi erano 16 società quotate premunite di tale clausola tra cui Deutsche Bank, Veba, Bayer, Basf.

aggregato, possono costituire come si è visto quote azionarie rilevanti. Non è un caso che le banche limitino invece il valore medio delle singole partecipazioni detenute nelle 100 maggiori imprese al 4,6 per cento²⁵.

L'esercizio dei diritti di voto derivanti dalle partecipazioni e dalle deleghe dei piccoli azionisti consente alle banche di eleggere propri rappresentanti nei consigli di sorveglianza delle imprese.

In Germania tutte le AG e le GmbH con più di 500 dipendenti devono istituire un consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat), composto da persone non facenti parte del consiglio di amministrazione dell'impresa, con compiti di verifica della gestione e dei risultati dell'impresa. La gestione aziendale è invece affidata a un consiglio di amministrazione (Vorstand) composto da amministratori nominati dal consiglio di sorveglianza.

Il meccanismo differisce dunque dal sistema classico di governo delle società, ove in un unico organo di amministrazione e controllo (consiglio di amministrazione) sono presenti dirigenti interni dell'impresa e rappresentanti esterni.

Nel corso degli anni ottanta il numero di rappresentanti delle banche nei consigli di sorveglianza delle 100 maggiori imprese è costantemente diminuito:

25. Coffee (1991).

**RAPPRESENTANTI DELLE BANCHE
NEI CONSIGLI DI SORVEGLIANZA DELLE IMPRESE**

Anni	Rappresentanti	% sul totale
1974	179 (*)	15,0
1978	145	9,8
1984	114	7,8
1988	109	6,9

(*) Le banche avevano 961 rappresentanti nei consigli di sorveglianza di tutte le AG e 1344 rappresentanti nell'insieme di tutte le AG e GmbH (Edward e Fischer, 1991).

Nel 1978 le tre grandi banche avevano 94 rappresentanti nelle 100 maggiori società. Nel 1984 75 rappresentanti, di cui la Deutsche Bank 38, la Dresdner Bank 22 e la Commerzbank 15²⁶. Sempre nel 1984, su 1466 posti nei consigli di sorveglianza delle 100 maggiori imprese, 51 appartenevano a istituti di credito pubblici, 368 a esponenti di altre imprese industriali, 69 a politici e funzionari della pubblica amministrazione, 147 avvocati e 717 rappresentanti dei lavoratori.

Nel 1974 le banche avevano 31 presidenti e 35 vicepresidenti dei consigli di sorveglianza delle 100 maggiori imprese. Dei 31 presidenti di nomina bancaria nel 1974, 18 appartenevano alla Deutsche Bank, 2 alla Dresdner Bank e 1 alla Commerzbank. Nel 1978 il numero di presidenti scendeva a 20 e i vicepresidenti erano 6²⁷.

26. Cable (1985); Edwards e Fischer (1991).

27. Cable (1985); Edwards e Fischer (1991). Secondo uno studio del 1979 condotto sulle 281 AG con più di 2000 dipendenti, la percentuale dei presidenti di nomina bancaria era del 19,2 per cento. Cfr. Gerum e altri (1988).

Si noti che il voto del presidente del consiglio di sorveglianza di un'impresa con più di 2000 dipendenti vale doppio nel caso in cui il consiglio non riesca a deliberare a maggioranza; il presidente è quindi una figura chiave nel garantire agli azionisti dell'impresa il controllo degli amministratori in carica.

In conclusione, le banche, pur non essendo predominanti, sono ben rappresentate nei consigli di sorveglianza delle imprese, seppure in misura decrescente a partire dagli anni settanta.

I dati raccolti e le altre informazioni disponibili suggeriscono quest'interrogativo: le banche tedesche sono effettivamente in grado di influenzare l'esercizio del controllo e, in particolare, di promuovere la sua riallocazione a prescindere dal consenso degli altri soggetti coinvolti nella vita dell'impresa (azionisti, amministratori, dipendenti, fornitori, ecc.)?

Prima di tentare una risposta è necessario considerare alcuni aspetti attinenti la disciplina e il funzionamento del controllo societario utili per valutare il grado di autonomia degli amministratori.

2.2.2 Gestione e controllo nelle società di capitali

In base alla legge del 1937 ogni società per azioni (AG, Aktiengesellschaft) deve costituire un consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat), collocato in una posizione intermedia tra l'assemblea degli azionisti e il consiglio di amministrazione (Vorstand).

Con le leggi del 1951 sulla cogestione nelle imprese

minerarie e metallurgiche e del 1952 sulla struttura dell'impresa, l'Aufsichtsrat ha perso la sua natura di organo di rappresentanza degli azionisti ed è divenuto un organo autonomo dell'impresa il cui compito non è più quello della tutela esclusiva degli interessi degli azionisti della società, bensì di tutti coloro che appartengono all'impresa intesa come organizzazione sociale (azionisti, prestatori d'opera, dirigenti). La legge sulla struttura dell'impresa del 1952 ha in particolare predisposto che tutte le società per azioni (AG) e le società a responsabilità limitata (GmbH) o le cooperative con più di 500 dipendenti abbiano un consiglio di sorveglianza con almeno un terzo dei componenti nominato dai lavoratori²⁸. Infine la legge sulle grandi imprese del 1976 ha stabilito che i consigli di sorveglianza delle società con più di 2000 dipendenti siano composti al 50 per cento da rappresentanti dei lavoratori e per l'altro 50 per cento da membri nominati dagli azionisti.

La legge del 1937 stabilisce altresì le funzioni dell'assemblea degli azionisti, dell'Aufsichtsrat e del Vorstand. L'assemblea nomina i componenti del consiglio di sorveglianza, in genere per cinque anni, in rappresentanza degli azionisti e può revocarli con la maggioranza qualificata del 75 per cento degli azionisti²⁹.

Il consiglio di sorveglianza ha il compito nelle AG di controllare gli amministratori della società che siedono nel Vorstand e procede alla loro nomina o revoca e alla determinazione dei loro emolumenti. I membri del Vorstand

28. Gli altri due terzi vengono nominati dagli azionisti. La legge sulle società per azioni del 1965 ha stabilito un numero minimo di componenti di tre persone per il consiglio di sorveglianza.

29. Vedi sezione 103 della legge sulle società per azioni del 1965. Numerosi statuti delle AG sono stati peraltro modificati, rendendo sufficiente la maggioranza assoluta per la revoca dei membri del consiglio di sorveglianza.

vengono nominati per un periodo di cinque anni e possono essere revocati solo per gravi ragioni espressamente indicate dalla legge (noncuranza grave, incapacità e mozione di sfiducia votata dall'assemblea generale della società, a patto che sia oggettivamente motivata). La mancanza di fiducia del nuovo azionista-controllore della società negli amministratori in carica può costituire una valida motivazione.

Minori sono invece i poteri del consiglio di sorveglianza nelle GmbH. Il consiglio non ha il potere di nomina dei gestori delle GmbH con meno di 2000 dipendenti, che spetta all'assemblea degli azionisti. Quest'ultima, anche per le imprese con più di 2000 dipendenti rimane l'unico organo della GmbH legittimato a impartire direttive ai gestori.

Affinché il consiglio di sorveglianza possa adempiere i suoi doveri occorre che esso abbia accesso in modo continuo a un corretto flusso informativo sulla realtà dell'impresa. Come abbiamo detto in precedenza, però, non vi è alcuna sovrapposizione tra consiglio di sorveglianza e Vorstand.

La separatezza tra i due organi è garantita dalle seguenti disposizioni:

- i membri del consiglio di sorveglianza non possono appartenere al Vorstand o comunque essere dirigenti della stessa impresa³⁰;
- un membro del Vorstand della società A non può appartenere al consiglio di sorveglianza della società B, se B control-

30. Accade spesso però, soprattutto nelle banche, che ex amministratori del Vorstand in pensione entrino a far parte del consiglio di sorveglianza della stessa impresa.

la A;

- un membro del Vorstand della società A non può appartenere al consiglio di sorveglianza della società B, se già un membro del Vorstand della società B occupa un posto nel consiglio di sorveglianza della società A.

I membri del Vorstand, non potendo appartenere al consiglio di sorveglianza³¹, devono quindi trasmettere ogni informazione utile ai fini del controllo da parte dell'Aufsichtsrat.

Il Vorstand è tenuto a informare il consiglio di sorveglianza circa i piani futuri, i risultati ottenuti e i criteri gestionali assunti. Il consiglio di sorveglianza, oltre ad avere accesso alle scritture contabili della società, può richiedere ogni altra informazione necessaria allo svolgimento delle proprie mansioni.

La dipendenza del consiglio di sorveglianza nei confronti del Vorstand per quanto concerne le informazioni sull'impresa pone due ordini di problemi. Da un lato, vi è una comprensibile reticenza da parte degli amministratori nell'informare il consiglio di sorveglianza sulle eventuali difficoltà attraversate dall'impresa. L'Aufsichtsrat potrebbe non rinnovare le nomine degli attuali amministratori alla scadenza del mandato o, nei casi più gravi, revocare anzitempo le cariche. Dall'altro lato, possono sorgere conflitti di interesse e problemi concorrenziali nel rendere noto al consiglio di sorveglianza (i cui membri, abbiamo visto, appartengono alle banche finanziatrici, ad altre imprese industriali, ai sindacati, ecc.) le questioni più

31. Lutter (1988). Quanto ai rappresentanti dei lavoratori nel consiglio di sorveglianza, essi non sono generalmente bene informati sulle strategie dell'impresa, data la loro appartenenza ai livelli gerarchici inferiori della società.

delicate o le scelte strategiche più rilevanti dell'impresa³².

La duplice esigenza di garantire un esauriente flusso informativo al consiglio di sorveglianza e di preservare la gestione dell'impresa dall'insorgere conflitti di interesse o dall'acquisizione da parte della concorrenza di importanti informazioni aziendali ha spinto le società tedesche ad adottare le seguenti misure.

Ai sensi della sezione 111, comma 4 della legge sulle società per azioni del 1937, l'assemblea degli azionisti di una società può stabilire nello statuto per quali atti del Vorstand sia necessario il preventivo assenso del consiglio di sorveglianza. La lista delle decisioni del Vorstand sottoposte al preventivo benestare dell'Aufsichtsrat costituisce quindi un indicatore importante del grado di controllo formale del secondo nei confronti del primo nelle società tedesche³³.

32. Lutter (1988). L'autore riporta due esempi in proposito. Nel primo, una S.p.A. ha ingenti debiti verso una banca; un amministratore della banca è nell'Aufsichtsrat della società. Dalle relazioni del Vorstand della S.p.A. egli apprende che la società lavora in forte perdita. Può riferire ciò alla banca di cui è amministratore e suggerire una riduzione del finanziamento? Nel secondo, un consigliere di amministrazione di una compagnia di assicurazioni è nell'Aufsichtsrat di una fabbrica di birra. La compagnia decide di lanciare un'offerta pubblica di acquisto della birreria. Come deve comportarsi quel consigliere, che conosce tutte le notizie interne alla birreria?

33. In uno studio del 1979 sulle disposizioni statutarie delle 281 AG con più di 2000 dipendenti volto a stabilire la percentuale dei provvedimenti del Vorstand soggetti a preventiva approvazione da parte del consiglio di sorveglianza è emerso quanto segue. Nel 37 per cento delle imprese non vi era alcuna decisione degli amministratori subordinata all'assenso dell'Aufsichtsrat. Solo il 4 per cento possedeva una lista di provvedimenti da autorizzare sufficientemente vasta, compresi alcuni nell'area della pianificazione strategica. Particolari decisioni di investimento e finanziamento che spesso richiedevano l'approvazione dell'Aufsichtsrat erano:

Per evitare la discussione di tutte le questioni di maggiore interesse all'interno del consiglio di sorveglianza, quest'ultimo può costituire comitati ad hoc o permanenti (solitamente di soli tre membri) al fine di raccogliere maggiori informazioni circa la nomina di un nuovo membro del Vorstand, la valutazione del rischio connesso a un progetto o la richiesta di un grosso affidamento³⁴. I consiglieri di sorveglianza appartenenti al comitato vengono informati approfonditamente dei punti più delicati del problema all'ordine del giorno. Una volta "risolta" la questione, i consiglieri riferiscono al consiglio di sorveglianza che, attraverso una discussione "sterilizzata", adotta le decisioni formali³⁵.

Una figura a parte nel rapporto tra l'Aufsichtsrat e il Vorstand è quella del presidente del consiglio di sorveglianza. In base alla sezione 90, comma 1 della legge del 1937, il presidente deve essere informato preventivamente dai membri del Vorstand su tutti gli eventi di rilievo. Nella prassi il presidente dell'Aufsichtsrat viene informato dal presidente del Vorstand almeno una volta alla settimana. Nel caso vi siano questioni particolarmente delicate, il presidente del Vorstand avvisa il comitato o il consiglio nella sua interezza. Il continuo contatto tra il presidente dell'Aufsichtsrat e il Vorstand è di fondamentale importanza visto lo scarso numero di volte che si riunisce il consiglio

(Continuazione nota 33 dalla pagina precedente)

vendita o acquisto di partecipazioni in altre imprese (54 per cento delle 281 AG); operazioni immobiliari (51 per cento); chiusura o apertura di nuovi impianti (38 per cento); richieste di nuovi prestiti (31 per cento); board issues (36 per cento). Gerum e altri (1988).

34. Kubler (1984).

35. Lutter (1988).

di sorveglianza³⁶.

Inoltre il presidente, in base alla legge del 1976, ha il potere di decisione, in caso di parità di voti, all'interno del consiglio di sorveglianza delle società con più di 2000 dipendenti.

L'insieme delle considerazioni fatte suggerisce che l'importanza del Vorstand nelle decisioni relative alla riallocazione del controllo aumenta al crescere delle dimensioni delle imprese amministrare. Nelle imprese maggiori può avvenire infatti che i rappresentanti dei lavoratori nei consigli di sorveglianza abbiano rapporti privilegiati con i membri del consiglio di amministrazione e che i membri del consiglio di sorveglianza incontrino difficoltà nell'assumere informazioni sulle strategie gestionali intraprese dagli amministratori in carica.

Il ruolo delle banche nel mercato della riallocazione varierà quindi in base alle dimensioni delle imprese in oggetto e alla capacità delle banche di far coincidere i propri interessi con quelli dei soggetti di volta in volta determinanti nelle decisioni relative al trasferimento del controllo.

2.2.3 Tre modelli

Possiamo distinguere tre diversi modelli per descrivere il ruolo delle banche nella riallocazione del controllo delle imprese tedesche: il primo riguarda le società ad azionariato diffuso, il secondo quelle caratterizzate da un azionista di riferimento, il terzo le

36. Nel 1979 l'86 per cento delle 281 AG con più di 2000 dipendenti riuniva il proprio consiglio di sorveglianza due volte l'anno. Gerum e altri (1988).

piccole e medie imprese generalmente controllate a maggioranza assoluta da un unico azionista.

Nel caso delle società caratterizzate da azionariato diffuso, le banche (soprattutto le tre grandi) esercitano un ruolo importante grazie al Depotstimmrecht. Non è tuttavia possibile valutare con certezza se le tre grandi banche utilizzino la propria influenza nella riallocazione del controllo delle imprese ogniqualvolta sia nell'interesse degli azionisti e/o contraria alla volontà degli amministratori in carica.

La Deutsche Bank, la Dresdner Bank e la Commerzbank sono a loro volta delle società ad azionariato diffuso, i cui amministratori, a differenza di quanto avviene nelle public companies del mondo anglosassone, non corrono il rischio di perdere il proprio posto in seno al Vorstand in seguito all'acquisizione ostile della maggioranza assoluta o qualificata delle azioni delle rispettive banche da parte di terzi. Tramite l'esercizio delle deleghe dei diritti di voto, gli amministratori della Deutsche Bank controllano infatti il 47,2 per cento dei voti della propria impresa, gli amministratori della Dresdner Bank il 59,3 e quelli della Commerzbank il 30,3³⁷.

Ognuna delle tre banche detiene inoltre partecipazioni nelle altre due che dovrebbero scongiurare tentativi di acquisizione del controllo poco graditi agli amministratori in carica. Nel 1985 la Deutsche Bank deteneva il 13,39 per cento dei diritti di voto della Dresdner Bank e

37. Pfeiffer (1986). L'acquisizione del controllo di una delle tre grandi banche tedesche trova ulteriori ostacoli nella normativa antitrust, che sembra aver limitato un'operazione della Allianz nei confronti della Hypobank, e nella detenzione di una parte cospicua del capitale da parte dei dipendenti delle stesse banche. Gli azionisti della Deutsche Bank dal 1984 al 1988 sono passati da 245.000 a 310.000. Cfr. Locatelli (1991).

il 16,3 della Commerzbank; la Dresdner Bank controllava il 9,15 per cento della Deutsche Bank e il 9,92 della Commerzbank; la Commerzbank possedeva il 3,5 per cento della Dresdner Bank e il 4,04 della Deutsche Bank³⁸.

L'adozione, da parte del Vorstand delle imprese industriali ad azionariato diffuso, di strategie contrastanti con gli interessi degli azionisti potrebbe essere tollerata (sino a sostenere un'impresa in stato d'insolvenza) dagli amministratori delle banche presenti nei consigli di sorveglianza delle stesse imprese. Gli amministratori delle grandi banche otterrebbero in cambio cariche di prestigio negli organi di controllo delle maggiori imprese tedesche e la possibilità di instaurare il rapporto di Hausbank con alcune di queste imprese. Si avrebbe in definitiva un sistema "collusivo", in cui gli amministratori delle imprese e delle banche "sorveglianti" si assicurano vicendevolmente un "posto di lavoro" e la permanenza in vita delle rispettive società, con ovvio gradimento dei dipendenti e dei vari stakeholders di quest'ultime. Gli azionisti delle imprese e delle banche sarebbero quindi gli unici a non trarre vantaggio dalla situazione descritta; una conferma di tale conclusione può venire da un'analisi dei rendimenti in termini di dividendi e di guadagni in conto capitale delle azioni delle società tedesche che sembrano essere inferiori a quelli delle società anglosassoni³⁹.

Gli amministratori delle grandi banche, attraverso il controllo dei diritti di voto dei propri azionisti e di quelli delle imprese industriali derivante dal Depotstimmrecht, impediscono lo sviluppo di un mercato in cui il giudizio sulla salute di un'impresa scaturisce principalmente dai rendimenti dei valori mobiliari quotati.

38. Gottschalk (1987).

39. Schneider-Lenné (1992).

Una seconda fattispecie di ruolo delle banche nella riallocazione si ha nel caso delle imprese di medio-grande dimensione caratterizzate dalla presenza di almeno un azionista in possesso di una partecipazione elevata, diciamo superiore al 25 per cento⁴⁰. È questa la categoria di imprese più numerosa in Germania, ove nel 1988 solo l'11 per cento delle 200 maggiori imprese quotate non presenta un azionista con più del 25 per cento del capitale⁴¹. Le banche detengono quote superiori al 25 per cento solo nell'8 per cento delle 200 maggiori società quotate. A questa percentuale occorre aggiungere i casi in cui il voto congiunto derivante dalle partecipazioni e dal Depotstimmrecht supera la soglia del 25 per cento⁴².

Le banche in possesso di partecipazioni superiori al 25 per cento nelle singole imprese sono solite nominare un proprio rappresentante come presidente o vicepresidente del consiglio di sorveglianza⁴³. Le banche esercitano dunque un certo potere nei confronti delle imprese partecipate, o comunque i cui diritti di voto siano controllati per una percentuale superiore al 25 per cento.

40. Spesso per l'adozione di importanti decisioni nella vita dell'impresa, quali la revoca dei membri del consiglio di sorveglianza prima della scadenza del mandato, occorre una maggioranza qualificata del 75 per cento dei diritti di voto. Il possesso di una quota del 25 per cento conferisce quindi un potere di veto in capo all'azionista.

41. Nel 1983 le imprese ad azionariato diffuso rappresentavano però il 36,8 per cento del capitale nominale in un campione di 300 imprese quotate.

42. Nel 1974 su 41 casi in cui le banche detenevano più del 25 per cento dei voti delle 100 maggiori imprese, 26 volte ciò era dovuto ai diritti di voto esercitati per delega dei piccoli azionisti.

43. Edwards e Fischer (1991).

Nel complesso però delle società quotate con un azionista di rilievo, l'importanza delle quote detenute e il numero di rappresentanti nominati dalle imprese industriali risultano notevolmente superiori a quelli di matrice bancaria⁴⁴.

Nelle imprese in cui le banche detengono significative partecipazioni è ragionevole assumere che vi sia un controllo degli amministratori volto a massimizzare l'investimento azionario; la nomina di un proprio esponente da parte delle banche come presidente o vicepresidente del consiglio di sorveglianza, ogniqualevolta la partecipazione nelle imprese industriali supera il 25 per cento del capitale, sembra confermare la tesi del ruolo attivo svolto dalle prime nel controllo degli amministratori delle seconde.

In presenza di un controllo di una percentuale significativa dei diritti di voto delle imprese derivante dalle azioni depositate presso le banche dai piccoli azionisti, occorre distinguere i casi in cui vi sia almeno un azionista di riferimento (come visto, il più delle volte un'altra impresa industriale) da quelli delle imprese ad azionariato diffuso. Questa seconda ipotesi è già stata esaminata. La prima sembra escludere l'esigenza di un controllo da parte delle banche sull'attività del Vorstand, vista la presenza di un azionista di rilievo che, a livello teorico, dovrebbe assicurare lo svolgimento di tale funzione in seno al consiglio di sorveglianza. Le banche sarebbero

44. Occorre infatti segnalare che le imprese industriali non solo detengono, per numero e dimensioni, partecipazioni superiori agli altri investitori ma anche nominano una percentuale di propri rappresentanti nei consigli di sorveglianza di imprese non partecipate superiore a quella delle banche. Nelle 281 imprese industriali con più di 2000 dipendenti vi era nel 1979 il 18,5 per cento dei membri dei consigli di sorveglianza in rappresentanza di altre imprese non partecipanti al capitale. Le banche avevano solo l'11,3 per cento del totale in imprese non partecipate. Gerum e altri(1988).

invece in grado di assumere un ruolo di garanzia degli azionisti di minoranza da possibili abusi della maggioranza.

Una seconda e meno benevola interpretazione della funzione svolta dalle banche tramite il Depotstimmrecht nei confronti delle imprese partecipate da almeno un azionista di riferimento ricalca la tesi esposta precedentemente riguardo alle società ad azionariato diffuso; data la fitta rete di partecipazioni incrociate che caratterizza le imprese industriali non è da escludere l'ipotesi di intese collusive tra gli amministratori (i quali possono decidere di assumere partecipazioni in altre imprese) che annullerebbero i pregi, in termini di riduzione degli agency costs, della presenza di un azionista di rilievo. Gli amministratori delle banche, anche in questo caso, "baratterebbero" l'esercizio del controllo sulle imprese in cambio dell'assunzione di cariche e dell'instaurazione di rapporti di Hausbank.

Infine, passiamo all'analisi dell'influenza delle banche sulla terza tipologia di imprese: quelle medio-piccole.

Sebbene la legge non imponga l'istituzione di un consiglio di sorveglianza per le GmbH con meno di 500 dipendenti e le società di persone (le forme legali di società solitamente prescelte dalle imprese medio-piccole), molte di queste includono tra gli organi sociali previsti dallo statuto il Beirat (una sorta di organo di supervisione)⁴⁵.

Le competenze di tale organo sono interamente lasciate alle norme statutarie e vanno da compiti meramente consultivi a funzioni di controllo e gestione (vista la maggiore difficoltà di distinzione di queste due attività

45. In un campione di 258 imprese medio-piccole, il 56 per cento era dotato di un Beirat. Richter e altri (1990).

nelle imprese medio-piccole). Secondo uno studio del 1985, il 60 per cento dei Beiräte presi in considerazione aveva compiti consultivi⁴⁶. Solo 31 dei 492 membri dei Beiräte rappresentavano istituzioni creditizie, da cui si può dedurre che il ruolo esercitato dalle banche all'interno di tali organi non è particolarmente significativo.

Non di meno, data l'impossibilità per le imprese medio-piccole, generalmente costituite in forma di società di persone o di imprese individuali, di raccogliere fondi sui mercati mobiliari e la conseguente dipendenza dal sistema bancario, è probabile che le banche siano in grado di esercitare una qualche influenza nelle decisioni di trasferimento del controllo delle imprese affidate.

Vedremo nel corso del prossimo paragrafo quali strategie e quali strutture hanno adottato le banche tedesche per favorire le operazioni di riallocazione della proprietà delle imprese industriali.

2.3 Le banche e la riallocazione

È stata sin qui esaminata la natura del controllo che le grandi banche tedesche esercitano sulle imprese in virtù delle partecipazioni detenute e delle deleghe dei diritti di voto dei piccoli azionisti. La grande banca universale, pur con i tratti distintivi di Hausbank, e, più di recente, di Allfinanz che la caratterizzano, resta comunque una banca commerciale⁴⁷. In quest'ottica, l'assistenza offerta dalle

46. Gaugler e Heimbürger (1985).

47. La natura di banca commerciale va sempre tenuta presente anche nel valutare l'ingresso in aree di attività tipicamente riservate a intermediari diversi. È il caso ad esempio dell'ingresso nel ramo assicurativo e del risparmio previdenziale, che persegue il duplice scopo di ampliare la gamma di servizi resi alla clientela e di

banche alle operazioni di riallocazione delle imprese potrebbe risultare funzionale all'attività di banca commerciale.

In caso di crisi, ad esempio, la banca può intervenire prima che la situazione patologica di un'impresa affidata diventi irreversibile, rilevandone la proprietà per poi cederla a un proprietario ritenuto idoneo, ovvero facilitandone la cessione a un nuovo proprietario. Vi sono indizi per ritenere che in Germania questo comportamento assume particolare rilevanza, in virtù della possibilità per la banca di avere una percezione precoce degli stati di difficoltà. Tale possibilità sarebbe anche legata alla presenza di esponenti della banca nel consiglio di sorveglianza dell'impresa.

Un secondo esempio riguarda l'offerta, da parte della Dresdner Bank, di un servizio di amministrazione delle eredità, che garantisce agli eredi l'adempimento della procedura testamentaria del cliente e consente alla banca di continuare a gestire il patrimonio di quest'ultimo entrando in contatto con nuovi, potenziali clienti (Scheda, 1991).

Anche l'ingresso delle banche tedesche nell'attività di venture capital (con l'apporto di capitale di rischio o di debito finalizzato al cambio di proprietà di imprese esistenti o all'avvio di nuove imprese) e di consulenza nel merger and acquisition rientra in una strategia più ampia volta a limitare la possibile disintermediazione del sistema bancario.

Le ridotte dimensioni del mercato secondario hanno

(Continuazione nota 47 dalla pagina precedente)
limitare una possibile disintermediazione del passivo. È il caso anche di alcune delle attività tipicamente rilevanti per la riallocazione proprietaria.

costituito un limite all'espansione dell'attività di venture capital, perché oltre a frenare lo sviluppo di acquisizioni sul mercato rendono complessa per l'investitore la dismissione dell'investimento⁴⁸. Tale mercato sembra tuttavia in rapido sviluppo: gli investimenti annui sono cresciuti, rispetto all'anno precedente, del 221 per cento nel 1989 e del 232 nel 1990 (Aifi, 1991).

A fronte dello sviluppo dei mercati va rilevata una forte crescita del risparmio finanziario gestito dal sistema delle imprese assicuratrici e previdenziali⁴⁹. Il portafoglio titoli di questi investitori (società di assicurazione, fondi pensione e fondi comuni di investimento mobiliare) si è più che triplicato negli anni ottanta, passando dai 111 miliardi di marchi del 1980 ai 387 del 1989 (Banfi, 1991).

Un ulteriore fattore da tenere in considerazione è la creazione nel 1987 di un mercato azionario indirizzato alle imprese di medie dimensioni (Geregelter Markt). Buona parte delle nuove quotazioni nei mercati regolamentati ha interessato proprio questo mercato (Banfi, 1991).

La crescita dell'attività di venture capital potrebbe testimoniare un mutamento nell'atteggiamento dell'imprenditore tedesco nei confronti di strumenti alternativi al tipico finanziamento bancario. In una recente indagine condotta dalla 3i Investors in Industry (1992), il 91,5 per cento degli intervistati tedeschi (dirigenti e funzionari di

48. La mancanza di un mercato secondario efficiente rende infatti meno remunerativo il venture capital, soprattutto quando i contratti prevedono il riacquisto delle azioni da parte dell'imprenditore. Questa particolare clausola di uscita riduce la performance dell'investimento, in quanto prevede una cessione delle quote del capitale che potrebbe essere subottimale.

49. Il tentativo di limitare la disintermediazione del passivo ha spinto le banche a espandersi anche in questo settore.

imprese) ha dichiarato di essere oggi, rispetto a 10 anni fa, più favorevole ad avviare un'attività in proprio, acquisendo l'azienda di appartenenza o creandone una nuova. Il 98,7 per cento degli stessi ha poi dichiarato che questa maggior attitudine ad avviare una nuova attività è dovuta anche ad una maggiore facilità nell'accesso ai fondi.

Il mercato del venture capital presenta quindi ottime attrattive per le banche, che si sono assicurate un vantaggio competitivo iniziando per prime questa attività ed assumendo quote di mercato sempre crescenti nei confronti del venture capital di emanazione non bancaria (Aifi, 1990).

Anche l'attività di consulenza nel campo delle fusioni e acquisizioni sembra in crescita, tanto da spingere ad esempio la Deutsche Bank ad acquisire il gruppo Morgan Grenfell, che ha una posizione di rilievo nel mercato internazionale.

Va fatto rilevare che l'attività in ciascuno di questi settori può essere fonte di possibili conflitti di interesse. Questo è uno dei motivi che spinge le grandi banche commerciali tedesche a operare tramite società controllate dotate di autonomia operativa. Ciò, pur attenuando i rischi di conflitti di interesse, non rende le banche immuni da problemi interni legati al sovrapporsi di aree di affari; si pensi ad esempio al caso in cui nel consiglio di sorveglianza (o addirittura nel Vorstand) dell'impresa che il cliente della società di M & A vuole acquisire sia presente un esponente della Hausbank.

La molteplicità dei rapporti intessuti con la clientela, specie quella composta da imprese, rende quindi inevitabile il sorgere di conflitti di interesse e di tensioni concorrenziali.

2.4 Conclusioni

Dall'analisi svolta le banche tedesche non sembrano in grado di determinare autonomamente l'allocazione del controllo e la sua riallocazione nelle imprese industriali. La riduzione costante, sebbene modesta, delle partecipazioni e del numero degli esponenti delle banche nelle imprese e l'evoluzione del rapporto banca-impresa dall'attività di finanziamento, tipica della Hausbank, a quella dell'offerta di un'ampia gamma di servizi finanziari che avvicinano le imprese ai mercati mobiliari confermano questa interpretazione.

La possibilità di trasferire il controllo di un'impresa contro la volontà degli amministratori in carica risulta in realtà disincentivata dalla disciplina tedesca del controllo societario. L'esercizio del controllo è infatti subordinato, per legge e nei fatti, al soddisfacimento dei vari interessi rappresentati nell'impresa, non solo quindi agli interessi delle banche, e la risoluzione dei relativi conflitti avviene all'interno dell'impresa non tanto per la capacità delle banche di impedire lo sviluppo di un mercato del controllo societario esterno all'impresa, quanto per una scelta precisa delle parti sociali e del legislatore.

3. L'esperienza inglese

Nel Regno Unito la struttura del controllo e le modalità della sua riallocazione delineano un modello relativamente netto che, associato spesso, non del tutto opportunamente, a quello esistente negli Stati Uniti, viene

descritto come modello anglosassone⁵⁰. Esso è caratterizzato essenzialmente da: a) un elevato grado di diffusione della proprietà delle grandi e medie imprese con un'allocazione del controllo nelle mani di soggetti che detengono quote modeste, se non nulle, del capitale; b) un mercato dei capitali estremamente liquido e di ampia dimensione che, assicurando la standardizzazione delle procedure per lo scambio di azioni e dei relativi diritti di controllo, garantisce i soci non proprietari.

In questo lavoro, si è approfondita una caratteristica del sistema finanziario britannico che appare essenziale per il funzionamento del mercato della riallocazione: la coesistenza di un articolato insieme di istituzioni, finanziarie e non, (società di venture capital, 3i Investors in Industry, merchant banks, fondi chiusi, società contabili, banche commerciali), impegnate nelle attività di ampliamento della struttura proprietaria e nel trasferimento consensuale e/o contrastato del controllo, attraverso la raccolta e il monitoraggio delle informazioni, la consulenza, la valutazione, la gestione di trattative e il finanziamento.

3.1 Mercati e istituzioni della riallocazione

3.1.1 Struttura proprietaria: cenni

Come è stato accennato nell'introduzione, la peculiarità della struttura proprietaria britannica consiste in un tale livello di diffusione del controllo sulle imprese

50. All'analisi del caso inglese ha contribuito una serie di incontri a Londra con le seguenti banche e istituzioni finanziarie: Morgan Grenfell, Lazard Brothers & Co. Ltd., Schroeder Ventures, 3i Investors in Industry, Kleinworth Benson Ltd., Price Waterhouse, J. P. Morgan e S. G. Warburg Group plc.

medio-grandi da consentire, per la definizione del sistema economico del Regno Unito, l'utilizzo del termine "capitalismo manageriale" o addirittura "capitalismo popolare".

Nel 1986 erano quotate sul mercato ufficiale 2500 imprese. Fra queste, nel 1990, le prime 200 nell'ordine di listino avevano un azionariato assai diffuso indicato dal fatto che nel 71 per cento di esse l'azionista con la quota più consistente possedeva fra il 3 e il 15 per cento delle azioni, mentre solo per il 6 per cento di tali imprese esisteva un azionista di maggioranza con una quota azionaria superiore al 50 per cento. Inoltre, la proprietà di tali pacchetti azionari era ripartita, non tanto all'interno dello stesso settore industriale, bensì fra le famiglie e le istituzioni finanziarie non bancarie quali fondi pensione, compagnie di assicurazione e fondi di investimento. In particolare, il settore industriale possedeva il 10 per cento delle azioni delle società quotate, le famiglie e le istituzioni non bancarie detenevano rispettivamente il 24 e il 51 per cento, il restante 15 per cento risultava distribuito in quote uguali fra istituzioni straniere, il settore pubblico e quello bancario.

Una simile struttura, che, come si vedrà più oltre, tende a essere garantita anche alle piccole e medie imprese, implica che nel Regno Unito l'efficienza della gestione economica del settore industriale faccia affidamento sul funzionamento del mercato del controllo sulle imprese e su un insieme di regole tese a facilitare i takeovers, le fusioni, i trasferimenti azionari.

3.1.2 I mercati regolati

In linea generale un "mercato regolato" è definibile

come il luogo in cui: gli scambi avvengono secondo regole precise concernenti le informazioni da fornire sulle merci ivi scambiate e sui loro produttori, sui prezzi di acquisto e vendita praticati negli scambi, sulle modalità di definizione e di regolamento dei contratti; l'attività è svolta da operatori sottoposti al monitoraggio e alla supervisione di organi preposti alla vigilanza sul buon funzionamento degli scambi; le transazioni sono numerose e frequenti.

Nel Regno Unito queste caratteristiche sono presenti nell'International Stock Exchange of Great Britain and the Republic of Ireland (ISE). La sua struttura regolamentare attuale è il risultato della riforma del 1986 (nota come Big Bang) che comportò in particolare: a) l'ammissione in borsa delle banche commerciali e merchant banks britanniche, delle banche straniere e delle imprese di brokeraggio estere; b) la trasformazione in società di capitali degli operatori dell'ISE; c) l'abolizione della regola secondo la quale ciascuna impresa finanziaria non avrebbe potuto agire contemporaneamente come broker (agente mandatario degli investitori) e come market maker (operatore principale); d) l'abolizione del livello standard di commissioni; e) l'introduzione di un sistema di contrattazione elettronica (SEAQ) in sostituzione del recinto fisico in cui avvenivano gli scambi.

La componente principale dell'ISE, che comprende il mercato dei titoli di Stato, il mercato delle azioni internazionali, il mercato delle opzioni, è costituita dal mercato delle azioni britanniche, suddiviso a sua volta in: mercato delle azioni quotate⁵¹, mercato delle azioni non

51. Nel 1991 il valore totale delle azioni britanniche quotate su tale mercato ammontava a 978.930 milioni di dollari, pari circa al triplo del valore totale delle azioni francesi quotate alla borsa di Parigi e delle azioni tedesche quotate alla borsa di Francoforte, e al sestuplo del valore delle azioni italiane quotate alla

quotate (Unlisted Securities Market) (USM) e mercato delle società irlandesi minori.

Tutti i mercati compresi nell'ISE sono sottoposti a due insiemi di regole riguardanti, rispettivamente, gli operatori di borsa e le società emittenti valori mobiliari. In particolare, il regolamento intitolato The Rules of the International Stock Exchange (c.d. Blue Book), oltre a definire i poteri e la struttura giuridica dell'ISE, stabilisce i requisiti necessari per divenirne membri e le regole di condotta da seguire nell'esercizio delle attività connesse allo scambio di titoli. Queste ultime, in estrema sintesi, comprendono le attività di: scambio di titoli per conto di altri investitori (broker dealing); definizione su base continuativa del prezzo di alcuni titoli (market making); scambio di titoli di Stato (gilt-edge market making); rifornimento di liquidità al sistema (stock exchange money brokerage); regolamento degli scambi (clearing); offerta di possibilità di scambio di elevati quantitativi di azioni fra market makers (inter-dealer brokerage). Il regolamento intitolato Admission of Securities to Listing (c.d. Yellow Book) indica l'ISE quale organo responsabile della concessione dell'autorizzazione per l'ammissione alla quotazione delle società e detta i criteri necessari per ottenere tale autorizzazione e mantenere la quotazione, stabilendo, tra l'altro, le regole relative alla diffusione delle informazioni fra gli azionisti e alla corretta esecuzione dei trasferimenti di azioni⁵². Relativamente a

(Continuazione nota 51 dalla pagina precedente)
borsa di Milano (cfr. OECD, 1992).

52. Tale regolamentazione, che risulta essere estremamente puntuale, dovrebbe essere modificata entro breve tempo allo scopo di semplificare le procedure e di regolarizzare quelle diffuse nella prassi. Si prevede che le società che intendono accedere alla quotazione potranno designare quale sponsor per la propria presentazione al mercato non solo un ente membro dell'ISE, ma anche un qualunque ente finanziario con

tali trasferimenti, il regolamento contiene specifiche norme (Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares) riguardanti le offerte di acquisto da parte di società quotate su azioni di imprese anch'esse quotate e richiede, per varie tipologie di transazioni classificate sulla base di criteri prestabiliti, la presentazione all'ISE, per l'approvazione, di tutti i documenti relativi alla transazione, allo scopo di valutarne la rispondenza con il principio dell'uguale trattamento di tutti gli azionisti.

Questo principio è anche alla base della regolamentazione inerente alle offerte pubbliche di acquisto⁵³, sottoposte a disposizioni puntuali sui tempi da rispettare, sulle informazioni da diffondere, sui termini e le condizioni da seguire, sulla documentazione da presentare agli azionisti della società offerente e della società oggetto dell'offerta, nonché al pubblico, ai vari organi preposti al controllo di tali transazioni e agli eventuali acquirenti concorrenti. Inoltre, il rispetto del principio dell'uguale trattamento degli azionisti comporta l'esistenza

(Continuazione nota 52 dalla pagina precedente)

appropriata esperienza e considerato idoneo ad assumersi tale responsabilità dalle autorità dell'ISE. Inoltre, in occasione della richiesta di ammissione alla quotazione, si richiederà la presentazione di una documentazione più sintetica di quella oggi necessaria per la definizione del prospetto.

53. Tale regolamentazione è contenuta principalmente: in un codice di condotta non avente forza di legge, il City Code on Takeovers and Mergers; nel Companies Act del 1989; nel Company Securities Insider Dealing Act del 1985; nel Financial Services Act del 1986. Il City Code fu definito nel 1968 dal Merger Panel, organismo non avente poteri riconosciuti per legge, costituito allo scopo di fronteggiare in modo più sistematico i problemi connessi alle operazioni di acquisizione e concentrazione. Il Panel rappresenta le principali associazioni i cui membri possono essere coinvolti in operazioni di concentrazione nelle vesti di consulenti, azionisti, organi di controllo o potenziali "acquisiti".

di un insieme di norme tendenti a tutelare gli azionisti di minoranza, a cui la regolamentazione inglese riserva particolare attenzione al fine di garantire l'effettivo funzionamento del mercato della riallocazione del controllo e della proprietà delle imprese quotate.

Di notevole rilevanza per la tutela degli azionisti di minoranza risultano le procedure dettate dal City Code per la realizzazione di offerte pubbliche di acquisto parziali e alcune sezioni del Companies Act.

Nel caso in cui l'offerta parziale riguardi più del 30 per cento dei diritti di voto, il City Code⁵⁴ condiziona la possibilità di realizzazione della transazione, oltre all'accettazione da parte degli azionisti dei termini dell'offerta, a un'ulteriore votazione che indichi che la maggioranza degli azionisti desidera che l'offerta abbia successo. In questo modo l'azionista che non desidera che l'acquisizione venga realizzata, ma che ha intenzione di vendere la propria quota al prezzo di offerta, potrà accettarne i termini, ma, allo stesso tempo, votare contro la realizzazione della transazione senza temere di rimanere in possesso di una quota minoritaria di valore notevolmente inferiore a quello che la quota aveva prima dell'offerta.

Un'altra regola del City Code stabilisce che nel caso in cui una persona (o altre parti accordatesi o impegnatesi con essa) acquisisca il 30 per cento o più dei diritti di voto in una società dovrà inviare un'offerta di acquisto in contanti agli azionisti rimanenti per un prezzo non inferiore a quello più alto pagato nei precedenti 12 mesi.

Infine, il Companies Act dispone l'acquisizione obbligatoria delle azioni detenute dalla minoranza in seguito

54. Vedi la nota precedente.

al successo di un'offerta che abbia comportato l'acquisizione da parte dell'offerente di non meno del 90 per cento delle azioni su cui era stata lanciata l'offerta.

La regolamentazione a tutela degli azionisti e dell'ordinato funzionamento degli scambi si applica anche all'altro mercato azionario regolato, l'Unlisted Securities Market (USM), dove generalmente si scambiano le azioni di imprese in fase iniziale di sviluppo, poco consolidate nel mercato, ma ad alto potenziale di espansione. L'USM è stato istituito nel 1979⁵⁵ per permettere a tali imprese di raccogliere capitale di rischio pur non avendo esercitato la propria attività per un tempo sufficientemente lungo da poter accedere alla quotazione sul mercato azionario principale⁵⁶. L'USM è caratterizzato, oltre che dalla già ricordata presenza di imprese con grande potenziale di crescita ed elevata rischiosità, da una forte concentrazione settoriale delle imprese che vi si rivolgono (energia, informatica, comunicazione) e dalla sua funzione di "trampolino di lancio" verso la quotazione sul mercato principale per le imprese più giovani e in via di sviluppo. Le autorità dell'ISE, infatti, considerano transitoria la quotazione sull'USM e verificano annualmente l'opportunità che le società quotate su tale mercato vi permangano ovvero passino alla quotazione sul mercato principale. I requisiti necessari per l'ammissione all'USM sono meno rigidi di quelli stabiliti per l'inserimento nel listino principale e impongono che: a) le società siano costituite in forma di S.p.A. (Companies Act del 1980); b) almeno il 10 per cento delle azioni ordinarie componenti il capitale sociale sia diffuso tra il pubblico;

55. Nel 1990 l'USM aveva raggiunto una capitalizzazione pari a 5755 milioni di sterline e vi si scambiavano 425 titoli di cui 51 matricole.

56. L'accesso a esso è tra l'altro condizionato all'esistenza di dati contabili certificati riguardanti almeno 5 anni di attività.

c) la società operi da almeno 2 anni, presentando il bilancio certificato, salvo deroga per società operanti nei settori ad alta tecnologia o a ricerca intensiva.

Responsabile dell'organizzazione dell'ammissione all'USM è lo sponsor. Questo ruolo può essere svolto da qualsiasi istituzione, generalmente uno stock broker o una merchant bank (cfr. nota 53). Questi soggetti determinano il prezzo di emissione, la quantità di azioni da collocare sul mercato, le modalità di sottoscrizione e predispongono i documenti (prospetto informativo) per presentare la società al pubblico. All'atto dell'ingresso sull'USM la società deve sottoscrivere un atto di impegno con l'ISE in cui si assume una serie di obblighi relativi alla diffusione delle informazioni sulle società. Il rispetto di tali impegni nonché degli altri requisiti permette il passaggio al full listing senza la pubblicazione di ulteriori prospetti.

Dal 1990 sono confluite in questo mercato le imprese precedentemente quotate sul Third Market⁵⁷, altro mercato regolato costituito nel 1987 al fine di avviare alla quotazione le giovani aziende in crescita sulla base di requisiti meno stringenti⁵⁸ di quelli stabiliti per l'ingresso sull'USM,

L'USM e il Third Market hanno avuto una funzione assai rilevante sul mercato della riallocazione e dei finanziamenti alle piccole e medie imprese. Essi hanno permesso di far affluire finanziamenti a imprese poco conosciute e poco consolidate sul mercato, offrendo uno

57. Nel 1988 tale mercato aveva raggiunto una capitalizzazione pari a 400 milioni di sterline.

58. Le autorità dell'ISE richiedevano per l'accesso al Third Market unicamente che le imprese fossero garantite da uno sponsor al quale era demandato il compito di controllarne l'andamento e la struttura contabile.

sbocco conveniente agli investimenti di capitale di rischio in aziende di nuova costituzione o di dimensione medio-piccola, generalmente effettuati a condizione che esistano ragionevoli garanzie di ottenere guadagni in conto capitale attraverso la cessione o il trasferimento delle partecipazioni adeguatamente quotate detenute in tali imprese.

3.1.3 Le istituzioni

Le disposizioni che garantiscono la circolazione delle informazioni, la standardizzazione delle procedure di scambio delle azioni, l'efficacia dei meccanismi di tutela degli azionisti di minoranza a cui si è fatto cenno, caratterizzano i mercati regolati della riallocazione. Il funzionamento di tali regole richiede, tuttavia, l'operare di una fitta rete di istituzioni alle quali possa essere demandato lo svolgimento delle funzioni generali di: a) raccolta delle informazioni necessarie a garantire determinati livelli di trasparenza; b) creazione di relazioni di fiducia con le imprese e i loro controllanti (proprietari e non), che consenta l'utilizzo del mercato al fine di avviare i processi di riallocazione e di sviluppo delle imprese; c) finanziamento di tali processi.

Nel delineare i tratti principali di questa rete istituzionale, occorre tener presente che tali funzioni sono strettamente interconnesse e spesso il finanziamento dello sviluppo di un'impresa implica l'utilizzo di strumenti simili o addirittura identici a quelli necessari a realizzare la riallocazione del controllo su di essa. In altri termini, di frequente, l'ampliamento del capitale di rischio necessario alla crescita di un'impresa è accompagnato dal cambiamento dell'allocazione del controllo ovvero comporta l'avvio di un processo di riallocazione proprietaria.

Le principali istituzioni che svolgono le funzioni necessarie all'effettivo funzionamento dei mercati regolati britannici agiscono a diversi livelli di contatto con le imprese, ora collaborando fra loro, ora interagendo in modo competitivo.

A più stretto contatto con le imprese operano le società contabili (accounting houses) cui è demandato il compito di garantire la qualità e la veridicità della contabilità aziendale quale fonte di informazioni oggettive sull'andamento dell'impresa. Il ruolo svolto da tali società risulta utile per qualunque tipo di transazione che coinvolga l'impresa; tuttavia, diviene indispensabile nel momento in cui l'impresa avvia processi di espansione che comportano la sua presentazione al mercato finanziario regolato e agli investitori.

A un livello di contatto con le imprese altrettanto stretto agiscono le banche commerciali. La loro attività si è collegata in modo diretto al mercato della riallocazione proprietaria e del trasferimento del controllo sulle imprese solo di recente, quando la maggior parte di esse ha stabilito consociate o dipartimenti preposti all'offerta di servizi di consulenza alle imprese che intendessero accedere a tali mercati. Il contributo delle banche commerciali al funzionamento del mercato del controllo sulle imprese è, tuttavia, generalmente indiretto in quanto è attraverso l'offerta di capitale di debito per il finanziamento di strategie di crescita delle imprese che queste ultime raggiungono eventualmente la quotazione sui mercati regolati, ovvero realizzano acquisizioni e fusioni, oppure optano per il mutamento dei soggetti preposti alla gestione dell'impresa.

Più distaccate dalle singole imprese con cui, peraltro, tendono a instaurare relazioni di lungo periodo

basate sulla fiducia, sono le merchant banks. Le loro molteplici attività sono rivolte generalmente alle imprese di medie o grandi dimensioni cui offrono servizi rilevanti sia per la predisposizione di strategie finanziarie, sia per definire strategie industriali adeguate agli obiettivi di crescita.

Infine, sulla base di rapporti di opportunità finanziaria e di durata limitata, offrono i loro servizi alle imprese le società di venture capital. Questi operatori, tendendo a sfruttare l'elevata fluidità dei mercati azionari britannici, forniscono alle imprese in rapida crescita un servizio di finanziamento attraverso l'assemblaggio di capitale di rischio offerto da diverse categorie di investitori istituzionali cui garantiscono sia un'adeguata sorveglianza sui fondi investiti, sia la possibilità di un loro rapido smobilizzo.

Nei prossimi paragrafi verranno descritte più approfonditamente le modalità di intervento sul mercato del controllo sulle imprese delle merchant banks e delle società di venture capital, la cui rilevanza operativa su tale mercato è riconosciuta a livello internazionale.

3.2 Merchant banking

3.2.1 Origini ed evoluzione: il connotato della reputazione

Ciò che distingue le merchant banks (m.b.) dagli altri operatori sono oggi essenzialmente le origini storiche.

Le m.b. inglesi nascono con il capitalismo mercantile britannico che vide alcuni mercanti stabilire, per primi, rapporti con mercati lontani, avviare in proprio attività agrarie, minerarie o protoindustriali e conquistarvi

notorietà. Questi misero a frutto la fiducia acquisita sul mercato straniero richiedendo un compenso per garantire i debiti che gli importatori locali contraevano con altri mercanti inglesi: la firma del "connazionale" permetteva a questi ultimi di accettare con minori riserve le cambiali accese dai compratori stranieri. Il mercante diviene così un intermediario prezioso per l'importatore e questi inizierà a servirsi di lui, non solo per le accettazioni cambiarie, ma anche per esaminare i documenti allegati alla tratta e per trasmettere alla scadenza i fondi al creditore. In questa prima fase (XVIII-inizi XIX secolo) il mercante diviene banchiere svolgendo principalmente la funzione di "casa di accettazione": grazie al dominio della Gran Bretagna nel commercio internazionale e della sterlina fra i mezzi di regolamento degli scambi, vengono accettate tratte spiccate sul mercato finanziario di Londra (bills on London) a fronte di affari di import-export e vengono forniti eventualmente prestiti in valuta straniera.

Le m.b. nascono quindi come istituzioni operative sul mercato internazionale, collegate ad attività diverse da quelle puramente finanziarie, ricercate quali consulenti per la notorietà e la reputazione acquisite sui mercati esteri e su quello nazionale. Queste caratteristiche saranno mantenute fino ai giorni nostri e costituiranno la base delle funzioni svolte da questi operatori nel finanziamento allo sviluppo e nel mercato della riallocazione.

Successivamente, durante il XIX secolo, lo sviluppo tecnologico e degli scambi internazionali inducono alcune di queste istituzioni a occuparsi anche dell'emissione sulla piazza di Londra di prestiti esteri: alcune m.b. assumono le caratteristiche di issuing houses, ovverosia di intermediari finanziari addetti al collocamento presso il pubblico e presso investitori istituzionali del capitale di credito e di rischio necessario a finanziare iniziative di ampia scala e a

rendimento differito nel tempo⁵⁹. In questa fase le m.b., per lo più senza impegnarsi in proprio nell'erogazione di fondi, studiano le caratteristiche delle operazioni, ne trattano gli aspetti organizzativi, legali e fiscali e, grazie all'ampia rete di relazioni, ne curano la distribuzione tra gli investitori. Questa attività viene svolta fino agli anni trenta per conto dei paesi dell'allora Impero britannico e di imprese e governi stranieri, quindi dal secondo dopoguerra in poi per conto dell'industria britannica.

Dopo il secondo conflitto mondiale, infatti, con la perdita definitiva da parte del Regno Unito del ruolo di paese guida, il mercato interno diviene lo sbocco obbligato per l'offerta di quei servizi attraverso il cui svolgimento le m.b. avevano costruito a livello internazionale la propria reputazione e la propria rete di relazioni. Tale ripiego sul mercato interno si rivelò, tuttavia, fruttuoso, dato che le caratteristiche assunte nell'operare all'estero poterono essere proficuamente utilizzate per seguire in qualità di consulenti il processo di riconversione industriale che si avviava in quegli anni nel paese e che vide la diffusione di operazioni di fusione e acquisizione quali nuovi strumenti di espansione industriale in molti settori⁶⁰.

Nella terza fase, corrispondente agli anni sessanta, il Regno Unito torna a essere un centro finanziario internazionale e conseguentemente le m.b. affiancano all'attività svolta sul mercato interno quella connessa al mercato internazionale, tendendo conseguentemente a

59. Ad esempio, la costruzione di ferrovie nel Nuovo Mondo.

60. Il riferimento è principalmente alle imprese del settore dell'alluminio.

espandersi e a consolidarsi come società di capitali⁶¹ di grosse dimensioni attive in diversi settori della finanza.

Nella quarta fase (anni settanta), l'espansione delle attività continua sia per far fronte alla crescente concorrenza da parte di intermediari bancari di altra natura e nazionalità (specie statunitense), sia per arginare i rischi connessi all'instabilità dei mercati finanziari internazionali. Il concetto di m.b. si estende sino a comprendere il leasing e il factoring, mentre le attività di accettazione, di consulenza per il collocamento di nuove emissioni, di consulenza per la finanza societaria vengono svolte con maggiore frequenza anche dalle banche commerciali (clearing banks).

In particolare, con l'ingresso delle clearing banks nel settore del merchant banking⁶² tale attività perde ogni residua possibilità di essere associata a un particolare tipo di istituzione finanziaria, ovvero alla consulenza societaria piuttosto che alla vera e propria intermediazione finanziaria. La crescita del grado di concorrenza ha reso, tuttavia, possibile considerare il mercato del merchant banking parzialmente segmentato: da un lato, le m.b. originate da banche commerciali hanno potuto imporsi servendo le imprese di medie e piccole dimensioni generalmente non servite dalle m.b. già consolidate; dall'altro le m.b. di più

61. Già ai primi del Novecento l'incremento del volume delle attività aveva spinto molte accepting houses ad abbandonare la forma giuridica di partnership per trasformarsi in società per azioni caratterizzate da una maggiore limitazione delle responsabilità.

62. Si possono citare ad esempio i seguenti casi: Midland, che nel 1967 acquisisce il controllo di una m.b. già operante (la Samuel Montagu); Natwest e Barclays, che rispettivamente nel 1969 e nel 1972 creano le m.b. County Bank e Barclays Merchant Bank; Lloyds, che nel 1978 crea al proprio interno un dipartimento che si occupa della consulenza finanziaria alle imprese.

antica tradizione⁶³ hanno insistentemente tentato di distinguersi dalle altre, sottolineando di fronte al pubblico la propria competenza specialistica nell'attività di consulenza societaria pura (corporate finance) e la propria capacità di evitare l'insorgere di conflitti di interesse dovuti alla commistione dell'attività consulenziale con quella finanziaria.

3.2.2 Economie di scopo e conflitti di interesse

La distinzione fra attività finanziaria e di consulenza è tuttavia in gran parte apparente. Il complesso delle m.b. britanniche svolge, oggi, contemporaneamente le attività di: a) intermediazione creditizia in senso stretto; b) gestione fiduciaria dei patrimoni; c) corporate finance, ossia consulenza per il finanziamento dello sviluppo e per la riallocazione. Dalla commistione di queste attività in una sola istituzione derivano economie di scopo e conflitti di interesse.

Le economie di scopo sorgono nel momento in cui l'operatività sui mercati mobiliari consente di raccogliere informazioni dettagliate sull'andamento di imprese di varia natura, appartenenti a vari settori, che potrebbero successivamente consentire l'individuazione di nuovi clienti a cui suggerire determinate ristrutturazioni aziendali e proprietarie, nonché di accrescere la capacità della m.b. nel

63. Sono considerate tali quelle facenti parte dell'Accepting Houses Committee (costituito nel 1914): Baring Brothers & Co. (1717), Brown Shypley & Co., Charterhouse Japhet (1954), Robert Fleming & Co., Guinness Mahon & Co., Hambros Bank, Hill Samuel & Co. (la maggiore m.b. londinese), Kleinwort Benson, Lazard Brothers & Co. (1877), Samuel Montagu & Co., Morgan Grenfell & Co. (1838), Rea Brothers (la minore m.b. londinese), N. M. Rothschild & Sons, J. Henry Schroder Wagg & Co., Singer & Friedlander, S. G. Warburg & Co.

formulare progetti sempre più adeguati alle esigenze del singolo cliente.

Fra i principali conflitti di interesse rilevano ad esempio quelli dovuti alla possibilità di 1) fare credito a un cliente ed esserne consulente finanziario: ove nel tempo la ristrutturazione del debito divenga una scelta conveniente per il cliente, è difficile che essa possa essere suggerita dalla medesima m.b. creditrice; 2) detenere nel proprio portafoglio azioni con diritto di voto di una determinata impresa e, allo stesso tempo, offrire la propria consulenza a terzi per realizzare un takeover ostile di quell'impresa; 3) collocare sul mercato azioni di un'impresa cliente e contemporaneamente gestire il portafoglio di terzi: vi sarà una propensione della m.b. ad acquistare azioni della prima impresa indipendentemente dalla convenienza dell'investimento. Il rischio di incorrere in simili conflitti ha, quindi, portato ciascuna m.b. a organizzare le tre attività sopra citate in dipartimenti specializzati nettamente separati da barriere regolamentari e fisiche denominate chinese walls⁶⁴. Tali modalità organizzative stabilite in modo diverso da ciascuna m.b. non hanno impedito, tuttavia, l'effettivo insorgere di conflitti, né impediscono, sebbene implicino modalità operative distinte da istituzione a istituzione, l'individuazione delle caratteristiche generali con cui le attività di intermediazione finanziaria, di gestione fiduciaria e di consulenza societaria vengono esercitate dall'intero insieme delle m.b..

3.2.3 Le tre aree di attività: credito, gestione fiduciaria, consulenza per lo sviluppo e la riallocazione

64. Generalmente, ciascuna m.b. è dotata di un compliance department avente funzioni di ispettorato interno e il compito di vigilare sull'adempimento delle regole stabilite in materia di chinese walls dal City Code, nonché di prevenire e punire eventuali interconnessioni fra attività da mantenere distinte.

L'attività creditizia delle m.b. è di carattere wholesale, quindi si svolge attraverso una rete di sportelli limitata e riguarda operazioni di importo elevato per lo più commissionate da una clientela composta da società e imprese di medio-grandi dimensioni, istituzioni di vario tipo, persone fisiche con grandi patrimoni e altre banche. I depositi, relativamente poco numerosi, ma di ammontare elevato, sono per la maggior parte a breve scadenza (inferiore all'anno) e remunerati ai tassi di mercato. Per quanto riguarda gli impieghi essi comprendono, date le origini descritte, oltre ai crediti per cassa, i crediti per accettazione e i crediti a medio termine, in cui le m.b. operano sia direttamente, sia attraverso l'organizzazione e la gestione di prestiti sindacati.

La gestione fiduciaria (investment management) comprende un complesso di attività connesse alle operazioni di investimento della clientela: consulenza, gestione fiduciaria di singoli patrimoni e di fondi comuni, gestione amministrativa. Tali servizi sono offerti sia a singoli sia a investitori istituzionali, ma possono riguardare anche gli investimenti in proprio della m.b.. Questo tipo di attività è la più simile a quella svolta dalle società di venture capital (cfr. oltre), in quanto la m.b. impegna - a medio termine - fondi del proprio bilancio o fondi detenuti in gestione a favore di determinate imprese, con l'obiettivo di realizzare guadagni in conto capitale nel momento successivo della vendita delle azioni acquisite. Tuttavia, rispetto agli investimenti effettuati dalle società di venture capital, il più delle volte l'acquisto di azioni in proprio da parte della m.b. costituisce parte di un più ampio pacchetto di operazioni finanziarie. In particolare, tali investimenti da parte delle m.b. possono essere affiancati da un'erogazione di credito, ovvero la m.b. acquista le azioni per garantire

il finanziamento concesso a un'impresa cliente che non è in grado di offrire garanzie di altro tipo. In genere, le m.b. effettuano tali investimenti di capitale proprio in imprese di medie dimensioni che si trovano in una fase di passaggio tra la condizione di imprese di esclusiva proprietà familiare e la quotazione pubblica: queste operazioni equivalgono all'offerta del c.d. capitale per lo sviluppo (development capital). L'intento è di assecondare e assistere il processo di crescita dell'azienda, introducendola poi nel mercato azionario e realizzando, a questo punto, un guadagno in conto capitale. Il rischio, abbastanza alto, viene contenuto con una opportuna diversificazione degli investimenti, che inoltre vengono mantenuti entro un limite complessivo prestabilito. Circa l'entità di tali partecipazioni, risulta che esse sono usualmente di minoranza, ma abbastanza consistenti. Attraverso tali partecipazioni di minoranza la m.b. evita i problemi connessi alla assidua e diretta gestione dell'azienda in cui ha investito, assicurandosi comunque la possibilità di sorvegliare la conduzione dell'azienda attraverso: la supervisione dall'esterno della contabilità e della profittabilità prospettica; la definizione di sistemi di incentivazione del management ovvero la supervisione dell'impresa dall'interno, nominando propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione⁶⁵.

L'attività di consulenza per la riallocazione e lo sviluppo (corporate finance) comprende, infine, oltre alla consulenza finanziaria generica: a) l'organizzazione dell'emissione di titoli, b) l'organizzazione di fusioni e incorporazioni.

a) Il servizio di emissione e di quotazione dei titoli

65. Per un esame teorico degli strumenti utilizzabili dagli azionisti per sorvegliare la conduzione dell'azienda partecipata, cfr. Bianco (1993).

(issuing) è fornito di solito alle aziende da tempo clienti della banca e si svolge su diversi piani: organizzativo, per cui la m.b. si occupa degli adempimenti richiesti dalle autorità di borsa per accedere alle quotazioni; finanziario, per cui la m.b. fornisce la garanzia nel collocamento dell'emissione.

Per quanto riguarda l'emissione di titoli per realizzare aumenti di capitale per aziende già quotate, la m.b. generalmente organizza l'emissione di diritti di opzione in favore degli azionisti, ne garantisce il collocamento impegnandosi ad acquistare le azioni non sottoscritte e si copre dal rischio di rimanere aggiudicataria organizzando l'intervento di sottoscrittori. Per quanto riguarda la quotazione in borsa di titoli (di nuova emissione o già esistenti) di società precedentemente non quotate, la m.b. può organizzare il proprio intervento in tre modi differenti: offer for sale, ossia la m.b. compra i titoli e li rivende, mediante un'offerta al pubblico, a un prezzo leggermente superiore; introduction, ossia la m.b. cura l'ammissione alla quotazione dei titoli di una società che abbia tutti i requisiti richiesti per tale ammissione; quindi, senza fare un'offerta di vendita al pubblico, individua alcuni azionisti che si impegnino a soddisfare, fino a un determinato ammontare, la domanda di azioni che potrà eventualmente provenire dal pubblico; placing, che riguarda, in genere, quei titoli per i quali non è prevedibile una domanda da parte del pubblico. Anche in questo caso non viene fatta alcuna offerta al pubblico, ma la m.b. s'impegna a trovare acquirenti⁶⁶ dei titoli e a comprare essa stessa la parte rimasta eventualmente invenduta.

66. Gli acquirenti sono in genere investitori istituzionali: assicurazioni, fondi pensione, altre banche.

b) Nel campo delle fusioni e acquisizioni le m.b. offrono alle imprese sia consulenza finanziaria e legale, sia servizi riguardanti: la valutazione delle imprese oggetto dell'operazione; la ricerca della/e controparte/i; la predisposizione della documentazione con cui rivolgersi agli azionisti dell'impresa per sollecitare la vendita delle loro partecipazioni; la gestione della trattativa e la definizione delle strategie di acquisizione da adottare. Tali servizi sono offerti sia nel caso in cui si avvii una trattativa di comune accordo tra le parti, sia nel caso di opposizione da parte dei soggetti che controllano l'impresa cui si rivolge il tentativo di assorbimento, siano essi azionisti di minoranza o amministratori non proprietari. In numerosi casi, le m.b. svolgono un ruolo propositivo e individuano, indipendentemente da una specifica richiesta di consulenza, le aziende che potrebbero essere efficientemente riallocate a nuovi proprietari, proponendo la transazione a determinati clienti cui offrono consulenza anche per la definizione di strategie che consentano un adeguato controllo dell'azienda proposta quale oggetto del takeover. In questi casi l'esperienza acquisita e la rete di relazioni posta in essere divengono fattori fondamentali per l'esercizio dell'attività di corporate finance. L'esperienza permette di formulare strategie di acquisizione adattabili a ciascun tipo di impresa individuata come obiettivo di tale transazione: avendo seguito numerosi casi di acquisizione, la m.b. è in grado di suggerire le argomentazioni che con maggiore probabilità possono convincere i soggetti operanti nella società-obiettivo ad agevolare l'operazione. L'ampiezza della rete di relazioni costituita dalle m.b. permette loro di poter selezionare, in caso di necessità, i manager idonei a garantire il successo duraturo delle operazioni in questione.

3.3 Venture capital nel Regno Unito

3.3.1 Evoluzione e tipologie

Per venture capital (v.c.) in senso stretto si intende il capitale di rischio investito - per un arco di tempo medio-lungo (5-10 anni) - in aziende di nuova costituzione operanti in settori in forte crescita o in aziende di dimensione medio-piccola a elevato potenziale di sviluppo.

L'investimento di v.c. può essere distinto a seconda che sia: di "avvio", quando tende ad agevolare l'attività di ricerca, di sperimentazione e lo sviluppo iniziale di imprese di nuova costituzione (early stage financing); di "espansione", quando garantisce l'accelerazione della crescita, il consolidamento della maggioranza o della quotazione in borsa di imprese medio-piccole in crescita (expansion financing); di "riallocazione", quando consente il trasferimento del controllo a soggetti considerati più adeguati a garantire l'ulteriore crescita di un'azienda già consolidata. In ciascuno di questi tre casi, l'offerta di v.c. - generalmente associata anche all'offerta di servizi di consulenza aziendale e gestionale - tende ad agevolare l'espletarsi delle potenzialità di sviluppo dell'impresa garantendo ad essa un afflusso di capitale adeguato e assicurando ai fornitori del capitale sia l'esercizio di una sorveglianza sull'impiego dei propri fondi, sia la possibilità di smobilizzarli per ottenere guadagni in conto capitale.

Nel Regno Unito l'offerta di v.c. è stata inizialmente (primi anni settanta) gestita da fondi comuni di investimento che, in assenza di concorrenti rilevanti, poterono indirizzare il capitale raccolto presso il pubblico verso investimenti di "avvio" caratterizzati da un alto

rischio, ma anche da prospettive di profitto notevolmente elevate. Successivamente, l'attività di investimento in capitale di rischio prese a svilupparsi raggiungendo una fase di crescita assai rapida agli inizi degli anni ottanta quando entrarono su tale mercato diverse categorie di investitori istituzionali (banche, società di assicurazione, fondi pensione). La conseguente crescita della concorrenza ridusse l'orientamento alla specializzazione in investimenti di "avvio" ed effettivamente, oggi, la maggior parte degli operatori finanziari presenti sul mercato offre di preferenza v.c. di espansione o di riallocazione rivolgendosi a imprese mature che operano in settori a tecnologia consolidata⁶⁷ (tav.2).

Tav. 2

OPERAZIONI PER SETTORE INDUSTRIALE

	Numero di imprese			Ammontare finanziamenti (composizione %)		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
Consumo	329	305	270	43	35	33
Computers	139	156	114	5	6	6
Elettronica	81	61	80	2	2	4
Prod.indust	132	130	155	8	6	10
Biotecnol.	58	51	42	3	4	2
Energia	16	14	20	1	-	3
Trasporti	67	90	43	5	9	8
Altri (*)	480	414	472	33	39	34

Fonte: British Capital Venture Association (1991).
 (*) La voce comprende comunicazioni, servizi e altri manufatti.

67. Nel 1990 un'operazione su due ha coinvolto imprese che avevano già superato la fase iniziale e nel 1991 il 45 per cento dell'intervento finanziario totale delle società di v.c. inglesi è stato indirizzato verso imprese in fase di espansione, già consolidate e tese ad ampliare i canali di vendita. Dal 1990 al 1991 i primi segni di quasi saturazione del mercato sono individuabili: diminuisce l'ammontare di fondi investiti, passato dai 1637 milioni di sterline investiti nel 1989 ai 1394 e 1153 investiti nel 1990 e nel 1991. Inoltre, il numero di imprese finanziate, che nel 1989 risultava pari a 1569

3.3.2 Forme alternative di garanzia dei finanziatori

Generalmente il v.c. affluisce alle imprese attraverso l'intermediazione di operatori specializzati denominati in genere società di v.c. Quattro sono le fasi del loro intervento:

- a) la valutazione del progetto imprenditoriale e della redditività-prospettica dell'impresa a cui si vuol far affluire v.c.;
- b) la promozione di uno o più fondi chiusi per mezzo dei quali il v.c. affluisce alle imprese. I fondi chiusi sono fondi comuni di investimento costituiti attraverso la raccolta presso il pubblico⁶⁸ di un ammontare di capitale prefissato⁶⁹. Alla scadenza⁷⁰ il fondo viene liquidato, cedendo le partecipazioni che il fondo detiene in portafoglio e ripartendo i guadagni derivanti da tale cessione tra i sottoscrittori e, in alcuni casi, i gestori

(Continuazione nota 67 dalla pagina precedente)
unità, si è ridotto di circa 200 imprese.

68. Considerando solo i fondi raccolti dalle società di venture capital indipendenti, nel 1991 essi provenivano per il 6 per cento dal settore privato, il 4 per cento dal settore bancario, il 10 per cento dal settore assicurativo, il 68 per cento dai fondi pensione, il 12 per cento da gruppi industriali e da altri settori.
69. Tale ammontare prefissato e l'impossibilità da parte dell'investitore di richiedere al gestore del fondo il rimborso della quota sottoscritta sono gli elementi che caratterizzano come "chiuso" il fondo.
70. Esistono anche fondi chiusi senza scadenza, nel qual caso la liquidità dell'investimento dei sottoscrittori si realizza quotando le parti del fondo.

- del fondo⁷¹;
- c) la definizione della forma tecnica del contratto azionario (azioni ordinarie, privilegiate, obbligazioni convertibili) con cui ciascun finanziatore fornisce all'impresa, attraverso il fondo chiuso cui partecipa, il capitale di rischio. In questa fase la società di v.c. distribuisce precisi "poteri di supervisione" sull'impresa fra i sottoscrittori del fondo. Questi avranno così la possibilità di vigilare sull'impiego che l'impresa farà dei fondi da loro forniti e, conseguentemente, troveranno maggiore interesse a garantire all'impresa gli adeguati finanziamenti;
- d) la pianificazione dei metodi di disinvestimento che comporta, oltre alla scelta dei canali attraverso cui il fondo potrà essere liquidato, anche l'individuazione dei tempi più adatti a realizzare con profitto il disinvestimento.

L'acquisizione di partecipazioni in un'impresa da parte di un fondo chiuso gestito dalle società di v.c. può accompagnarsi a una riallocazione del controllo dell'impresa, anzi può essere ad essa funzionale. È il caso delle operazioni realizzate per assicurare a un team imprenditoriale idoneo la possibilità di guidare l'impresa verso livelli di sviluppo sempre più elevati, e conseguentemente più adatti ad assicurare guadagni in conto capitale ai sottoscrittori del fondo chiuso. Tuttavia, anche nei casi in cui il controllo rimane nelle mani dell'imprenditore iniziale, l'ingresso del fondo chiuso nella compagine azionaria dell'impresa scalfisce la struttura del controllo.

Tecnicamente, la modifica della struttura del

71. In questo caso si parla di distributing fund; se, al contrario, i proventi della cessione delle partecipazioni vengono reinvestiti nell'attività del fondo si parla di roll-up fund.

controllo avviene attraverso l'acquisizione di partecipazioni di minoranza o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni o, più raramente, attraverso l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza da parte del fondo gestito dalla società di v.c.

Nel caso di acquisizioni di partecipazioni di minoranza, la possibilità di influire sulle decisioni di gestione dell'impresa partecipata e di smobilizzare con facilità il v.c. investito viene garantita attraverso la definizione di precisi accordi contrattuali e di "clausole di uscita" che forniscono alla minoranza specifici diritti e la possibilità di alienazione della partecipazione, ad esempio obbligando l'azionista di maggioranza al riacquisto delle quote di minoranza.

Esistono, tuttavia, casi in cui le partecipazioni di minoranza non sono garantite da alcuna clausola. Questo generalmente avviene quando prevalgono considerazioni relative o alla onerosità della definizione di meccanismi di monitoraggio sull'adempimento delle clausole, ovvero all'opportunità di mantenere senza lesioni il controllo sull'azienda in capo a un determinato soggetto. In questi casi, la società di v.c. può proteggere i diritti dei sottoscrittori del fondo coinvolti nell'operazione, attraverso l'utilizzo di particolari strumenti finanziari. Molto diffuse in Inghilterra a questo scopo sono le c.d. cumulative convertible preferred participating shares. Questo tipo di azioni privilegiate (preferred) garantiscono, oltre al diritto di veto nelle assemblee straordinarie, di cumulare i dividendi (cumulative) senza limiti di tempo (il dividendo che non può essere distribuito negli anni di perdita verrà aggiunto a quello distribuibile nel primo anno di attività proficua) e la possibilità di conversione in azioni ordinarie (convertible) in caso di vendita da parte della maggioranza.

Nel caso in cui, al contrario, la società di v.c. non valuti indispensabile evitare lesioni del controllo esercitato dal soggetto controllante originario, l'acquisizione di partecipazioni avviene in quote di maggioranza che garantiscono direttamente: la possibilità di evitare che il soggetto controllante assuma comportamenti confliggenti con gli interessi dei sottoscrittori del fondo; la possibilità di un rapido smobilizzo attraverso la quotazione della partecipazione, ovvero operazioni di rifinanziamento (releverage), ovvero la cessione diretta del pacchetto di maggioranza a un'impresa di maggiori dimensioni.

La scelta della tecnica di investimento è strettamente connessa alle caratteristiche della società di v.c. Nel Regno Unito l'insieme degli operatori di v.c. è composto da soggetti di natura e di estrazione molto diverse, che hanno quindi modalità operative differenti.

In particolare, gli operatori di matrice statale comprendenti le agenzie regionali di sviluppo, organizzando l'intervento pubblico⁷² nel settore delle piccole e medie imprese, tendono a far sì che il v.c. venga fornito a tali imprese con modalità che consentano la realizzazione di scopi connessi all'interesse generale. Le società o fondi cosiddetti captive perché facenti capo a istituzioni finanziarie maggiori quali banche, fondi pensione o assicurazioni, pur gestendo autonomamente il proprio portafoglio di investimenti, tendono a rispecchiare la volontà delle case madri e generalmente effettuano i propri investimenti limitando al minimo il loro coinvolgimento nella

72. Complessivamente, nel 1990, il settore pubblico ha gestito il 5 per cento delle operazioni per un totale di sterline investite pari a 14 milioni (1 per cento del mercato totale).

gestione diretta dell'impresa⁷³. Gli operatori indipendenti di v.c.⁷⁴ che, al contrario dei precedenti, gestiscono risorse proprie e fondi chiusi senza avere legami diretti con grandi istituzioni finanziarie, non attuano strategie di investimento standardizzate, bensì le collegano direttamente alla propria propensione al rischio, alla propria valutazione della situazione congiunturale del mercato dei capitali e alle particolari caratteristiche dei settori cui appartengono le imprese a cui far affluire il v.c.

Fra gli operatori in v.c. britannici un ruolo assolutamente peculiare svolge la società 3i Investors in Industry. Essa merita un'attenzione particolare anche con riferimento alla rilevanza delle sue finalità e dei suoi metodi per il mercato italiano.

3.4 L'istituzione "3i Investors in Industry"

3.4.1 Le origini e l'evoluzione

La società 3i fu creata a Londra nel 1945 su iniziativa del governo al fine di coinvolgere le banche commerciali nell'attività di finanziamento a lungo termine

73. Nel 1991 le società captive di provenienza bancaria hanno effettuato operazioni per un ammontare pari a 127 milioni di sterline, equivalente al 13 per cento del totale investito; quelle che sono emanazione di fondi pensione hanno effettuato operazioni per 67 milioni di sterline (pari al 7 per cento); quelle di altra emanazione hanno investito un ammontare pari a 46 milioni (equivalente al 5 per cento).

74. La distinzione fra società captive e indipendenti non è netta, sia in relazione alla filosofia di investimento sia al tipo di operazioni. Da una parte, poche società indipendenti sono completamente libere da legami con le maggiori istituzioni finanziarie e, dall'altra, le società dipendenti nel gestire fondi con profitto debbono necessariamente avere un ampio grado di autonomia dalla loro casa madre.

alle imprese medio-piccole. L'elevata riluttanza delle banche commerciali a offrire prestiti a medio e lungo termine alle imprese di minori dimensioni era stata evidenziata già negli anni trenta attraverso le analisi svolte da comitati ministeriali creati per studiare la situazione delle piccole e medie imprese. Tali analisi suggerirono al governo di agire attivamente per risolvere il problema esercitando pressioni sulle banche commerciali. Queste furono più volte sollecitate a rendere disponibile alle piccole e medie imprese capitale a lungo termine, finché le pressioni del governo culminarono in una vera e propria minaccia: se le banche commerciali non avessero provveduto a mutare atteggiamento, rivolgendo la propria attenzione al settore della media e piccola industria (il cui potenziale di sviluppo era fuori di dubbio), il governo avrebbe istituito una propria agenzia. Fu così che sotto la guida della Banca d'Inghilterra le banche commerciali parteciparono alla creazione della 3i Investors in Industry⁷⁵, cui furono delegati poteri operativi ampiamente discrezionali nell'attività di finanziamento a medio e lungo termine. Le banche commerciali, infatti, scongiurato il pericolo della costituzione di un forte concorrente pubblico, non vollero comunque essere coinvolte direttamente in tale attività e assunsero un atteggiamento passivo nei confronti della gestione operativa della nuova società che, da allora a oggi, in una situazione di duratura stabilità della propria compagine azionaria, avrebbe trattato circa 40.000 casi⁷⁶.

75. La Banca d'Inghilterra detiene un pacchetto azionario del 14,69 per cento, la Barclays Bank del 18,45 per cento, la National Westminster Bank del 22,49 per cento, la Bank of Scotland del 3,05 per cento, la Royal Bank of Scotland del 7,42 per cento, la Lloyds Bank del 13,40 per cento e la Midland Bank del 17,64 per cento.

76. La rotazione dei capitali investiti è assai elevata, essendo notevole il numero di investimenti di piccole dimensioni. Ciò consente anche di diversificare il rischio e di contare su una sequenza più o meno continua di realizzi. In particolare, il cash flow interno è in grado di fornire mediamente il 90 per cento delle risorse

La piena autonomia operativa ha consentito alla 3i di perseguire le finalità per cui era stata istituita con modalità diverse a seconda della congiuntura economica. Tali mutamenti sono utilmente descrivibili suddividendo l'evoluzione dell'attività della società in quattro fasi successive.

Nella prima fase, collocabile fra la fine degli anni cinquanta e gli inizi degli anni sessanta, la 3i incentrò la propria attività essenzialmente sulla concessione di crediti a lungo termine (10-20 anni).

Nella seconda fase (1960-1970), quando il notevole sviluppo industriale evidenziò l'incongruenza fra l'elevatezza del rischio e la remuneratività del credito⁷⁷, la società aggiunse all'attività di credito quella di investimento mobiliare. Inizialmente, gli investimenti furono rivolti esclusivamente alle imprese che richiedevano la collaborazione della 3i e consistettero prevalentemente nell'acquisizione di pacchetti di minoranza di azioni ordinarie. La società considerava, infatti, necessario alla realizzazione di risultati soddisfacenti da parte delle piccole imprese il mantenimento del controllo nelle mani del manager-proprietario. A seguito di tale politica di investimento, la 3i si trovò ad avere un portafoglio altamente illiquido: i prestiti dovevano essere offerti a condizioni fisse, con interessi stabiliti per contratto e accordi di rimborso; le quote azionarie erano per loro natura permanenti e, quando riguardavano società non quotate, immobilizzate per un periodo indefinito. Era perciò

(Continuazione nota 76 dalla pagina precedente)
 necessarie per i nuovi finanziamenti, mentre il rimanente 10 per cento viene raccolto sul mercato dei capitali.

77. In quegli anni i tassi di interesse erano mediamente del 2-2,5 per cento.

necessario che la 3i individuasse metodi di valutazione delle prospettive di crescita dell'impresa cui forniva capitale di rischio assai sofisticati, dal momento che i fondi sarebbero riaffluiti alla 3i solo se l'impresa partecipata avesse messo in distribuzione adeguati dividendi. Per garantire il buon fine dei propri investimenti mobiliari la 3i iniziò inoltre a definire forme di contratti azionari che le assicurassero, pur possedendo solo quote di minoranza, alcuni diritti sulla gestione dell'impresa e la possibilità di mantenere rapporti di leale consulenza con il management.

Nella terza fase (1970-1980), la 3i adatta le modalità di investimento definite e utilizzate dalle società di v.c. statunitensi alla propria filosofia, già sperimentata con successo nella fase precedente, e inizia a orientare i propri investimenti di capitale di rischio anche verso imprese che non si rivolgevano spontaneamente alla società. In questa terza fase, l'offerta della 3i di capitale di rischio e di consulenza allo sviluppo fu indirizzata, sulla scorta dell'esperienza americana, verso imprese operanti in settori innovativi. Tuttavia, diversamente da quanto accadeva negli Stati Uniti, tale offerta non fu finalizzata al conseguimento di guadagni in conto capitale attraverso lo smobilizzo dell'investimento dopo 2-5 anni; al contrario, l'offerta di v.c. fu gestita sulla base di tre direttive principali:

- operare in qualità di socio di minoranza;
- non porre alcuna pregiudiziale sui tempi di rientro degli investimenti, da realizzarsi sempre in un'ottica di sviluppo a lungo termine (5-10 anni);
- non interferire nell'esercizio del controllo, svolgendo tuttavia un ruolo di supervisione e di consulenza nei momenti delicati (ristrutturazione, crisi, ecc.).

Nella quarta fase, avviatasi negli anni ottanta e

non ancora esauritasi, queste linee di azione si confermano, ma si hanno cambiamenti nei soggetti cui l'istituzione concede finanziamenti e, di conseguenza, nei metodi adottati. In misura crescente si finanzia l'acquisizione di imprese da parte del management. Questa evoluzione è fondata su due fattori distinti. In primo luogo, un nuovo clima politico particolarmente favorevole a offrire al ceto medio, anche privo di propria ricchezza, gli strumenti finanziari per emergere; in secondo luogo, un processo di "deconglomerizzazione", che incentivava la concentrazione delle aziende multiprodotto intorno alla propria attività principale e che tendeva a individuare nel management delle società da dismettere il soggetto più idoneo a garantire l'efficienza di tale processo.

A questa evoluzione corrisponde il ricorso a nuove tecniche di finanziamento atte a porre a disposizione di questi nuovi imprenditori sia capitale di debito che di rischio: si ha così il finanziamento, con sempre maggiore frequenza, di operazioni di management buy-out (MBO) e di management buy-in (MBI).

Nello stesso periodo, inoltre, ebbe luogo la creazione dell'Unlisted Securities Market (cfr. § 3.1.2): ciò ha consentito, insieme al rialzo dei corsi azionari, di effettuare con successo operazioni di MBO non solo su aziende di grandi dimensioni, ma anche su piccole imprese non quotate.

3.4.2 Funzioni e strumenti

Attualmente, la Si - che ha assunto la struttura di

gruppo internazionale⁷⁸ - svolge numerose attività, oltre a concentrare le proprie risorse in operazioni di MBO/MBI⁷⁹. Offre development capital ad aziende che desiderano consolidare la propria struttura finanziaria, incrementando il livello dei loro mezzi propri⁸⁰. Esercita l'attività di private placing, ossia rende liquide le partecipazioni di azionisti di minoranza di imprese non quotate ovvero di imprenditori che desiderano realizzare una parte dell'investimento effettuato nella propria azienda continuando, tuttavia, a mantenerne il controllo⁸¹; interviene nella successione generazionale a capo dell'impresa⁸² fornendo consulenza per individuare, in sintonia con il proprietario-imprenditore, il/i successore/i e ristrutturare la compagine azionaria attraverso la riallocazione di altre quote di minoranza ovvero il finanziamento ai manager (dell'azienda, esterni a essa o di estrazione familiare)⁸³.

78. La 3i è presente direttamente in Italia, Francia, Germania e Stati Uniti e, attraverso joint-ventures con istituzioni locali, in Olanda, Portogallo, Australia, Giappone e India.

79. Nel 1990 ha effettuato 99 operazioni di MBO e 37 di MBI per un ammontare di capitale investito pari a 380 milioni di sterline. Circa la metà di tali investimenti è stata effettuata per importi non elevati (inferiori o uguali a 200 mila sterline).

80. Negli ultimi 5 anni la 3i ha fornito capitale per lo sviluppo a più di 2100 imprese europee, con un investimento complessivo superiore a 1 milione di sterline.

81. In particolare, la 3i acquista le quote messe a disposizione da questi soggetti consentendo loro di conseguire i propri obiettivi di liquidità e avviando l'impresa a una specie di "pre quotazione" azionaria.

82. Negli ultimi 5 anni la 3i ha effettuato investimenti in 5000 imprese, per un totale di oltre 2 milioni di sterline.

83. In questo campo, la 3i mira a garantire un periodo di transizione in cui il vecchio proprietario, mantenendo una quota di minoranza e restando nel consiglio di amministrazione, trasmetta il proprio know-how

Per quanto riguarda il trasferimento intergenerazionale delle imprese, generalmente, la 3i avvia l'operazione a seguito di una richiesta in tal senso dell'azienda interessata. Tuttavia, attraverso la propria rete di filiali (24) e contatti con gli operatori collegati alle diverse realtà locali (accountants, banche locali), pubblicizza presso la potenziale "clientela" i prodotti da essa offerti.

Per quanto concerne in genere l'intervento nella riallocazione, la 3i si rivolge ai manager che desiderano acquisire l'azienda in cui lavorano o che desiderano svolgere un'attività imprenditoriale in un'altra società offrendo, oltre ai finanziamenti, la propria consulenza per: la definizione delle linee guida del piano imprenditoriale; l'avviamento dei contatti con il potenziale venditore; la valutazione della società potenziale oggetto dell'acquisto (target); la strutturazione di un programma di finanziamento specifico; la conduzione delle trattative; la ristrutturazione dell'azionariato dell'impresa oggetto del MBO/MBI.

Relativamente a quest'ultimo aspetto dell'operazione, la 3i propone, generalmente, contratti e strumenti finanziari che tendono ad assicurare ai manager il raggiungimento, in tappe successive, del pieno controllo sull'azienda. Allo stesso tempo, essa si garantisce un potere di indirizzo sulla gestione dell'azienda (e quindi un controllo sul proprio investimento) condizionando la possibilità dei manager di accrescere la propria quota azionaria alla realizzazione di risultati economici e produttivi prestabiliti. Tali modalità di intervento escludono la partecipazione di un rappresentante della 3i nel consiglio di amministrazione dell'impresa oggetto dell'operazione, ma comportano che

(Continuazione nota 83 dalla pagina precedente)
imprenditoriale ai nuovi proprietari.

ciascuna operazione sia preventivamente valutata da due punti di vista: finanziario, per stabilirne la rischiosità; industriale, così da definire le strategie da intraprendere qualora l'impresa oggetto di MBO/MBI venga a trovarsi in difficoltà⁸⁴.

La 3i gestisce anche operazioni di MBO/MBI di importo elevato per imprese di grandi dimensioni. In questi casi la 3i costituisce e guida, per il finanziamento dell'operazione, sindacati di investitori che generalmente tendono a portare l'azienda alla quotazione in borsa, e quindi a smobilizzare l'investimento in breve tempo. Questo tipo di operazioni, sebbene si discosti dalle strategie di investimento di lungo periodo tipiche della 3i e sia più difficilmente gestibile⁸⁵, viene intrapreso anche allo scopo di mantenere buoni rapporti con i propri concorrenti a livello nazionale e locale: offrendo loro la possibilità di partecipare a investimenti sindacati che essa gestisce, la 3i potrà assicurarsi, in futuro, la loro collaborazione per acquisire le informazioni necessarie a individuare ulteriori clienti e a valutare la redditività di altre operazioni. Questo atteggiamento, nonché il diffuso utilizzo delle cosiddette "sfilate di bellezza" (beauty parade) - per mezzo delle quali, nello stesso giorno, a turno, i vari operatori finanziari si presentano a un cliente per ottenere l'incarico della gestione di una determinata operazione - indicano che il livello di concorrenza presente oggi sul mercato britannico è assai elevato.

84. L'Industry Department della 3i ha il compito di analizzare sotto il profilo tecnico industriale tutte le operazioni proposte dagli esperti finanziari.

85. In caso di fallimento dell'operazione, la numerosità degli investitori e le diverse caratteristiche del capitale che essi offrono (di debito, di rischio, mezzanine) possono comportare l'insorgere di numerosi conflitti di interesse risolvibili a costi elevati.

Ciò, a sua volta, può suggerire la seguente conclusione: la costituzione di una società privata avente lo scopo di fornire finanziamenti di lungo periodo alle piccole e medie imprese britanniche, ha contribuito non solo ad accrescere l'interesse degli intermediari finanziari nei confronti di tale attività ma anche a creare, attraverso la definizione di nuovi strumenti adatti a raggiungere quello scopo, un vero e proprio mercato della riallocazione proprietaria.

3.5 Conclusioni

La descrizione dell'attività degli intermediari e delle istituzioni del mercato della riallocazione britannica ha portato a delineare le modalità con cui viene mantenuto e trasmesso il controllo delle imprese nel Regno Unito.

L'intermediazione assume prevalentemente le caratteristiche dell'attività di consulenza alla definizione di programmi di sviluppo delle imprese e alla ricerca delle fonti e degli strumenti idonei al loro finanziamento. L'istituzione scelta quale consulente, attraverso l'instaurazione di rapporti duraturi con la clientela e la definizione di strumenti finanziari ad hoc, tende a soddisfare molteplici esigenze, ripartendo il rischio di operazioni complesse fra varie categorie di investitori, semplificando le procedure di vendita e acquisto di diritti di proprietà e controllo, tentando di conciliare i diversi interessi generalmente coinvolti nei processi di crescita e di sviluppo delle imprese.

In tale ottica, il reperimento dei mezzi finanziari e l'adozione di tecniche finanziarie particolari avviano il processo di modifica della struttura delle partecipazioni al capitale di un'impresa e spesso determinano la riallocazione dei diritti di proprietà e di controllo su di essa.

4. L'esperienza francese

Al fine di comprendere le caratteristiche del mercato della riallocazione in Francia vengono presentati alcuni dati sulle recenti modifiche della struttura proprietaria delle grandi imprese francesi, sullo sviluppo dei mercati dei valori mobiliari, sulla presenza di barriere al trasferimento della proprietà e sulla consistenza dei servizi erogati dagli intermediari finanziari su tale mercato⁸⁶.

In secondo luogo vengono analizzate le principali cause dei cambiamenti occorsi relativamente agli aspetti sopra menzionati.

Seguono infine alcune osservazioni sul "modello" francese di mercato per la riallocazione della proprietà.

4.1 Le modifiche nell'attività degli intermediari e delle regole della riallocazione proprietaria

4.1.1 La "mappa" della proprietà delle grandi imprese

A differenza dei paesi anglosassoni, la Francia non possiede una tradizione di "capitalismo manageriale".

Storicamente, l'azionariato diffuso ha caratterizzato solo poche società e gli azionisti rilevanti (famiglie, intermediari finanziari, lo Stato) non hanno mostrato un atteggiamento passivo nei confronti del management tipico

86. All'analisi del caso francese ha contribuito una serie di incontri a Parigi con le seguenti banche e istituzioni finanziarie: Banque Nationale de Paris, Crédit Lyonnais, Paribas, Caisse des dépôts et consignations.

degli investitori istituzionali americani o inglesi.

Alcuni dati consentono di apprezzare il fenomeno. Durante gli anni settanta uno studio condotto sulle 200 maggiori (per fatturato) imprese francesi mostrava come almeno la metà fosse soggetta al controllo familiare⁸⁷. Più in particolare l'osservazione congiunta delle forme di controllo (maggioritario, minoritario, "manageriale") e della natura del controllo secondo i soggetti proprietari indicava, da un lato, come il controllo familiare fosse il più frequente, seguito da quello straniero e da quello esercitato dalle banche o da altri intermediari finanziari, dall'altro come le situazioni di controllo maggioritario fossero quelle prevalenti.

Nel 1982 il governo francese ha nazionalizzato gran parte del settore bancario (circa il 90 per cento) e alcuni tra i più importanti gruppi industriali. Con il piano di privatizzazione avviato dal ministro dell'economia Balladur nel 1986, la proprietà pubblica delle imprese francesi è diminuita a favore di nuovi assetti proprietari.

Dall'esame degli attuali soggetti detentori della proprietà delle maggiori imprese francesi emergono i seguenti dati. Il controllo familiare, pur rimanendo predominante, scende rispettivamente per il 1987 e il 1988 a 71 e 62 casi sul totale delle società quotate. La componente estera, pari al 26,8 per cento del valore della capitalizzazione di borsa, rimane sostanzialmente immutata⁸⁸. Viene incrementato il peso strategico degli investitori istituzionali (compagnie di assicurazione e casse di previdenza) che, pur detenendo solo

87. Morin (1974).

88. Esteva (1992). Occorre sottolineare però come uno degli obiettivi del piano di privatizzazione fosse quello di escludere gli azionisti stranieri dal controllo delle imprese privatizzate.

il 3,5 per cento delle azioni ammesse al listino ufficiale, sono presenti in tutte le imprese privatizzate⁸⁹. In crescita, soprattutto per le partecipazioni detenute nelle società privatizzate, il peso assunto sia dalle banche pubbliche (BNP, Crédit Lyonnais) sia dalle banche neo privatizzate (Paribas, Indosuez, Société Générale, ecc.)⁹⁰. Infine, l'azionariato diffuso si è sviluppato sia grazie al maggior ricorso da parte delle imprese al finanziamento tramite emissioni azionarie sottoscritte dalle famiglie, sia in virtù del collocamento presso il pubblico di partecipazioni azionarie non strategiche nelle imprese privatizzate⁹¹.

4.1.2 I mercati dei valori mobiliari

Accanto alle modifiche della struttura proprietaria delle grandi imprese, occorre fornire alcuni dati sui mercati dei valori mobiliari. La capitalizzazione di borsa di Parigi ha raggiunto nel 1990 un valore di 1561 miliardi di franchi, registrando un aumento del 161 per cento rispetto al 1985. Il rapporto tra capitalizzazione e PNL è passato dal 9 per cento del 1980 al 36 del 1989, per poi scendere al 27 per cento nel

89. Esteva (1992). Gli investitori istituzionali raramente detengono una partecipazione superiore al 5 per cento in una singola società. In un campione delle 200 più grandi società francesi, il gruppo assicurativo GAN è presente in 70 casi, AGF in 42 casi, l'UAP in 30.

90. Tale componente ammonta a circa il 10 per cento della capitalizzazione di borsa. Cfr. Prot e De Rosen (1990).

91. Il collocamento di azioni presso le famiglie è passato dall'11,6 per cento del totale delle risorse finanziarie delle stesse nel 1979 al 36,7 per cento del 1989. Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, Comptes de la Nation, Tableaux d'opérations financières.

1990⁹². Il numero di società quotate al listino ufficiale, passato da 1001 del 1973 a 712 nel 1982, è attualmente di 534 società francesi e di 226 società straniere; la creazione del secondo mercato nel 1983, ove si sono quotate sino a circa 350 società, dopo un primo periodo di intensa attività, ha in seguito registrato un calo nel numero di società quotate, attualmente pari a 287 di cui 5 straniere, e nel volume delle contrattazioni⁹³.

La crescita in termini di capitalizzazione della borsa di Parigi è da ascrivere, dal lato dell'offerta, al maggiore ricorso delle imprese francesi al finanziamento mediante emissioni azionarie, dati gli alti costi imposti dall'indebitamento bancario in un periodo di disinflazione (cominciato nel 1986) caratterizzato da un livello dei tassi di interesse reali elevato⁹⁴. Dal lato della domanda, le

92. Esteve (1992). Rimane comunque sostanziale lo scarto con i paesi anglosassoni: nel 1990 il rapporto capitalizzazione/PNL è pari rispettivamente al 50 per cento per gli Stati Uniti e all' 88 per cento per il Regno Unito.

93. Cfr. de Kergorlay (1991). Il numero di società i cui titoli siano oggetto di contrattazione al secondo mercato è oggi drasticamente inferiore al numero di società formalmente quotate. Numerose società francesi, anche di notevole importanza, non sono quotate al listino ufficiale; è questo il caso delle holdings non quotate a capo di grandi gruppi industriali o delle società mutue, per definizione sprovviste di un capitale azionario, che sono a capo di società quotate al listino ufficiale (ad esempio la società Axa-Midi controllata dalle Mutuelles Unies). Cfr. Agnellet (1989). Infine società francesi come Michelin, Casino, Castorama, Yves Saint-Laurent e Hermès sono costituite in forma di società in accomandita per azioni, con conseguente inefficacia dell'acquisto della proprietà ai fini dell'ottenimento del controllo e quindi minore interesse degli investitori nei relativi titoli.

94. I tassi di interesse reali dei prestiti bancari alle imprese sono passati dal -1 per cento all'inizio del 1973 al +3,5 della fine del 1983 e al +7,3 del 1986, per raggiungere il livello del +8 per cento all'inizio del 1990. Cfr. Lachmann (1990).

agevolazioni fiscali all'investimento azionario, introdotte dalla "Loi Monory" del 13 luglio 1978 e dalla "Loi Delors" del 1983 (queste ultime poi sopresse a partire dal 1° gennaio 1989), hanno notevolmente incentivato l'afflusso del risparmio verso il capitale di rischio⁹⁵.

In seguito alla crisi della borsa del 1987 e a un trattamento fiscale sempre più favorevole ad attività finanziarie diverse dalle azioni, i risparmiatori, soprattutto quelli approdati all'investimento azionario grazie alle privatizzazioni, hanno spostato le proprie preferenze verso altri tipi di investimento: obbligazioni, OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) a breve termine, assicurazioni-vita. La disaffezione dei risparmiatori si è immediatamente riflessa nel minor ricorso delle imprese al mercato azionario, con una flessione delle emissioni di azioni del 6,5 per cento nel 1991 rispetto al 1990.

4.1.3 Gli ostacoli all'acquisizione del controllo

a) Alterazione nel rapporto tra diritti patrimoniali e diritti di voto del capitale di rischio

La legge 3 gennaio 1983 (artt. 283-1/5) permette l'emissione in Francia di certificats d'investissement provvisti dei diritti pecuniari delle azioni e di certificati di diritto di voto rappresentativi degli altri diritti inerenti alle azioni emesse. I certificats d'investissement

95. Altri prodotti finanziari come le obbligazioni, le assicurazioni-vita, quote di OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) a breve termine, godono attualmente di un regime fiscale più favorevole rispetto alle azioni. La minore competitività fiscale dell'investimento azionario è stata solo in parte compensata dalla riduzione dell'aliquota di imposta sulle società, che ha attenuato il fenomeno della doppia imposizione.

non possono però essere emessi per un importo superiore al 25 per cento del capitale sociale. I certificati di diritto di voto, diversamente dai certificats d'investissement, non sono negoziabili. Gli azionisti di controllo di una società potranno dunque usufruire dell'emissione di tali certificati a scapito di un potenziale acquirente, che vede comunque ridursi la percentuale dei diritti di voto suscettibili di acquisto sul mercato.

Un'altra possibilità è offerta dall'art. 175 della legge 24 luglio 1966, n. 537, che consente all'assemblea straordinaria di una società di conferire un voto doppio alle azioni detenute per almeno due anni, premiando così la stabilità rispetto alla riallocazione dell'azionariato. L'art. 18 del regolamento n. 87-01 del 20 gennaio 1987 della Commission des Opérations de Bourse (COB) ha previsto che gli statuti delle società quotate in borsa possano conferire un voto doppio alle azioni detenute per almeno quattro anni, accentuando così il valore di questo strumento in favore degli azionisti di controllo.

Sempre per una frazione del capitale sociale non superiore al 25 per cento, le società che hanno riportato un utile nel corso dei due esercizi precedenti possono creare azioni à dividende prioritaire senza diritto di voto (art. 269 della legge 537 del 1966).

Infine, l'art. 177 della legge 537 del 1966 permette a una società di premunirsi dall'attacco di nuovi azionisti rilevanti limitandone la percentuale dei diritti di voto esercitabili a prescindere dal numero di azioni possedute⁹⁶.

96. Proprio recentemente l'assemblea straordinaria della società BSN ha approvato la limitazione dei diritti di voto di ogni azionista al 6 per cento del totale. Nel 1989, la CGE ha limitato il possesso dei diritti di voto in capo a un solo azionista all'8 per cento del capitale.

È importante sottolineare che la proposta della XIII Direttiva in materia di OPA della Commissione CEE non intacca tali limitazioni alla regola one share-one vote, ma non è escluso che la Commissione si riservi di disciplinare la materia in un prossimo futuro con una Direttiva sulle società⁹⁷.

b) L'autocontrollo tramite le partecipazioni incrociate

Diversamente dall'autocontrollo propriamente detto (proibito da sempre in Italia e, in Francia, a partire dal 1° luglio 1991 dall'art. 21 della legge 531 del 1989), ove la società controllante fa comprare da una o più società controllate del gruppo una frazione rilevante del proprio capitale, nel caso delle partecipazioni incrociate una società per azioni francese non può detenere una sola azione di un'altra società francese, se quest'ultima detiene più del 10 per cento del capitale della prima. Sovente, in Francia, avviene però che le controllate di due diversi gruppi "alleati" detengano partecipazioni incrociate nelle società madri dell'altro gruppo; tale soluzione consente di detenere il controllo senza però implicare un destino comune o la perdita di autonomia gestionale⁹⁸.

Un aspetto essenziale di simili forme di protezione del controllo risiede nel fatto che tali partecipazioni, a

97. La proposta di Direttiva in materia di OPA è stata presentata dalla Commissione al Consiglio il 19 gennaio 1989. Cfr. anche London (1990).

98. Un caso classico di partecipazione incrociata è costituito dal legame tra la CGE e la Société Générale o dall'alleanza tra Paribas e la CFP-Total. La possibilità di detenere partecipazioni incrociate è disciplinata dagli artt. 358-9 della legge 537 del 1966; esiste comunque un limite massimo del 10 per cento del capitale di una società detenibile sotto forma di partecipazioni incrociate.

differenza delle partecipazioni di minoranza tradizionali, portano alla nomina di una parte consistente dei membri dei consigli di amministrazione da parte dell'azionista nella società partecipata⁹⁹.

Come dimostra l'esperienza tedesca, una struttura di controllo basata su una fitta rete di partecipazioni incrociate può costituire una protezione per le imprese soggette al rischio di un'acquisizione ostile del controllo.

c) Acquisizione o costituzione di una società appartenente a un settore regolamentato

Alcuni settori dell'economia in Francia sono soggetti a regolamentazione: le telecomunicazioni, il credito, la difesa, la stampa. Le limitazioni alla libera iniziativa imprenditoriale sono giustificate dalla natura pubblicistica degli interessi in gioco; il diritto all'informazione, la stabilità economica, la sicurezza nazionale, ecc.¹⁰⁰

Le società operanti in tali settori sono quindi sottoposte a particolare disciplina sia in riferimento al loro funzionamento sia ai requisiti richiesti ai loro azionisti.

Nel caso del credito, ad esempio, il regolamento n. 84-07 del 28 settembre 1984 del Comité de la réglementation bancaire, modificato dall'art. 2 del regolamento n. 87-08 del 22 luglio 1987, impone che l'assunzione di una partecipazione superiore al 10 per cento in una banca o in un gruppo controllante una banca venga subordinata a un'autorizzazione

99. Morin (1989).

100. La natura pubblicistica degli interessi coinvolti non giustifica di per sé l'intervento dello Stato; occorre stabilire la contestuale presenza di market failures nella tutela di tali interessi. L'argomento esula ovviamente dal presente lavoro.

preventiva da parte del Comité des établissements de crédit.

La mancata autorizzazione, se subordinata a motivazioni estranee alla ratio della legge, costituisce un ostacolo ingiustificato nei confronti di un possibile acquirente.

Diversi gruppi francesi hanno fatto ricorso a tale forma di "protezione"; il gruppo Matra-Hachette con la banca d'affari Arjil o il gruppo BSN con Alpha-Banque. L'effettiva consistenza di tale barriera dipende ovviamente dall'atteggiamento del Comité: nel caso della tentata scalata nel 1988 da parte delle Assicurazioni Generali nei confronti della Compagnie du Midi, il Comité ha atteso più di tre mesi prima di rilasciare l'autorizzazione. Nel raid compiuto invece dalla Marceau Investissement, sempre nel 1988, contro la Société Générale, il Comité ha autorizzato l'operazione nel giro di pochi giorni¹⁰¹.

d) Vincoli all'acquisizione di quote azionarie nei "nuclei di riferimento" delle imprese privatizzate

In sede di privatizzazione di alcune delle imprese inserite nella lista annessa alla legge 912 del 6 agosto 1986 (relativa alle modalità d'applicazione delle privatizzazioni) sono stati costituiti dei noyaux durs (nuclei stabili di azionisti) che, senza gestire direttamente le società controllate, garantivano che nessun altro azionista, tanto meno se straniero, potesse acquisire il controllo della società privatizzata.

La necessità di creare un gruppo di azionisti di riferimento era funzionale alla ricerca di un efficiente

101. Ohana (1991). Il ruolo svolto dal potere politico nel tentativo di scalata alla Société Générale nel 1988 ha sicuramente danneggiato l'immagine di trasparenza e competitività del mercato francese. Cfr. nota 110.

assetto proprietario che, all'interesse generale, unisse gli interessi strategici di alcuni membri del noyau dur e degli amministratori in carica prima della privatizzazione.

Questi ultimi hanno nella maggior parte dei casi conservato il proprio posto nel passaggio dal pubblico al privato e hanno svolto un ruolo determinante, insieme alla direzione del Tesoro del Ministero delle finanze, nella scelta dei membri dei rispettivi noyaux durs¹⁰².

La stabilità dei noyaux durs nei primi due anni era garantita da una clausola di inalienabilità che riguardava l'80 per cento delle azioni acquistate dagli azionisti membri del "nucleo di riferimento". Per i tre anni successivi all'acquisto, il consiglio di amministrazione della società neo privatizzata si sarebbe avvalso di una clausola di gradimento in caso di cessione delle quote appartenenti ai noyaux durs.

Con la legge 465 del 10 luglio 1989 si è peraltro disposto che ogni acquisizione, da parte di una persona o di più persone operanti di comune accordo, di una partecipazione del 10 per cento o più in un'impresa privatizzata debba essere sottoposta al preventivo benestare del Ministro dell'economia, che può opporvisi per la tutela degli interessi nazionali. Tale previsione investe gli accordi stipulati sino al 31 dicembre 1992 e, essendo dotata di retroattività, anche quelli intervenuti prima del 10 luglio 1989 tra i partecipanti ai noyaux durs. Una simile norma non contiene i pregi del vecchio sistema (viene infatti

102. L'eventuale sostituzione "in blocco" degli amministratori in carica avrebbe comportato notevoli problemi di gestione per il nuovo management, data la scarsa familiarità di quest'ultimo con le caratteristiche dell'azienda. L'esperienza francese è stata agevolata da una tradizione consolidata di mobilità degli amministratori delle grandi imprese francesi dal pubblico al privato.

scoraggiata la ricerca di un accordo tra azionisti del "nucleo" e consiglio di amministrazione) e ne accentua i caratteri "dirigistici", lasciando al potere politico un eccessivo potere di veto¹⁰³.

4.1.4 Il ruolo degli intermediari

Occorre distinguere l'attività svolta dagli intermediari sul mercato della riallocazione proprietaria nei riguardi delle grandi imprese dall'attività svolta nei riguardi delle medio-piccole imprese.

a) Gli intermediari e le grandi imprese

L'assetto odierno degli intermediari risente in misura notevole dell'intervento pubblico, articolatosi nel 1984 con l'approvazione della legge bancaria e nel 1986 con l'avvio delle privatizzazioni di numerose banche pubbliche.

La normativa francese in materia creditizia (l'attività è disciplinata in modo organico dalla legge bancaria del 1984) non distingue più gli intermediari creditizi in base alle attività consentite; ogni intermediario è abilitato all'esercizio di tutti i servizi contemplati dalla legge. Nel prosieguo della trattazione, i termini "banca di deposito" e "banca d'affari" staranno quindi ad indicare la specializzazione storica di tali intermediari, che tuttavia ancora conserva qualche riflesso sulla loro operatività.

Per semplicità, si possono distinguere due diverse attività intraprese dagli intermediari bancari sul mercato

103. Per un'analisi approfondita del processo di privatizzazioni in Francia e in altre esperienze europee cfr. Chiri e Panetta (1993).

della riallocazione delle grandi imprese; la prima riguarda la prestazione di servizi (presentazione di un'OPA¹⁰⁴, associazione a un sindacato di sottoscrizione, ricerca di un partner, assistenza nelle operazioni di fusione e acquisizione); la seconda, l'assunzione diretta di responsabilità nella decisione di modifica degli assetti proprietari grazie alla detenzione di quote di partecipazione nelle imprese.

A parte il caso della Lazard Frères¹⁰⁵, quasi tutti gli altri intermediari (siano esse banche pubbliche, private, finanziarie) risultano attivi su entrambi i fronti. Più in particolare, l'assunzione di partecipazioni è, sebbene in base a una concezione del rapporto banca-industria che differisce da intermediario a intermediario, funzionale all'offerta di servizi di assistenza per la riallocazione delle imprese partecipate.

Le grandi banche di deposito come la BNP e il Crédit Lyonnais hanno costituito, intorno alla metà degli anni ottanta, "banche d'affari" - rispettivamente Banexi e Clinvest - attraverso cui incrementare l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali e offrire servizi

104. La normativa francese impone la presentazione di un'offerta pubblica di acquisto, di vendita o di scambio da parte di un intermediario creditizio.

105. La banca Lazard privilegia in modo marcato la prestazione di servizi rispetto all'assunzione diretta di partecipazioni. Al momento la Lazard detiene una superiorità evidente sulle banche concorrenti per quanto riguarda il montaggio di complicate operazioni di fusione e acquisizione, soprattutto sulla piazza di Parigi. Le piccole dimensioni della banca (caratteristica comune di tutte e tre le sedi della Lazard rispettivamente a Parigi, Londra e New York), unitamente alla presenza di risorse umane altamente qualificate nella finanza d'impresa, garantiscono la snellezza e il know how necessari per l'offerta di servizi nel campo della riallocazione. Cfr. Eynaudi (1991).

finanziari alle imprese¹⁰⁶. L'obiettivo di tali "banche d'affari" è quello di sfruttare il rapporto di partecipazione nelle imprese fornendo contemporaneamente capitale di credito a breve, a medio e a lungo termine e i servizi attinenti alla finanza d'impresa.

La spinta allo sfruttamento dei rapporti con le società partecipate nel campo della finanza d'impresa è stata determinata dalla necessità per le banche di trovare fonti di reddito alternative all'attività di intermediazione creditizia, e dalla forte concorrenza esercitata da altri intermediari in questo settore¹⁰⁷.

Le quote azionarie detenute vanno in genere dal 20 al 40 per cento e danno modo alle banche di avere una rappresentanza nei consigli di amministrazione delle imprese partecipate. Pur non interferendo nella gestione ordinaria delle società partecipate, sono in grado di influenzarne le decisioni più importanti come la nomina dell'amministratore delegato o del direttore finanziario.

106. La BNP e il Crédit Lyonnais sono risultate particolarmente attive nell'assistenza finanziaria, corredata dalla sottoscrizione di azioni, alle operazioni di fusione e acquisizione. Nel 1990 il Crédit Lyonnais ha seguito 64 operazioni, la BNP 84. Le banche d'affari storiche come Paribas e Lazard hanno allestito rispettivamente 54 e 38 operazioni.

107. Gli introiti da commissioni sui servizi resi nell'attività di consulenza e di assistenza nell'ambito della finanza d'impresa sono d'altra parte ragguardevoli (nel caso del Crédit Lyonnais i proventi da commissioni sono passati dal 17 per cento del 1985 al 33 per cento del 1991 sul totale del risultato d'esercizio). Infine, la concorrenza esercitata dalle merchant banks inglesi e dalle investment banks statunitensi (come Bankers Trust nell'operazione di acquisto di NTS da parte di Michelin o di Wasserstein Perella & Co. nell'operazione di acquisto di American National Can da parte di Péchiney) nell'offerta di tali servizi ha accelerato il processo di inserimento delle banche francesi in tale settore di attività.

Diversamente però dal comportamento tipico della banca universale, nel caso in cui le banche d'affari non ritengano più ottimali gli assetti proprietari esistenti (l'esempio classico è quello dell'impresa che ha raggiunto la maturità), ne promuovono la riallocazione.

L'attività di assistenza alle operazioni di fusione e acquisizione svolta dalle banche d'affari è distinta, nell'organizzazione di molte banche francesi, da quella di gestione delle partecipazioni azionarie di maggioranza, che viene affidata il più delle volte a una direzione interna alla casa madre.

Le partecipazioni di maggioranza rispondono all'esigenza di creare alleanze strategiche, spesso ispirate dal governo, in campo finanziario e industriale che regolino i rapporti di forza, da un lato, tra pubblico e privato, dall'altro, tra i grandi gruppi francesi¹⁰⁸. Risulta chiaro il conflitto di interessi fra tale tipo di legame e quello, pur sempre partecipativo, che prevede la possibilità di smobilizzo nel momento in cui vengono massimizzati i capital gains.

Rispetto alla BNP e al Crédit Lyonnais, l'utilizzo delle partecipazioni da parte di Paribas e Suez presenta alcune differenze.

108. L'esempio più evidente è quello tra il Crédit Lyonnais e Thomson-CSF o il caso ancora più eclatante del tentativo di smembramento del "nucleo di riferimento" della Société Générale nel 1988. Per una interpretazione del riassetto della proprietà tra i maggiori gruppi francesi in chiave di equilibrio nei rapporti di forza, cfr. Morin (1989). Altre volte la detenzione di quote rilevanti nelle imprese è il frutto della normativa di borsa sulle OPA, che impone l'acquisto fino al 100 per cento delle azioni offerte dagli azionisti della società-obiettivo.

Paribas sembra non voler seguire il modello della banca universale tedesca, per la quale le partecipazioni non tanto devono essere redditizie in sé, quanto funzionali all'offerta di credito a breve, a medio e a lungo termine alle imprese partecipate.

Secondo la concezione di Paribas, la banca deve invece comportarsi come un qualsiasi azionista rilevante; ossia massimizzare i profitti dell'impresa apportando il capitale necessario agli investimenti e partecipando alle scelte strategiche della stessa. L'unica peculiarità è data dalle maggiori disponibilità finanziarie dell'azionista-banca rispetto ad altri azionisti, peculiarità che ne accentua il ruolo di finanziatore, da cui il termine coniato dal presidente di Paribas di "azionista-finanziario"¹⁰⁹.

Suez, a partire dall'acquisizione del controllo della Société Générale de Belgique nel 1988, ha invece sviluppato una forte vocazione industriale, detenendo numerose partecipazioni di maggioranza nelle imprese. Suez esercita a pieno titolo il ruolo di azionista di maggioranza, controllando le società attraverso la nomina di propri rappresentanti nei consigli di amministrazione.

Un discorso a parte spetta alla Caisse des dépôts et consignations. La CDC trae le proprie risorse dai fondi raccolti dalle casse di risparmio, dalle somme oggetto di un contenzioso giudiziario e dai depositi regolamentati dei notai (80 miliardi di franchi circa); i risparmi raccolti vengono impiegati per il finanziamento degli enti locali o per attività di interesse generale (poste, edilizia popolare, ecc.). In alternativa, il risparmio raccolto viene gestito secondo un'ottica finanziaria o assicurativo-previdenziale dalla stessa CDC o da gestori professionali da questa

109. Tale filosofia ha ispirato l'aumento della quota di Paribas in Ciments Français.

controllati.

Oltre a svolgere questo ruolo, essa è anche una "banca d'affari" che sottoscrive prestiti e acquista azioni nelle imprese industriali.

Nello svolgimento delle sue attività la CDC, che in pratica fa capo al Ministro dell'economia, non è sottoposta ai normali controlli bancari, con ovvi riflessi in termini di conflitto di interessi. Come nel caso del raid sulla Société Générale¹¹⁰, la CDC viene spesso utilizzata per operazioni d'ispirazione governativa, che sovente incidono sugli assetti proprietari dei gruppi industriali e finanziari francesi.

b) Gli intermediari e le imprese medio-piccole

Nel confronti della riallocazione proprietaria delle imprese medio-piccole agiscono intermediari sia pubblici che privati. Per quanto riguarda le banche, particolarmente attive risultano essere le grandi banche di deposito che, insieme al Crédit Agricole, possiedono una vasta presenza sul territorio e sono quindi più vicine alla realtà delle imprese medio-piccole.

110. Nell'autunno del 1988 il governo francese, allora presieduto dal primo ministro Bérégovoy, ha cercato senza successo di mutare la compagine azionaria del noyau dur della Société Générale, composto da azionisti "scelti" da Balladur quando nel 1987 ne decise la privatizzazione. La CDC era appunto coinvolta a fianco del governo nel tentativo di acquisire il controllo della banca privatizzata attraverso una OPA. La CDC, a differenza degli altri acquirenti, aveva il vantaggio "sleale" di poter comprare, attraverso la CDC Participations, azioni vendute dai gestori del risparmio, dalle SICAV e dai FCP operanti all'interno della stessa CDC. L'assoluta mancanza di barriere tra i diversi settori ha così permesso alla CDC di aumentare la propria quota nella Société Générale senza competere con le offerte di altri acquirenti presumibilmente ostili al tentativo di scalata.

Anche in questo caso l'organizzazione adottata dal Crédit Lyonnais e dalla BNP è simile. Entrambi gli intermediari hanno costituito filiali decentrate su tutto il territorio nazionale (20 per il Crédit e 10 direzioni di area per la BNP).

Le filiali, formalmente inserite nelle attività della casa madre, offrono servizi nella finanza d'impresa e per il trasferimento della proprietà prevalentemente alle imprese partecipate. La decisione di entrare nel capitale azionario delle imprese medio-piccole viene presa a livello decentrato. Solo nel caso di operazioni particolarmente complesse o di entità rilevante, la banca d'affari a Parigi (Clinvest o Banexi) coopera con la filiale.

Non vi sono invece legami organizzativi con le filiali commerciali della banca di deposito. Tale soluzione sembra scaturire sia dalla necessità di evitare conflitti di interesse tra l'attività di banca commerciale e quella di banca d'affari, sia dalle diverse caratteristiche in termini di risorse umane e di operatività richieste dalle due strutture¹¹¹.

Diversamente dai venture-capitalists americani (strutture molto piccole, indipendenti e dotate di risorse umane altamente qualificate), l'investimento in capitale di rischio di matrice bancaria è raramente associato all'assunzione di partecipazioni di modesta entità; ad esempio, le partecipazioni delle filiali "d'affari" della BNP partono da 40-50 milioni di franchi. Di conseguenza i servizi offerti alle imprese non riguardano tanto la creazione e l'avvio di piccole imprese, quanto l'attività di

111. La ricerca di personale per l'attività di "banca d'affari" sembra comunque aver privilegiato il reclutamento interno alla banca (soprattutto nel caso della BNP).

fusione e acquisizione e l'accesso al mercato secondario delle medie imprese¹¹².

Il felice andamento dell'economia, il buon funzionamento del secondo mercato e una maggiore apertura delle imprese medio-piccole al capitale di rischio, hanno consentito una crescita del 30 per cento annuo del mercato del venture capital francese nei quattro anni precedenti il 1988¹¹³.

In seguito alla crisi dei mercati azionari del 1987, la possibilità di riallocare la proprietà delle PMI attraverso la quotazione al secondo mercato è venuta meno. La possibilità di smobilizzo delle quote azionarie detenute dalle banche è stata quindi affidata all'attività di fusione e acquisizione¹¹⁴.

Accanto al ruolo svolto dalle banche vi sono altri

112. I venture-capitalists statunitensi hanno destinato nel 1988 il 28 per cento delle proprie risorse alla creazione di imprese, contro il 14 degli intermediari francesi. Cfr. "Les Echos" (1989).

113. Con 18 miliardi di franchi nel 1988 il mercato del venture capital francese (6 per cento del totale) è risultato terzo dopo Stati Uniti (54 per cento) e Regno Unito (20 per cento). Tale cifra avrebbe potuto essere superiore se si osserva che i Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR), uno degli investitori istituzionali attivi sul mercato del venture capital, hanno potuto investire nel 1984 solo il 22 per cento dei fondi raccolti in società non quotate, contro il limite minimo del 40 per cento imposto dalla normativa per l'investimento in tale settore. Cfr. Pastré (1986).

114. Il rapporto dell'Association Française des Banques per il 1988 ha stimato il valore del mercato della riallocazione proprietaria delle imprese medio-piccole intorno ai 70 miliardi di franchi francesi. Sempre secondo il rapporto, circa 1000 imprese medio-piccole hanno cambiato proprietario nel 1988, con un valore mediano di tali operazioni intorno ai 100 milioni di franchi francesi. Tale mercato aumenta a un ritmo del 10 per cento annuo.

intermediari, a livello regionale e locale, che risultano attivi sul mercato della riallocazione: le Sociétés de Développement Régional (SDR), le Sociétés Financières d'Innovation (SFI) e le Sociétés de Capital-Risque (SCR), introdotte dalla legge dell'11 luglio 1985 in sostituzione degli Instituts Régionaux de Participation.

Le SDR sono banche d'affari, create nel 1955, il cui capitale è posseduto in gran parte dagli enti locali e, in misura inferiore, dalle banche e dalla CDC. Assumono partecipazioni e fanno prestiti a medio e a lungo termine. Tendono a specializzarsi in determinati settori industriali e trattano con imprese di modeste dimensioni. Le SFI sono state istituite dall'art. 4/III della legge dell'11 luglio del 1972. Le SCR assumono invece partecipazioni in imprese di maggiori dimensioni e sono assimilabili a investitori istituzionali come la SICAV, i FCP e i FCPR. Le SCR, al cui capitale le banche partecipano in misura rilevante, sono passate da un investimento pari a 1,5 miliardi di franchi nel 1986 a 4,8 nel 1988.

4.2 Le cause delle modifiche nel mercato della riallocazione

Dalle considerazioni sinora svolte emergono i seguenti punti.

Durante gli anni ottanta gli intermediari hanno rafforzato il proprio ruolo nel mercato della riallocazione, sia attraverso l'allestimento di strutture volte alla prestazione di servizi sia tramite la maggiore assunzione di partecipazioni nelle imprese.

Nello stesso periodo la borsa di Parigi è cresciuta in termini di capitalizzazione, ma è ancora penalizzata da un basso numero di società quotate. Queste ultime, per lo più le

società privatizzate, sono caratterizzate da un azionariato maggiormente diffuso rispetto al periodo precedente le nazionalizzazioni.

Il trasferimento della proprietà è ancora soggetto a numerosi vincoli che ne rendono difficile l'attuazione in mancanza di consenso dell'azionista-controllore.

Infine le imprese medio-piccole hanno beneficiato del maggiore attivismo degli intermediari (banche e finanziarie di partecipazione) e, per lo meno nella fase iniziale, della creazione, nel 1982, del secondo mercato.

Alcuni dei cambiamenti sopra menzionati trovano la loro origine nell'andamento favorevole dell'economia durante buona parte degli anni ottanta. La disinflazione che ha caratterizzato la seconda metà del decennio precedente, da un lato ha reso più costoso l'indebitamento bancario e quindi necessaria la ricerca di fonti alternative di reddito da parte delle banche, dall'altro ha consentito la crescita dei mercati dei valori mobiliari e la conseguente privatizzazione di numerose imprese pubbliche.

Le autorità francesi hanno approfittato della congiuntura favorevole per adottare alcune modifiche strutturali del mercato della riallocazione proprietaria.

In primo luogo sono state avviate le privatizzazioni di gran parte del settore creditizio (Paribas, Suez, Société Générale, Crédit Commercial de France) e di importanti gruppi industriali (Saint-Gobain, Matra, Havas).

L'uscita dal settore pubblico aveva l'obiettivo di consentire il riassetto proprietario delle imprese privatizzate secondo la logica del mercato.

Inoltre l'incremento dell'azionariato diffuso e il maggior peso degli investitori istituzionali, resi possibili dalle modalità seguite nel processo di privatizzazione, avvicinano la Francia al "modello" anglosassone.

La decisione di privatizzare una parte rilevante delle imprese nazionalizzate non avrebbe comunque potuto essere realizzata in mancanza di un più vasto programma di riforme degli intermediari e dei mercati.

4.2.1 Le riforme dei mercati

Nel 1982 è stato creato in Francia il second marché che, nelle intenzioni delle autorità francesi, doveva costituire il punto di approdo di un numero di imprese medio-piccole sempre maggiore.

Secondo una logica coerente con tale obiettivo l'investimento di risorse pubbliche nel capitale delle Sociétés de Développement Régional e, a partire dal 1985, delle Sociétés de Capita-Risque è cresciuto sensibilmente nei primi anni ottanta.

La creazione della SOFARIS (Société pour l'assurance du capital-risque des petites et moyennes entreprises) e di nuovi intermediari, come i Fonds communs de placement à risque, ha ulteriormente contribuito alla crescita iniziale del secondo mercato.

Per quanto riguarda la borsa di Parigi, due sono stati gli interventi legislativi di rilievo nella seconda metà degli anni ottanta.

Con la legge 22 gennaio 1988, n. 70, sono state introdotte le seguenti novità: un sistema di contrattazione

completamente informatizzato; requisiti più stringenti in materia di prospetti informativi per l'ammissione di una società in borsa; nuovi organi di controllo sulla borsa (Conseil des bourses des valeurs e le Sociétés de bourse).

Con la legge 2 agosto 1989, n. 531, in "materia di stabilità e trasparenza dei mercati finanziari", sono state apportate alcune importanti modifiche alla legge 24 luglio 1966, n. 537, che disciplina in modo organico l'attività delle Sociétés Anonymes.

La legge introduce innovazioni circa l'obbligo di comunicazione alle autorità di borsa dell'acquisizione, da parte di una o più persone operanti di comune accordo, di partecipazioni in una società quotata superiori a determinate soglie¹¹⁵. A partire dal 1° luglio 1991, proibisce l'autocontrollo, privando le azioni di un'impresa possedute dalle controllate della stessa del diritto di voto¹¹⁶. Determina alcuni principi fondamentali relativamente alla procedura di OPA. Delega infine alle autorità di borsa (CBV, COB) il potere di tradurre in norme di carattere secondario i principi contenuti nella legge¹¹⁷.

La tutela degli azionisti di minoranza perseguita dalla legge 531 del 1989 è stata rafforzata recentemente dall'obbligo di acquistare fino al 100 per cento del capitale della società-obiettivo in luogo del 66,6 previsto dalla legge.

115. Le attuali soglie (5, 10, 20, 33, 50 e 66 per cento) previste dalla legge modificano la legge del 17 giugno 1987. La legge 531 del 1989 introduce una nuova nozione di action de concert.

116. L'autocontrollo era già stato disciplinato, per quanto concerne i profili della trasparenza, dall'art. 10 della legge 12 luglio 1985, n. 705.

117. Per un'analisi delle novità introdotte dalla legge 531 del 1989, cfr. Pézard (1990).

4.2.2 L'intervento pubblico nei confronti degli intermediari

Diversi provvedimenti del governo e del parlamento francesi hanno riguardato gli intermediari.

La legge 24 gennaio 1984, n. 46, relativa all'attività e al controllo degli enti creditizi, disciplina in modo organico il settore dell'intermediazione bancaria e finanziaria.

I servizi relativi alla riallocazione proprietaria sono compresi nelle cosiddette "operazioni connesse" all'attività bancaria previste all'art. 5, comma 5 della legge¹¹⁸. Come tale, l'offerta di tali servizi non è soggetta ad alcuna restrizione (diversamente da quanto previsto per le attività a cui rimanda l'art. 7 della legge¹¹⁹); al tempo stesso, non essendo l'offerta dei servizi relativi alla riallocazione proprietaria costitutiva di operazioni bancarie, non è all'origine di una riserva di legge a favore degli intermediari creditizi¹²⁰.

La legge ottiene così il doppio risultato di non

118. Analoga previsione è contenuta nella seconda direttiva comunitaria in materia creditizia.

119. Già con la riforma Debré del 1967-68, gli intermediari creditizi, pur rimanendo formalmente e per alcuni aspetti relativi alla vigilanza distinti, erano stati sostanzialmente uniformati per quanto attiene alla loro operatività. L'offerta di servizi finanziari alle imprese e la possibilità di detenere partecipazioni nelle stesse erano inoltre largamente consentite dalla riforma del 1967. La legislazione del 1984 ha riaffermato con maggiore ordine e certezza l'abbandono dei principi del pluralismo e della specializzazione in materia creditizia.

120. Cfr. Vasseur (1990).

limitare il ruolo delle banche francesi nel mercato della riallocazione, costringendole però a confrontarsi con la concorrenza di operatori non bancari francesi ed esteri.

Particolarmente agguerrita risulta essere la concorrenza esercitata dalle merchant banks inglesi, dalle investment banks statunitensi; dagli studi legali internazionali (Cleary, Gottlieb, Stein & Hamilton, Scudden-Harps), particolarmente attivi nell'attività di ricerca di un potenziale acquirente o venditore e nel mercato delle fusioni e acquisizioni; da alcuni studi notarili specializzati nelle operazioni di acquisto della proprietà da parte dei dipendenti; da parte infine di alcune "società di portafoglio", come Cerus, Euris, Marceau-Investissement.

È importante precisare che la legge bancaria francese del 1984, a differenza delle leggi bancarie di altri paesi, non si prefigge di far evolvere le condizioni concrete di attività degli enti creditizi verso un particolare modello. La legge si limita a fornire un quadro giuridico di riferimento per l'attività degli intermediari.

Viene invece delegato un forte potere di regolamentazione al Comité de la réglementation bancaire che, nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe adattare la normativa alle evoluzioni tecniche, finanziarie ed economiche senza che si renda necessario ricorrere al parlamento o al governo, come avveniva in precedenza¹²¹.

In secondo luogo vi è stata la privatizzazione di importanti enti creditizi (Paribas, Suez, Société Générale, Crédit Commercial de France). Secondo le intenzioni del governo Chirac, la privatizzazione delle banche era da un lato giustificata dal peso eccessivo della proprietà pubblica

121. Per un commento alla legge, cfr. Cassou (1985).

nel settore creditizio (oltre il 90 per cento), dall'altro funzionale alla possibilità di privatizzare le imprese industriali.

Era infatti necessario disporre di intermediari finanziari privati che formassero, insieme ad azionisti di matrice industriale, i noyaux durs delle imprese privatizzate.

Anche alla base di questo disegno non sembra esservi un particolare modello di sviluppo dei rapporti banca-industria, banche-assicurazioni o di politica industriale. I rispettivi interessi strategici dei partecipanti ai noyaux durs avrebbero dovuto dettare i futuri assetti proprietari delle imprese privatizzate.

La neutralità dell'intervento pubblico rispetto all'operare dei membri dei "nuclei di riferimento" sembra rispecchiare la neutralità del legislatore in materia creditizia¹²².

Le alleanze che si sono succedute all'interno dei noyaux durs delle imprese privatizzate e la molteplicità dei modelli di sviluppo assunti dalle banche francesi (banca-assicurazioni, con le alleanze UAP-BNP, AGF-Paribas, GAN-CIC-Société Générale; banca-industria, con il legame Crédit Lyonnais-Thomson-CSF o Suez-Société Générale de Belgique) confermano l'assenza di un disegno strategico forte da parte del governo¹²³.

122. E'interessante sottolineare come i due interventi menzionati siano avvenuti sotto due diverse "amministrazioni": nel 1984, all'epoca dell'approvazione della legge bancaria, la maggioranza del parlamento era socialista, mentre nel 1986 le privatizzazioni sono state avviate da un governo di centro-destra.

123. Cfr. Le Boucher (1990).

4.3 L'esperienza francese: verso quale modello?

Rispetto alla configurazione dell'attività degli intermediari e delle regole del mercato della riallocazione proprietaria della fine degli anni settanta, lo scenario che si è venuto delineando sul finire degli anni ottanta presenta alcune sostanziali differenze.

Alcuni dei presupposti per un attivo mercato del trasferimento della proprietà sono stati realizzati.

In primo luogo gli intermediari creditizi hanno notevolmente rafforzato la propria posizione su tale mercato sia tramite la prestazione di servizi di assistenza e di consulenza sia attraverso l'assunzione di partecipazioni, che a loro consentito di influire direttamente nelle decisioni di riassetto proprietario delle imprese.

Tre fattori hanno spinto gli intermediari in questa direzione: la crescente importanza dei proventi derivanti da commissioni rispetto a quelli derivanti dal margine d'interesse sui prestiti, dovuta al minore ricorso all'indebitamento bancario da parte delle imprese; l'assenza di una riserva di legge a favore delle banche, e quindi la maggiore concorrenza per la prestazione di servizi nel campo della riallocazione; infine, la privatizzazione del settore creditizio, che ha consentito la costituzione di alleanze con gruppi privati industriali e finanziari (nazionali ed esteri) non sempre fattibili con banche pubbliche. Ciò era di immediata importanza per la costituzione dei noyaux durs delle imprese industriali da privatizzare, ma aveva una valenza di carattere generale per la vitalità del mercato francese.

In secondo luogo, l'azionariato diffuso nelle società

quotate in borsa è cresciuto in seguito alle modalità con cui sono state effettuate le privatizzazioni. La stessa legge di regolamentazione sulle OPA del 1989, tutelando gli azionisti di minoranza, riduce il rischio all'investimento azionario dei singoli risparmiatori.

Meno felici appaiono i risultati per quanto concerne il numero delle società quotate, sostanzialmente stabile dal 1986, e l'attenuazione degli ostacoli al trasferimento della proprietà, relativamente alla quale l'unica novità di rilievo riguarda l'abolizione dell'autocontrollo azionario a partire dal 1° luglio 1991.

La rimozione di tali ostacoli è invece fondamentale per la creazione di un mercato in cui il controllo possa essere ceduto anche contro la volontà di chi lo esercita. Un dato efficace per comprendere la difficoltà di acquisire il controllo di una società francese in modo ostile è il seguente: delle 92 offerte pubbliche iniziate in Francia tra il 1977 e il 1987, solo 10 possono essere classificate come ostili¹²⁴.

Sul fronte delle imprese medio-piccole vi sono stati diversi interventi pubblici di sostegno all'attività di venture capital e la creazione del secondo mercato nel 1982.

Ciò che risulta di difficile decifrazione è quale evoluzione avrà il modello francese, preso tra riforme del mercato della riallocazione che portano in direzione dei paesi anglosassoni e la permanenza di vincoli al trasferimento della proprietà, soprattutto se nei confronti di un acquirente ostile.

Dall'insieme delle considerazioni fatte e dalle

124. Eynaudi (1991).

impressioni ricavate nel corso dei colloqui intrattenuti con alcuni intermediari francesi, emerge che le riforme di struttura dei mercati e degli intermediari, peraltro le più complesse da realizzare, vanno in modo abbastanza chiaro nella direzione di un mercato in cui il trasferimento della proprietà sarà più agevole e efficiente.

La possibilità di acquisire il controllo di una società in modo ostile dipende invece da due ordini di fattori. Da un lato vi sono degli ostacoli, creati per tutelare gli interessi generali, che vengono talvolta usati dal governo francese per scoraggiare operazioni "poco gradite"¹²⁵. E' difficile dare un giudizio sulla bontà di tali strumenti e sul peso che avranno in futuro sul mercato della riallocazione. Dall'altro lato, esiste una serie di "tattiche difensive", previste dalla legge o dagli statuti delle società, che gli amministratori delle società francesi possono adottare per scongiurare l'acquisizione ostile del controllo da parte di terzi. Su quest'ultimo punto, la parola definitiva è affidata alle scelte che verranno compiute nella definizione dei diritti degli azionisti e degli altri stakeholders nei confronti dell'impresa.

125. Come nel caso dell'operazione Generali-C.ie du Midi.

APPENDICE

Incentivi pubblici all'offerta di capitale di rischio nel Regno Unito

Generalmente, nei paesi dove l'offerta di capitale di rischio a imprese di media e piccola dimensione ha segnato i maggiori livelli di sviluppo, questa ha potuto contare su incentivazioni pubbliche¹²⁶. Nel Regno Unito particolari misure di incentivazione sono state previste per coloro che investono in piccole e medie aziende non quotate. Fra queste particolare rilievo hanno il Business Expansion Scheme (BES), il Venture Capital Scheme (VCS) e lo Small Firms Loan Guarantee Scheme (LGS).

Il BES fu istituito con la legge finanziaria del 1983 allo scopo di accrescere l'ammontare di capitale di rischio disponibile alle imprese non quotate. Con questo schema qualunque investitore, che non abbia già alcun legame (di dipendenza lavorativa o di partecipazione azionaria) nella società in cui investe, può ottenere una deduzione fiscale sulle somme investite (fino a un massimo di 40.000 sterline l'anno) in azioni ordinarie di società non quotate, a condizione che le detenga in portafoglio per almeno un quinquennio. Inoltre, dal 1986 qualunque guadagno ottenuto dalle azioni acquistate nei termini del BES è esente dalla capital gains tax.

Il metodo più comune per raccogliere fondi che possano usufruire delle agevolazioni del BES è il collocamento delle azioni presso il pubblico. Esso può

126. Si sono generalmente articolate in: incentivi fiscali per soggetti e per fasi di operazione; mutui agevolati per particolari categorie di imprenditori; prestazione di garanzie pubbliche; esenzione pluriennale da adempimenti amministrativi.

avvenire attraverso stockbrokers, ovvero contattando direttamente l'investitore, o pubblicando un prospetto pubblico. Un altro modo in cui si può utilizzare lo schema è quello di sottoscrivere quote di fondi chiusi approvati dall'Inland Revenue. Nei primi anni di attività dello schema oltre 2400 piccole imprese ne hanno beneficiato. Nel complesso, il volume di investimenti gestito da questo programma è passato dagli iniziali 105 milioni di sterline nel 1983-84 ai circa 180 milioni nel 1987-88. Tuttavia, questo strumento ha attirato e raccolto fondi prevalentemente per interventi a basso rischio.

Il VCS prevede che le perdite realizzate sugli investimenti in società non quotate possano essere portate in deduzione dall'imponibile. Inoltre, lo schema concede a coloro che investono in una piccola società a conduzione familiare, nella quale possiedono più del 5 per cento del capitale sociale o nella quale svolgono l'attività principale, di dedurre gli interessi pagati sui prestiti richiesti per investire in tale società.

L'EGS, introdotto nel 1981, rappresenta un tentativo di incentivare le istituzioni finanziarie a concedere crediti (fino a un massimo di 100 mila sterline) a persone fisiche, società semplici o per azioni che operano in situazioni in cui il livello di rischio è troppo elevato per giustificare crediti convenzionali. Per controbilanciare un simile grado di rischiosità, il governo offre la propria garanzia fino al 70 per cento di ciascun prestito approvato in base allo schema. In cambio, il mutuatario pagherà sul prestito, oltre all'interesse, un premio del 2,5 per cento dell'ammontare garantito dallo Stato. Chiunque richieda di usufruire dello schema dovrà fornire un programma di attività da sottoporre ad approvazione e trasmettere regolarmente la propria contabilità. Nel 1987, dopo sei anni di attività, erano stati sottoscritti in garanzia dallo Stato 17.648 prestiti per un

valore complessivo di 579 milioni di sterline, a un costo netto a carico della pubblica amministrazione di 109 milioni di sterline. Di questi prestiti, un ammontare pari a 146 milioni erano stati iscritti come sofferenze e crediti incagliati, e il reddito prodotto dal versamento dei premi sull'ammontare garantito era di soli 37 milioni di sterline. Lo scarso successo dello schema evidenziato da questi dati e la sua scarsa rispondenza alle richieste di capitale di rischio provenienti dalle imprese di piccola dimensione non hanno tuttavia impedito che nel 1989 la durata dello schema fosse estesa a tempo indeterminato.

Riferimenti bibliografici

- AA.VV. (1990), European Corporate Finance Law. A Guide to M & A and Corporate Restructuring Legislation, London, Euromoney Publications.
- Aifi - Associazione italiana finanziarie di investimento in capitale di rischio (1991), Capitale per lo sviluppo, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Agnellet, P. (1989), Opa et stratégies anti-opa, une approche internationale, Paris, Eska.
- Balossini, C. E. (1987), Banche d'affari. Modelli stranieri ed esperienze italiane, Milano, Giuffrè.
- Banfi, A. (1991), Mercato mobiliare, investitori istituzionali ed operatività in titoli delle banche, in Locatelli (1991).
- Bannock, G., Partners Ltd. (1990), Mettersi in proprio. L'impatto economico dei Management Buy-outs, Milano, studio effettuato per la 3i Investors in Industry.
- Baratta, P. (1992), Banche e mercati finanziari in Germania, Roma, Centro Alberto Beneduce.
- Barzaghi, A. (1988), La Repubblica Federale Tedesca, in Camera dei deputati, Sistemi creditizi a confronto, "Quaderni di studi e legislazione", n. 40.
- Bianco, M. (1993), Il controllo nella public company, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 195.
- Boocock, J. G. (1989), The Role of Specialist Financial Intermediaries in the Financing of Small and Medium-sized Business in the United Kingdom: A Review of Recent Developments, University College of North Wales, Research Papers in Banking and Finance, n. 89/9.
- British Venture Capital Association (1991), Annual Report 1991, London.
- Bundesverband Deutscher Banken (1987), Brief an den Bundesminister für Wirtschaft, 25 luglio.
- Cable, J. (1985), Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks, in "Economic Journal", n. 95, marzo.
- Capra, L. (1985), Le "merchant banks" nel sistema finanziario britannico, Milano, Banca d'Italia, dattiloscritto.

- Cassou, P. H. (1985), L'application de la loi bancaire, in "La Revue Banque", n. 448.
- Chiplin, B., M. Wright e K. Robbie, (1992), UK Management Buy-outs in 1991 and the First Quarter of 1992, Nottingham, Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham.
- Chiri, S., e F. Panetta, (1993), Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 198.
- Coffee, J. (1991), Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in "Columbia Law Review", n. 91.
- Deutsche Bundesbank (1981), Bank Supervision on the Basis of Consolidate Figures, in "Monthly Report", agosto.
- _____ (1989), Longer-Term Trends in the Banking Sector and Market Position of the Individual Categories of Banks, in "Monthly Report", aprile.
- Echos (les) (1989), Capital-risque: l'Europe, l'Europe!, 5 aprile.
- Edwards, J., e K. Fischer, (1991), Banks, Finance and Investment in West Germany since 1970, London, CEPR Discussion Paper, n. 497.
- Esteve, P. (1992), Le développement du marché français des actions, in "La Revue Banque", n. 525.
- Eynaudi, C. (1991), Les offres publiques d'achat et d'échange sur le marché financier français, in "Revue d'Economie Industrielle", n. 4.
- Ferrario, M. C. (1991), Management Buy-out. Strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa, Milano, ISEDI.
- Financial Times (1990), Management Buy-outs, 6 settembre.
- Franks, J., e C. Mayer, (1990), Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK, in "Economic Policy", n. 10.
- _____ (1992), Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence, lavoro presentato alla "Davis Conference on Corporate Control", Londra, 15-17 maggio.

- Gaugler, E., e W. Heimburger (1985), Beiräte mittelständischer Unternehmen, Freiburg.
- Gelsomino, C. (1984), Il "Merchant Banking". Un'analisi delle principali caratteristiche, Roma, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Gerum, E., H. Steinmann e W. Fees (1988), Der mitbestimmte Aufsichtsrat. Eine empirische Untersuchung, Stuttgart, Poeschel.
- Gottschalk, A. (1987), Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Hauptversammlungen von Großunternehmen, Bremen, dattiloscritto.
- Haslam, S. M., e S. G. Peerless (1990), The London Securities Markets, London, The Institute of Chartered Accountants.
- Immenga, U. (1979), Participation Investments by Banks: A Structural Problem of the Universal Banking System in Germany, J. CCC & Securities Regulation.
- Kergorlay, N. de (1991), Banques et entreprises du second marché, in "La Revue Banque", n. 518.
- Kubler, F. (1984), Session III: The Board Committees, Paris, Colloquium on Corporate Governance.
- Lachmann, J. (1990), Capital-risque et seed money régional, in "La Revue Banque", n. 505.
- Le Boucher, E. (1990) La restructuration du capitalisme français, in "Le Monde", 20 aprile.
- Locatelli, R. (1986), Il ruolo delle banche nell'intermediazione in titoli societari e nell'acquisto di partecipazioni industriali: un'indagine comparativa, in "Note Economiche", n. 1/2.
- _____ (a cura di) (1991), Il sistema finanziario tedesco, Bologna, Il Mulino.
- London, C. (1990), OPA/OPE: la voie communautaire?, in "JCP", n. 15, p. 762
- Lutter, M. (1988), Il sistema del Consiglio di sorveglianza nel diritto societario tedesco, in "Rivista delle Società", n. 1.
- Mayer, C. (1990), Financial System, Corporate Finance, and Economic Development, in R. G. Hubbard (a cura di), Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Chicago, NBER e The University of Chicago Press.

- Ministero delle finanze della Repubblica federale tedesca (1981), I problemi fondamentali dell'ordinamento creditizio nella Germania federale, Relazione della Commissione di studio diretta da E. Gessler, Bologna, Il Mulino.
- Morelli, G. (1991), Finanziarie regionali. La realtà italiana e le prospettive europee, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Morin, F. (1974), La structure financière du capitalisme français, Paris, Calmann-Lévy.
- _____ (1989), Le nouveau pouvoir financier en France: ou l'autogestion du capital, in "Revue d'Economie Industrielle", n. 47.
- Nardozzi, G. (1983), Tre sistemi creditizi a confronto, Bologna, Il Mulino.
- "Neuer Zürcher Zeitung" (1989), 30 settembre.
- OECD (1992), Financial Statistics Monthly, n. 11.
- Ohana, K. (1991), Les banques de groupe en France, Paris, Presses Universitaires de France.
- Pastré, O. (1986), La modernisation des relations entre les banques et les entreprises, in "Revue d'Economie Industrielle", n. 35.
- Pézard, A. (1990), La nouvelle réglementation française des offres publiques d'achat, in "La Revue Banque", n. 507.
- Pfeiffer H. (1986), Grossbanken und Finanzgruppen. Untersuchung über personelle Verflechtungen der Grossbanken, WSI Mitteilungen.
- Pöhl, K. O. (1990), Monetary Policy and Banking Supervision, Discorso in occasione dell'apertura della "6th International Conference of Banking Supervisors", Frankfurt a.M, 10 ottobre.
- Prot, B., e M. De Rosen (1990), Le retour du capital, Paris, Odile Jacob.
- Richter, W. e F. Werner (1990), Beiratstätigkeit in mittelstädtischen Unternehmen, Institut für Mittelstandsforschung, Schriften zur Mittelstandsforschung, n. 31, Stuttgart, Poeschel.
- Schena, C. (1991), Strategie di espansione e politiche di gestione di un campione di banche, in Locatelli

(1991).

Schlesinger, H. (1992), Banche e mercati finanziari in Germania, Roma, Centro Alberto Beneduce.

Schneider-Lenné, E. (1992), Corporate Control in Germany, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 8, n. 3.

3i Investors in Industry (1992), Attitudes to Breaking out in Europe, London.

Trento, S. (1993), Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 196.

Vasseur, M. (1990), L'ingénierie financière; le point de vue juridique, in "La Revue Banque" n. 502.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (*)

- n. 174 — *Economie di scala e di diversificazione nell'industria bancaria: il ruolo dell'eterogeneità tra imprese*, di G. PARIGI, P. SESTITO e U. VIVIANI (luglio 1992).
- n. 175 — *L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali*, di F. BARCA e I. VISCO (luglio 1992).
- n. 176 — *Struttura finanziaria e riforme nei paesi dell'Europa centrale e orientale*, di P. CATTE e C. MASTROPASQUA (settembre 1992).
- n. 177 — *Creazione e distruzione di posti di lavoro in Italia*, di B. CONTINI, A. GAVOSTO, R. REVELLI e P. SESTITO (settembre 1992).
- n. 178 — *Private Saving and Government Deficit in Italy (1951-1990)*, di N. ROSSI e I. VISCO (ottobre 1992).
- n. 179 — *Implementing Stochastic Optimal Control of Nonlinear Models: A Comparison with Alternative Solution Methods*, di A. CIVIDINI e S. SIVIERO (ottobre 1992).
- n. 180 — *Rischio di tasso d'interesse e coefficienti patrimoniali: un'analisi dei regolamenti SIM*, di F. DRUDI e F. PANETTA (novembre 1992).
- n. 181 — *Mean Reversion Tests with Reflecting Barriers: An Application to European Monetary System Exchange Rates*, di C. A. BALL e A. ROMA (novembre 1992).
- n. 182 — *Concorrenza e discriminazione di prezzo nel mercato del credito in Italia*, di G. FERRI e G. GOBBI (novembre 1992).
- n. 183 — *Inflazione e dispersione dei prezzi relativi*, di M. CARUSO (dicembre 1992).
- n. 184 — *Durables and Nondurables Consumption: Evidence from Italian Household Data*, di A. BRUGIAVINI e G. WEBER (dicembre 1992).
- n. 185 — *Risk Sharing and Precautionary Saving*, di L. GUISO e T. JAPPELLI (dicembre 1992).
- n. 186 — *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU*, di L. BINI SMAGHI e P. DEL GIOVANE (dicembre 1992).
- n. 187 — *Rating the EC as an Optimal Currency Area*, di L. BINI SMAGHI e S. VORI (gennaio 1993).
- n. 188 — *Industrial Countries' Protectionism with Respect to Eastern Europe: The Impact of the Association Agreement Concluded with the EC on the Exports of Poland, Czechoslovakia and Hungary*, di C. MASTROPASQUA e V. ROLLI (gennaio 1993).
- n. 189 — *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, di D. FOCARELLI e R. TEDESCHI (gennaio 1993).
- n. 190 — *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, di G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI (febbraio 1993).
- n. 191 — *Metodi per la stima in tempo reale della produzione industriale: una riconsiderazione e un confronto*, di GIUSEPPE SCHLITZER (marzo 1993).
- n. 192 — *Aspettative di cambio nello SME*, di ANTONIO ROMA (aprile 1993).
- n. 193 — *On the Economics of Interbank Payment Systems*, di P. ANGELINI e C. GIANNINI (maggio 1993).
- n. 194 — *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, di F. BARCA (maggio 1993).
- n. 195 — *Il controllo nella public company*, di M. BIANCO (maggio 1993).
- n. 196 — *Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, di S. TRENTO (maggio 1993).

(*) I «Temi» possono essere richiesti a:

Banca d'Italia - Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni - Via Nazionale, 91 - 00184 Roma.

*Finito di stampare
nel mese di maggio 1993
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

