

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi
rilevante per la riallocazione della proprietà**

di Nicola Pesaresi



Numero 206 - Luglio 1993

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi
rilevante per la riallocazione della proprietà**

di Nicola Pesaresi

Numero 206 - Luglio 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).*

**ASPETTI ECONOMICI E NORMATIVI
DELL'ATTIVITÀ DEGLI ENTI CREDITIZI
RILEVANTE PER LA RIALLOCAZIONE DELLA PROPRIETÀ**

di Nicola Pesaresi (*)

Sommario

Il lavoro esamina in primo luogo il ruolo che può essere svolto dagli enti creditizi nel mercato della riallocazione della proprietà delle imprese, individuando nelle attività di credito, di consulenza e di partecipazione le tre funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione.

Successivamente viene svolta una ricognizione storica della regolamentazione che ha riguardato l'esercizio di alcune di quelle funzioni, evidenziando i vincoli normativi che possono averne ostacolato lo sviluppo. Nella disciplina delle partecipazioni si osserva una graduale apertura all'esercizio di tale attività da parte degli enti creditizi: all'inizio consentita liberamente solo ad alcuni istituti di credito speciale, la detenzione di partecipazioni è stata estesa nel 1981 agli altri istituti di credito mobiliare e nel 1987 alle aziende di credito, attraverso apposite società di merchant banking. Recentemente, con il recepimento nel nostro ordinamento delle direttive comunitarie, è stato consentito l'intervento diretto delle banche nel capitale delle imprese non finanziarie, sulla base di limiti prudenziali, patrimoniali e di separatezza.

Vengono infine presentate alcune prime parziali evidenze empiriche sull'attività di merchant banking svolta direttamente e indirettamente dagli enti creditizi italiani. Da esse emerge che sia l'intervento diretto in partecipazioni in imprese industriali e commerciali da parte degli enti creditizi abilitati sia l'attività svolta in via indiretta, attraverso le società di merchant banking, sono stati, con rilevanti eccezioni, complessivamente modesti.

(*) Banca d'Italia, Servizio Normativa e affari generali di Vigilanza.

Indice

1.	Introduzione	p. 7
2.	Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria	p. 12
2.1	Teoria degli intermediari creditizi e mercato della riallocazione proprietaria	p. 13
2.2	Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria	p. 16
2.2.1	L'erogazione del credito	p. 17
2.2.2	La consulenza	p. 19
2.2.3	L'assunzione di partecipazioni	p. 21
3.	L'evoluzione storica della regolamentazione del sistema creditizio italiano: credito mobiliare e acquisizione di capitale di rischio	p. 26
3.1	La crisi della banca mista e la legge bancaria del 1936	p. 27
3.2	Le tensioni del modello banca-impresa nella crisi degli anni settanta	p. 34
3.3	Gli interventi di adeguamento della regolamentazione nei primi anni ottanta	p. 43
3.4	La regolamentazione del <u>merchant banking</u> bancario nel 1987	p. 48
3.5	Gli sviluppi normativi recenti	p. 52
4.	L'attività di <u>merchant banking</u> degli enti creditizi	p. 62
4.1	L'attività di <u>merchant banking</u> degli istituti di credito speciale	p. 63
4.1.1	L'attività diretta degli istituti mobiliari	p. 67
4.1.2	L'attività indiretta degli istituti di credito speciale	p. 72
4.2	L'attività di <u>merchant banking</u> delle aziende di credito	p. 74
4.3	Evidenze degli archivi delle partecipazioni e dei gruppi creditizi	p. 76
4.4	Prime risultanze delle segnalazioni semestrali delle società di <u>merchant</u> <u>banking</u> di matrice bancaria	p. 79
4.5	Gli enti creditizi e le finanziarie regionali .	p. 80
	Riferimenti bibliografici.....	p. 84

1. Introduzione¹

Nell'attività d'intermediazione per il trasferimento della proprietà delle imprese, un ruolo di rilievo può essere svolto dagli enti creditizi.

In primo luogo, attraverso l'attività tradizionale di erogazione del credito la banca influenza le scelte di riallocazione. Una valutazione positiva sulle capacità dei soggetti che mirano ad acquisire il controllo di un'impresa può divenire condizione indispensabile affinché essi dispongano dei fondi necessari per l'acquisizione, e un segnale per il mercato della riallocazione sulla "bontà" dell'impresa quale possibile oggetto di acquisizione. Un giudizio negativo sulle prospettive economiche di un'impresa può indurre questa a cedere parte delle sue attività o può segnalare al mercato l'opportunità di un ricambio della proprietà. Il contratto di credito, infine, conferisce all'ente creditizio un diritto residuale di controllo sull'impresa, in caso di mancati pagamenti da parte di quest'ultima, che può giungere fino alla richiesta di fallimento.

L'influenza della banca può realizzarsi anche attraverso l'esercizio di altre funzioni: di consulenza e di assunzione di partecipazioni. La consulenza assume forme che vanno dalla valutazione dell'impresa alla ricerca del compratore e/o del venditore, dall'assemblaggio di pacchetti finanziari alla partecipazione a sindacati di collocamento, dalla contrattazione alla consulenza economico-finanziaria o

1. L'autore ringrazia Fabrizio Barca e gli altri componenti del gruppo di ricerca sul mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese per le osservazioni e i suggerimenti ricevuti. La responsabilità per errori o imprecisioni resta da addebitarsi unicamente all'autore.

gestionale. L'assunzione di partecipazioni può essere motivata da diverse finalità. Può essere di breve periodo e avvenire a margine di operazioni di recupero crediti ovvero di classamento garantito di titoli azionari dell'impresa emittente, senza finalità di trarre elevati proventi in conto capitale, né di esercitare un ruolo di influenza sulle decisioni aziendali; può essere di medio-lungo periodo e finalizzata a realizzare guadagni dalla rivendita delle partecipazioni - spesso sostenendo lo sviluppo dell'impresa finanziata - o finalizzata a svolgere una funzione di supervisione del controllo; in alcuni specifici casi può essere motivata dalla volontà di esercitare il controllo.

Sin dall'avvio del progetto di ricerca sulla riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese, nel dicembre del 1991, si è scelto di analizzare queste tre funzioni per valutare se e come esse vengano svolte dalle banche italiane. In questo lavoro ci si concentra in modo particolare sul quadro normativo e sull'influenza che esso esercita sull'esercizio di tali funzioni da parte degli intermediari creditizi italiani.

Come è noto, la struttura del sistema nazionale del credito deriva dall'assetto che il legislatore ha disegnato con la legge bancaria del 1936 e dai compiti e dagli strumenti che lo stesso ha assegnato all'organo di Vigilanza. Caratteristiche principali di tale assetto sono la natura pubblica di gran parte del sistema creditizio, la separazione tra banca e industria e la specializzazione funzionale e per scadenze degli intermediari. A seguito del processo di integrazione comunitaria, in particolare con il recepimento della seconda direttiva CEE in materia di attività creditizia, alcuni di questi connotati stanno subendo un intenso processo di revisione e adeguamento. Al fine di comprendere il ruolo di questo assetto e della sua evoluzione nel delimitare o incentivare l'azione degli enti creditizi

nel mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese, si è effettuata una ricognizione della normativa primaria e secondaria.

Nella prima parte del presente scritto, viene approfondita la ripartizione in tre aree delle funzioni svolte dagli enti creditizi nel mercato della riallocazione proprietaria. Dopo aver richiamato i suggerimenti della teoria economica al riguardo, le tre funzioni vengono esaminate con riferimento all'esperienza degli enti creditizi italiani.

Nella seconda parte, viene effettuata la ricognizione dell'ordinamento e delle funzioni effettivamente svolte, esaminando le disposizioni normative - e le relative finalità - succedutesi dal 1926 a oggi, con particolare riferimento all'attività di credito mobiliare e di assunzione di partecipazioni in soggetti non finanziari.

In particolare, nell'assunzione diretta di partecipazioni le aziende di credito hanno svolto un ruolo in parte diverso da quello degli istituti di credito speciale, soprattutto perché esse sono state assoggettate alla disciplina sulle partecipazioni, che ha vietato loro di detenere interessenze in imprese non finanziarie. Diversamente è avvenuto per alcuni istituti di credito speciale, che hanno avuto la possibilità di intervenire direttamente nella proprietà delle aziende industriali. Peraltro, alle aziende di credito è stato consentito dal 1987 di detenere partecipazioni in imprese industriali attraverso società di merchant banking.

Le società di merchant banking sono state sottoposte ai vincoli previsti dalle istruzioni di vigilanza impartite dalla Banca d'Italia. In particolare, secondo la precedente normativa sulle partecipazioni, esse dovevano avere un

capitale minimo di 50 miliardi e non potevano raccogliere fondi facendo ricorso agli strumenti tipici delle aziende di credito, né erogare prestiti diretti alle imprese; era loro vietato assumere partecipazioni di controllo, intervenire in operazioni di salvataggio, assumere mandati per la gestione di patrimoni mobiliari per conto terzi; inoltre, i singoli investimenti dovevano essere compresi entro il 20 per cento del patrimonio della società di merchant banking, mentre il complesso delle partecipazioni non poteva eccedere i fondi patrimoniali.

Per gli istituti di credito speciale, le limitazioni all'assunzione di partecipazioni previste dalla legge bancaria hanno riguardato solo gli istituti di minori dimensioni e sono state in vigore fino al 1981, quando la legge 23 ha escluso per tutti gli istituti di credito speciale l'applicazione delle norme della legge bancaria sulla base delle quali era stata vietata l'assunzione di partecipazioni alle aziende di credito. Nel 1987, il CICR ha invitato gli istituti a uniformarsi alle disposizioni sull'attività di merchant banking previste per le aziende di credito.

I recenti interventi di modifica connessi al recepimento delle direttive comunitarie hanno introdotto numerose innovazioni in questa disciplina, riguardanti le possibilità, le modalità e l'entità dell'intervento partecipativo.

Con la nuova normativa viene innanzitutto compiutamente affermato il principio che l'assunzione di partecipazioni è libera, non sottoposta a procedure di autorizzazione, se non per le banche che volessero estendere la propria operatività oltre i limiti fissati in via generale, e comunque una tantum. Tale maggiore operatività verrà consentita, sulla base del soddisfacimento di alcuni requisiti, alle banche e ai gruppi dotati di patrimonio non

inferiore ai 2.000 miliardi (c.d. "abilitati"), e a quelli che raccolgono risparmio a medio-lungo termine, e comunque non a vista (c.d. "specializzati"). In secondo luogo, viene consentita l'assunzione di partecipazioni anche in via diretta e non necessariamente attraverso società di merchant banking, la cui normativa viene abrogata. Infine, vengono ridefiniti i limiti dell'intervento partecipativo, consentendo in genere più ampi margini operativi rispetto al passato, pur nel rispetto della regola generale, secondo la quale gli investimenti in immobili e partecipazioni non possono superare il patrimonio di vigilanza.

Ai limiti prudenziali riferiti al patrimonio della banca partecipante si aggiunge un limite sulla quota di azioni dell'impresa partecipata, fissato in generale al 15 per cento. Tale soglia potrà essere superata dagli enti e gruppi creditizi abilitati e specializzati, purché il valore della partecipazione sia contenuto entro l'ammontare del 2 per cento del patrimonio di vigilanza del partecipante. Inoltre, anche la somma delle eccedenze rispetto al limite del 15 per cento dev'essere contenuta entro il 2 per cento del patrimonio di vigilanza del partecipante.

Nella terza parte si analizza l'attività di merchant banking svolta dagli istituti di credito speciale e dalle aziende di credito ordinario, senza esaminare ogni singolo istituto.

Dall'analisi effettuata emerge che, nonostante le possibilità offerte dalla normativa, gli investimenti diretti in imprese industriali e commerciali da parte degli enti creditizi abilitati sono stati, con la sola eccezione di Mediobanca, complessivamente di esiguo ammontare. Alcuni degli istituti di credito speciale, così come le principali aziende di credito, si sono peraltro dotati di società di merchant banking. L'esame dell'archivio delle partecipazioni

permette di individuare 16 società di merchant banking facenti capo a enti creditizi, la cui attività risulta caratterizzata dall'erogazione di servizi di consulenza e da interventi partecipativi di minoranza, prevalentemente legati a operazioni di sostegno allo sviluppo e di leveraged e management-buy-out/in (LBO e MBO/I).

Assai limitata è stata l'attività di erogazione di "credito mobiliare", che la legge bancaria ha riservato ad alcuni istituti di proprietà pubblica sottoposti a indirizzi di politica economica, condizionandone la capacità imprenditoriale.

Quanto all'attività di consulenza finalizzata a operazioni di riallocazione proprietaria, non è dato sapere con esattezza il ruolo svolto dagli enti creditizi. Proprio allo scopo di valutare la diffusione e la natura di tale funzione è in corso di realizzazione una rilevazione presso il sistema bancario.

2. Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria

Sono diverse le funzioni che gli enti creditizi possono esercitare per favorire lo sviluppo imprenditoriale; da molte di esse derivano effetti diretti e indiretti sulla riallocazione della proprietà delle imprese. In linea generale possono essere individuate tre funzioni: erogazione del credito; consulenza; assunzione di partecipazioni.

In questo secondo capitolo viene esposto il punto di vista della teoria economica sul ruolo degli intermediari creditizi, in particolar modo per ciò che riguarda il mercato della riallocazione proprietaria, e si forniscono alcune indicazioni generali sul grado di assolvimento di tali

funzioni da parte degli enti creditizi italiani.

2.1 Teoria degli intermediari creditizi e mercato della riallocazione proprietaria

La teoria tradizionale degli intermediari creditizi non sembra fornire solide basi all'analisi delle funzioni esercitate dalle banche per favorire la riallocazione proprietaria. Nei contributi teorici degli anni sessanta di Gurley e Shaw e di Brainard e Tobin², inseriti entrambi in uno schema di equilibrio economico generale di stampo walrasiano, la peculiarità delle banche risiede principalmente nell'esercizio delle funzioni di creazione di moneta, realizzata attraverso la trasformazione dei depositi in crediti, ovvero di combinazione delle preferenze per la liquidità degli investitori con il desiderio delle imprese di disporre di fondi stabili e protratti nel tempo, ottenuta attraverso la predisposizione di strumenti finanziari che coniugano diversi livelli di rischio e rendimento.

Secondo tale impostazione, al perfezionarsi dei meccanismi di mercato, e in particolare allo svilupparsi di strumenti e tecniche di copertura e diversificazione del rischio, la funzione di intermediazione svolta dagli enti creditizi è destinata a ridursi. In questo schema, evidentemente, un ruolo per la banca esiste solo nella misura in cui in un determinato momento storico il mercato non funziona (ancora) perfettamente.

Gli approcci teorici sviluppati durante gli anni settanta e ottanta, basati sulle asimmetrie informative, sui costi di transazione, sui costi di agenzia, hanno approfondito le ragioni dell'insufficienza nel mondo reale di relazioni di puro mercato, riconoscendo che nelle relazioni tra i

2. Cfr. Gurley e Shaw (1960), Brainard e Tobin (1967).

diversi soggetti economici esistono elementi strutturali e sistematici di asimmetria che impediscono il conseguimento della perfezione dei mercati³.

Tali approcci hanno peraltro lasciato irrisolti almeno tre quesiti. In primo luogo, se la banca è destinataria di informazioni riservate, è legittimo chiedersi se queste non possano essere sfruttate anche per lo svolgimento di altre attività, in particolare di consulenza e di partecipazione. Secondariamente, quali siano gli strumenti con cui la banca esercita un potere contrattuale nei confronti delle imprese affidate e che uso ne faccia. Segnatamente e in terzo luogo, se altrettanto rilevante del flusso informativo che va dall'impresa alla banca non sia il flusso inverso, in special modo in relazione ai servizi di consulenza.

Tentativi di dare risposta ad alcuni di questi quesiti sembrano venire da un nuovo filone di analisi teorica che lega l'attività di finanziamento con l'esercizio di un'attività di supervisione del controllo⁴. Secondo questo approccio, data la natura incompleta delle informazioni che sottostanno al contratto di debito, ciò che rileva è il fatto che il finanziatore riceve un diritto potenziale a controllare l'impresa se l'imprenditore non ottempera al rimborso del credito nei modi e nei tempi stabiliti dal contratto. Egli può inoltre mettere in essere opportuni incentivi affinché il debitore agisca con diligenza, richiedendo informazioni aggiuntive sull'impresa e sui suoi conti economici, minacciando di ricorrere in giudizio per far alienare i beni capitali dell'impresa sui quali erano state costituite

3. Cfr. ad esempio, Akerlof (1970), Fama (1980), Williamson (1988), Jensen e Meckling (1976), Diamond (1984), Greenwald e Stiglitz (1990), Stiglitz (1985).

4. Cfr. Hart e Moore (1990), (1991), Mayer (1990) e, per una sintesi, i lavori di Barca (1993) e Barca e Ferri (1993).

garanzie patrimoniali e reali.

Questa linea di analisi può consentire di interpretare anche l'attività di consulenza, intesa non solo come offerta di servizi a elevato valore aggiunto, ma anche quale manifestazione di un flusso di informazioni dalla banca all'impresa. Attraverso tale attività, inoltre, la banca può esercitare una funzione di supervisione sulle scelte dell'impresa.

L'esercizio di quest'ultima funzione può associarsi all'attività di assunzione di partecipazioni. Molteplici possono essere le ragioni dell'investimento partecipativo della banca in un'impresa: derivare proventi dalla rivendita della partecipazione, tutelare più direttamente le proprie ragioni di credito, acquisire in modo duraturo un cliente per i servizi di consulenza.

Sulla desiderabilità sociale che le banche esercitino tale attività non è possibile trarre conclusioni univoche. Da un lato, attraverso la partecipazione la banca può contribuire a curare gli interessi degli altri azionisti di minoranza e segnalare al mercato il proprio interesse al buon fine, non solo delle proprie ragioni di credito, ma anche delle sorti generali dell'impresa. Dall'altro, anche a fronte dei guadagni, in termini di profitto, interesse o commissioni, che tale attività può comportare, l'assunzione di partecipazioni può presentare rischi di immobilizzazione, particolarmente rilevanti per soggetti che trovano un vincolo nella propria struttura del passivo, caratterizzata dall'alta incidenza di mezzi di terzi soggetti alla possibilità di ritiro o alla

diretta valutazione del mercato⁵. L'esame dell'utilità sociale di tale attività deve quindi tener conto anche dei possibili effetti di contagio sistemico che possono derivare dall'insolvenza di un intermediario creditizio.

2.2 Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria

Affinché si realizzi una riallocazione della proprietà è necessario che vengano soddisfatti molti e diversi requisiti. Innanzitutto, da parte del venditore occorrerà ricercare e individuare l'acquirente, quindi risolvere i problemi connessi alla valutazione del bene in vendita, alla conduzione delle trattative, alla definizione dei vari aspetti di carattere finanziario e fiscale. Per il compratore sarà necessario, inoltre, reperire i mezzi finanziari, di capitale di debito e di rischio. I finanziatori dell'operazione infine dovranno effettuare un'attenta valutazione dell'investimento e tutelarsi al fine di garantirne il buon esito.

Tutte le funzioni appena elencate possono essere svolte, almeno in linea teorica, da un ente creditizio. Le possiamo raggruppare in tre tipologie: l'erogazione del credito, la consulenza, l'assunzione di partecipazioni.

Generalmente la capacità della banca di esercitare queste funzioni segue un processo evolutivo: l'esercizio della consulenza deriva dall'esercizio più classico di valutazione del merito di credito; a sua volta l'assunzione

5. Il trade-off tra liquidità e controllo può essere anche analizzato in termini dell'alternativa tra exit e voice: quanto più l'uscita è possibile e non costosa, tanto minore è l'interesse per il controllo; allo stesso modo, quanto più costoso è l'esercizio del controllo, tanto minori saranno gli incentivi a detenere attività potenzialmente illiquide. Al riguardo, cfr. Hirschmann (1970).

di partecipazioni non potrebbe avvenire senza un adeguato sviluppo delle competenze di consulenza. La capacità della banca di svolgere queste funzioni dipende naturalmente anche e soprattutto da fattori "tecnologici" e normativi. Esse però, per così dire, esistono in nuce nell'attività tipica di finanziamento. Schematicamente le tre funzioni possono essere rappresentate come tre cerchi concentrici, il più esterno rappresentato dall'erogazione di credito, il più interno dall'assunzione di partecipazioni.

2.2.1 L'erogazione del credito

Nell'esercizio più classico della funzione di valutazione del merito di credito, la banca può esercitare una notevole influenza sulla riallocazione della proprietà e del controllo in due modi: la valutazione e il finanziamento.

Nel primo caso si tratta dell'attività tipica svolta dall'operatore bancario, sulla base delle informazioni riservate di cui dispone. Può assumere due forme principali: il giudizio sulle capacità dei soggetti che controllano l'impresa, mediante la distinzione tra situazioni di illiquidità e d'insolvenza di un proprietario potenziale dismisoro di partecipazioni; il giudizio sul potenziale acquirente. In tali circostanze, la banca svolge innanzitutto un ruolo di influenza del comportamento del proprietario non più in grado di gestire in maniera efficiente la propria azienda, inducendolo a un ricambio degli assetti proprietari, attraverso il ritiro o il mancato rinnovo ovvero la mancata espansione del credito; secondariamente può segnalare al mercato la "bontà" del soggetto per l'eventuale acquisizione

da parte di terzi⁶.

La seconda fattispecie riguarda l'erogazione di finanziamenti, specialmente fondi a medio e a lungo termine, a titolo di capitale di debito, al fine di favorire operazioni di espansione strategica, assunzioni di partecipazioni, acquisizioni di imprese, riassetti proprietari, anche mediante tecniche di LBO e di MBO/I⁷. L'alta leva debitoria di queste operazioni, quando comporta un elevato livello di esposizione complessiva dell'impresa finanziata verso un singolo ente creditizio, rende quest'ultimo particolarmente sensibile a variazioni del tasso di profitto atteso che possano pregiudicare la capacità di rimborso dell'impresa. È alto quindi l'interesse della banca al controllo del proprio investimento. Secondo Mattioli, questo tipo di finanziamento - il credito mobiliare - richiede in generale quale mezzo di rimborso l'emissione di azioni da parte dell'impresa finanziata⁸.

Evidentemente le modalità di valutazione e di finanziamento sono per l'operatore bancario strettamente interrelate: in generale dalla prima dipende la seconda, ma anche il livello d'indebitamento dell'impresa influenza la valutazione. Peraltro, un ente creditizio le cui fonti di reddito derivino solamente dall'erogazione di fondi all'im-

6. Il segnale peraltro può essere equivoco, se non corredato da altre informazioni. Infatti, dal mancato rinnovo del credito il mercato non è in grado in prima istanza di sapere esattamente quale sia la causa del mancato affidamento, in particolare se ciò sia dovuto all'inadeguatezza dell'imprenditore o dell'impresa o del progetto d'investimento o, più in generale, del settore di appartenenza dell'impresa.

7. Per un'analisi delle operazioni di buy out/in svolte in Italia e sui vincoli normativi, cfr. Laviola (1992).

8. Cfr. Mattioli (1962). Per un approfondimento vedi la seconda parte del presente scritto.

presa a titolo di credito può influenzare la riallocazione solo in parte: la natura del contratto di credito incentiva la banca a curarsi unicamente della capacità dell'impresa di rimborsare il capitale prestato e gli interessi. In altre parole, la banca non è interessata a far sì che l'impresa massimizzi il tasso di profitto, ma solo che garantisca che tale tasso sia superiore al tasso d'interesse⁹. Se quindi le informazioni riservate di cui la banca dispone, e il vantaggio informativo che le deriva dall'esercizio della funzione di erogazione del credito, sono soprattutto relative alla probabilità di dissesto, sembra ragionevole ritenere che essa possa consentire la sopravvivenza di associazioni di imprese e imprenditori non ottimali.

2.2.2 La consulenza

Affinché la riallocazione della proprietà delle imprese sia possibile occorre che, oltre l'erogazione dei fondi necessari e prima di essa, siano assolti, in proprio o da parte di terzi, determinati servizi di consulenza. Un intermediario creditizio, almeno in linea teorica, può svolgere tutti i principali servizi¹⁰. Un loro raggruppamento può essere fatto sulla base di cinque diverse tipologie:

- a) la valutazione, consistente nella raccolta e nella elaborazione di informazioni e dati su imprese e imprenditori al fine di valutare il rendimento attuale e prospettico di un'azienda; richiede sia competenze tecniche, in particolare contabili e fiscali, sia la capacità di valutare correttamente le capacità e le potenzialità dei manager;

9. Ciò comporta, in altri termini, che la banca sia interessata solo alla coda sinistra della distribuzione di probabilità dei profitti attesi dell'impresa.

10. Sul grado di svolgimento di tali servizi in altri paesi europei, cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

- b) la selezione (o matching), ossia la ricerca degli imprenditori più adatti a controllare determinate imprese, ovvero delle combinazioni ottimali di imprese; nell'esercizio di tale attività occorre disporre della conoscenza di una molteplicità di soggetti e del mercato;
- c) la contrattazione, ovvero la conduzione delle trattative sulle condizioni di vendita o di acquisto per conto di uno dei contraenti, con particolare riferimento al prezzo e alle garanzie;
- d) l'assemblaggio del pacchetto finanziario necessario a realizzare la riallocazione, ossia la scelta degli strumenti più adatti a minimizzare il costo del finanziamento di un'acquisizione e a realizzare la struttura ottimale del controllo tra finanziatori e imprenditore acquirente; spesso si accompagna alla preventiva sottoscrizione dei titoli da collocare sul mercato ovvero alla partecipazione a sindacati di collocamento e garanzia¹¹;
- e) la consulenza gestionale, riguardante gli aspetti della gestione aziendale in special modo finanziari, ma anche relativi all'organizzazione o alla produzione; essa può assumere in particolari circostanze (di crisi, ovvero su specifico accordo contrattuale) la forma del concorso alla gestione, al fine di favorire il passaggio del controllo.

11. All'interno di questa categoria può essere inserita anche la gestione di patrimoni. Questo servizio, per il quale la banca riceve una commissione, consiste nella gestione di fondi erogati da soggetti terzi che possono essere collocati anche in quote di fondi chiusi e in titoli di società non finanziarie. Il servizio di consulenza non è quindi indirizzato direttamente al compratore o al venditore bensì al finanziatore; a ogni modo, nella scelta di allocazione di tali fondi la banca influenza indirettamente la riallocazione.

La consulenza presenta caratteristiche di complementarità con l'attività creditizia, della quale può sfruttare le informazioni che derivano dalla valutazione del merito di credito; richiede, peraltro, anche lo sviluppo di precise competenze tecniche, sulle quali fondare lo sviluppo di servizi a elevato valore aggiunto, e uno stretto e profondo rapporto di conoscenza con il cliente, necessario anche ad acquisire la piena fiducia del cliente e a consolidare gli aspetti reputazionali.

Le informazioni disponibili sullo svolgimento di queste funzioni da parte degli intermediari creditizi italiani sono assai limitate. Al momento, sembra possibile ipotizzare che l'intervento di consulenza degli intermediari creditizi assuma un qualche rilievo in due momenti specifici: le acquisizioni, specialmente con riferimento alle grandi imprese, e il ricambio generazionale. Un ruolo specifico di consulenza per le imprese in crisi, specie al fine di favorire il riassetto proprietario e l'iniezione di capitale di rischio, sembra essere stata prerogativa di alcuni intermediari - in primis Mediobanca - e indirizzato soprattutto alle grandi imprese.

Un maggior peso hanno certamente avuto gli enti creditizi nell'organizzazione di operazioni per il reperimento di fondi, sia di capitale di rischio sia di capitale di debito, con emissioni obbligazionarie, finanziamenti in pool, aumenti di capitale anche attraverso la partecipazione a sindacati di collocamento.

2.2.3 L'assunzione di partecipazioni

L'assunzione di partecipazioni da parte della banca può avvenire per diversi motivi. Occorre innanzitutto distinguere le acquisizioni "obbligate", connesse a momenti

di particolare crisi nel rapporto di affidamento tra la banca e l'impresa da quelle effettuate in autonomia. Tra le prime, le acquisizioni per recupero crediti, motivate dall'interesse della banca di tutelare le proprie ragioni di credito di fronte all'insufficienza del patrimonio dell'impresa debitrice a soddisfare i creditori. La banca può arrivare in questi casi ad assumere anche la maggioranza del capitale della società finanziata, al fine di gestire il realizzo dei beni capitali.

La banca può assumere partecipazioni, temporanee o di medio-lungo termine, in imprese che hanno buone prospettive di sviluppo o che, pure se in fase di difficoltà, presentano potenzialità di ripresa. Le assunzioni di partecipazioni possono avere in questo caso finalità e modalità diverse. Innanzitutto possono essere finalizzate a ricavare elevati proventi in conto capitale dalla rivendita: si tratta soprattutto di interessenze minoritarie di medio-lungo periodo, anche se possono darsi casi di acquisizioni di minore durata di pacchetti più considerevoli direttamente legate a operazioni di riallocazione della proprietà e del controllo.

In secondo luogo, l'acquisizione della partecipazione può essere uno strumento per massimizzare i ricavi derivanti dalle attività di erogazione del credito e di consulenza. Attraverso partecipazioni di medio-lungo termine la banca può controllare meglio lo sviluppo dell'impresa finanziata e tutelare le proprie ragioni di credito, ad esempio cercando di acquisire ulteriori informazioni sull'affidato o mettendo un proprio rappresentante nel consiglio di amministrazione dell'impresa partecipata. La banca può altresì fornire al mercato un segnale del particolare merito di credito del soggetto finanziato o porsi come fornitore privilegiato di servizi di consulenza. Acquisizioni di breve periodo possono riguardare quote non sottoscritte dal mercato a margine di

operazioni di emissioni azionarie garantite nel loro classamento presso il pubblico dall'intermediario creditizio, senza presentare lo scopo di derivare elevati proventi in conto capitale o di esercitare un ruolo di influenza sulle decisioni aziendali¹².

Le partecipazioni che non presentano immediate e dirette finalità di proventi in conto capitale risultano legate nell'esperienza di altri paesi a funzioni diverse: all'esercizio di un ruolo di supervisione del controllo per conto degli azionisti di minoranza e di intervento attivo nei casi di crisi, in Germania; all'erogazione di servizi di consulenza finanziaria e per la riallocazione in Gran Bretagna e in Francia¹³. In ogni caso, il quadro di riferimento teorico risulta per questa categoria più incerto. Da un lato, l'acquisizione di partecipazioni può risultare più agevole per un intermediario creditizio, a ragione del contatto diretto e di lungo periodo che esso intrattiene con l'impresa finanziata; dall'altro, può presentare pericoli derivanti dal maggior grado di immobilizzo e dai conflitti d'interesse che derivano dall'esercizio congiunto di più attività nei confronti di uno stesso soggetto. Sembrerebbe comunque plausibile ritenere che per l'esercizio di questa funzione sia necessario lo sviluppo di adeguate competenze tipiche dell'attività di consulenza. Un'attenzione particolare deve in questo caso essere prestata, non solo alla possibilità di dissesto, ma all'intera curva di distribuzione dei profitti attesi dell'impresa.

12. L'azione svolta può riguardare l'appoggio sia a imprese di medio-grandi dimensioni nella sollecitazione del pubblico risparmio, sia imprese minori o poco note ma aventi buone prospettive economiche, anche attraverso l'ingresso delle imprese emittenti nei mercati ufficiali di borsa.

13. Si veda Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

In Italia, l'intervento delle banche in questo comparto è soggetto a intensa regolamentazione, sia per le assunzioni temporanee sia per quelle a medio-lungo termine. Occorre innanzitutto premettere come la normativa sull'emissione di valori mobiliari sia particolarmente rigida, anche con riferimento ai compiti che gli enti creditizi possono svolgere al riguardo. La legge bancaria prevede all'art. 2 che sia sottoposta all'autorizzazione della Banca d'Italia ogni emissione di valori mobiliari da realizzarsi per il tramite degli enti sottoposti al controllo dell'organo di Vigilanza, ovvero destinati ai mercati ufficiali di borsa¹⁴. Inoltre, la partecipazione degli enti creditizi a sindacati di collocamento richiede la preventiva autorizzazione della Banca d'Italia all'emissione dei relativi valori mobiliari.

Secondariamente, per quanto riguarda le assunzioni temporanee di partecipazioni, i consorzi di collocamento con garanzia hanno storicamente riguardato in prevalenza imprese di grandi dimensioni e vi hanno partecipato soprattutto le maggiori aziende di credito e i principali istituti di credito speciale. Ridotta sembra invece essere stata l'opera di supporto delle banche per la valorizzazione di piccole e di medie imprese con prospettive di crescita, organizzandone la quotazione in comune o diversificando la tipologia e la

14. Secondo l'art. 45 della legge bancaria, sono sottoposte all'autorizzazione della Banca d'Italia le nuove emissioni di valori mobiliari già quotati. Inoltre, l'art. 21 della legge 281 del 1985 ha sottoposto l'emissione di valori mobiliari per ammontari superiori a 10 miliardi all'autorizzazione del Ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia. L'art. 11 della legge 77 del 1983 prevede in ogni caso la comunicazione alla Banca d'Italia delle operazioni di emissione di valori mobiliari soggette ad autorizzazione preventiva e la facoltà della Banca di imporre limiti alle emissioni ai fini del controllo dei flussi finanziari.

provenienza degli investitori¹⁵.

Il ruolo svolto dagli intermediari è stato di una certa rilevanza durante la lunga fase di crisi e di ristrutturazione dell'industria italiana negli anni settanta e ottanta, attraverso la partecipazione ai cosiddetti consorzi di salvataggio. Per un approfondimento si rimanda alla terza parte di questo scritto.

Per quanto riguarda l'assunzione diretta di partecipazioni in imprese non finanziarie con finalità di detenzione stabile, occorre distinguere tra soggetti solo recentemente abilitati a svolgere questa attività, come le aziende di credito¹⁶, e altri intermediari, quali gli istituti e le sezioni di credito speciale, per i quali l'art. 14 della legge 23 del 1981 ha precluso l'applicabilità degli artt. 33 e 35 della legge bancaria su cui si fonda la disciplina delle partecipazioni. Questi ultimi enti, potendo liberamente operare nel comparto dell'assunzione di partecipazioni - nei limiti fissati dagli statuti - hanno da tempo proceduto in via autonoma alla costituzione di società finanziarie aventi per scopo l'attività di merchant banking, ovvero ad assumere direttamente pacchetti azionari e obbligazionari in vista del loro classamento sul mercato.

15. La normativa al riguardo prevede che in linea di massima non è consentita la partecipazione al collocamento di titoli non quotati. Inoltre, gli impegni di garanzia sui titoli quotati o in via di quotazione possono essere assunti autonomamente, previa autorizzazione di massima, a condizione che: l'ente creditizio garantisca ammontari non superiori al quarto dell'offerta totale; il totale degli impegni di garanzia dell'ente creditizio non sia superiore al 10 per cento del patrimonio dello stesso; l'impegno di garanzia dell'ente verso uno stesso emittente sia contenuto entro il 2 per cento del patrimonio dell'ente e il 5 per cento del capitale dell'emittente.

16. Cfr. delibera CICR 6 febbraio 1987.

Al contrario, la normativa di vigilanza prudenziale consente alle banche di svolgere attività di merchant banking solo dal 1987 e unicamente attraverso la partecipazione in apposite società di intermediazione finanziaria (merchant banks), purché nel rispetto di determinati vincoli¹⁷.

3. L'evoluzione storica della regolamentazione del sistema creditizio italiano: credito mobiliare e acquisizione di capitale di rischio

Sull'evoluzione storica del nostro sistema creditizio e della sua regolamentazione esiste una vasta letteratura¹⁸. Al fine di analizzare le regole e i comportamenti odierni delle istituzioni creditizie nel mercato della riallocazione proprietaria è utile ripercorrere i tratti principali di quell'evoluzione, con riferimento particolare all'erogazione di credito mobiliare da parte degli istituti di credito e all'acquisizione di capitale di rischio.

A questo scopo è opportuno distinguere cinque periodi, che presentano elementi sufficientemente differenziati. Un primo periodo può essere individuato negli anni che conducono alla crisi della banca mista e alla successiva emanazione della legge bancaria del 1936. Un secondo periodo include gli anni che hanno visto emergere, a seguito della crisi economica degli anni settanta, le tensioni del modello vigente dei rapporti tra banca e impresa. Una terza fase comprende i primi anni ottanta, in cui venne intrapresa

17. Occorre inoltre ricordare che, con l'entrata in vigore della legge 1 del 1991 sull'attività d'intermediazione mobiliare, alle SIM è riservata l'attività di negoziazione di titoli quotati diversi dai titoli di Stato. Su questi aspetti vedi infra.

18. Si vedano le indicazioni bibliografiche segnalate nelle note 22-33.

un'azione di adeguamento della normativa. La quarta fase riguarda la seconda parte degli anni ottanta, con specifico riferimento alla regolamentazione del merchant banking di emanazione bancaria, avvenuta nel 1987. La quinta e ultima fase riguarda gli sviluppi normativi recenti, attuati anche in ottemperanza alle decisioni prese in sede comunitaria.

3.1 La crisi della banca mista e la legge bancaria del 1936

Nel periodo che conduce alla redazione della legge bancaria del 1936 - segnato da una persistente instabilità economica e da profondi mutamenti politici e sociali - il sistema finanziario italiano è caratterizzato dal ruolo prevalente della "banca mista", introdotta in Italia sull'esempio tedesco; banche miste erano le tre maggiori banche commerciali - Comit, Credit e Banco di Roma - che, a fronte della raccolta di depositi a vista e vincolati, erogavano non solo il credito a breve o ordinario ma anche il credito finanziario e quello mobiliare.

Nell'opinione di Mattioli, il credito mobiliare si distingueva dagli altri tipi di credito, non tanto per il carattere di maggiore immobilizzo¹⁹, quanto per il fatto che il rimborso richiedeva l'emissione di azioni da parte

19. "Fuor di metafora, in molti casi il ricorso alle banche, anziché servire a finanziare i normali cicli produttivi e commerciali, può tendere a diventare cronico e inflessibile, e andare, insieme ai mezzi propri dell'azienda, a sostenere posizioni speculative, a permettere vendite a così lungo respiro che fan dell'azienda stessa una banca dei suoi clienti, e finanziare indigesti magazzini o addirittura impianti industriali. Il credito può tendere a perdere così la sua necessaria elasticità, e, per quanto possa essere coperto e sicuro, risolversi in un immobilizzo che può essere più preoccupante di una sofferenza" (Mattioli, 1962).

dell'impresa finanziata²⁰. Tali emissioni, da collocarsi sul mercato, potevano essere assunte in via transitoria anche dalle banche finanziatrici, che divenivano così azionisti dell'impresa. Nel caso del credito mobiliare, l'iniziativa dell'operazione partiva dalla banca che, in quanto promotrice della crescita dell'impresa, veniva ad assumersi rischi che richiedevano spesso "il controllo sullo sviluppo delle aziende finanziate e quindi un permanente interessamento azionario"²¹.

-
20. Tale distinzione è peraltro spesso incerta e sfuggente. "La radice delle difficoltà sta nella tacita presunzione che si possano recuperare, nell'unità vitale di un'azienda, i fondi presi a prestito per rafforzarne la struttura e quelli destinati a unger le ruote della produzione. Una volta entrati nell'azienda, i soldi ottenuti a credito, anche se costano differenti saggi d'interesse, anche se sottostanno a diverse condizioni di utilizzo e di rimborso e a specifiche garanzie, hanno una tendenza irresistibile a coagularsi, a confondersi e a redistribuirsi, nell'interno dell'azienda, verso quegli scopi dove presumibilmente la loro virtù attiva è maggiore e più proficua ... L'approccio più promettente a una fondata discriminazione è da cercare altrove. Bisogna considerare sì il momento della concessione del credito ... ma è il momento del rimborso quello che definisce la natura del credito" (Mattioli, 1962).
21. "Se la fonte del rimborso è la vendita di prodotti e di servizi, il credito è commerciale. Se invece il credito debba essere rimborsato attraverso il collocamento sul mercato dei capitali, allora esso è sicuramente credito finanziario, o meglio mobiliare, anzi è senz'altro il 'credito mobiliare'. L'altro resta credito bancario tout court - credito d'esercizio vero e proprio, o credito asseccatore dello sviluppo in atto dell'azienda, anticipo o prefinanziamento del cosiddetto autofinanziamento: un credito cioè che trascolora nel 'finanziario' in quanto finisca con l'essere 'rimborsato' in due-tre esercizi con i profitti dell'azienda, senza che si renda necessario il ricorso ad operazioni di credito 'mobiliare' ... Ciò che caratterizza invece il credito mobiliare è l'animo di promoter in chi lo concede. Chi fa quel credito 'prende l'iniziativa' di creare, o di promuovere lo sviluppo di una data attività economica assumendo o partecipando ai rischi dell'impresa fino a quando i suoi apporti non possano 'rientrare' mediante operazioni sul mercato dei capitali" (Mattioli, 1962).

In un inizio del secolo caratterizzato dalla cronica carenza di capitali e da un notevole ritardo nell'adeguamento produttivo rispetto ai paesi europei più avanzati, la banca mista aveva svolto secondo alcuni un ruolo decisivo nel "mettere a disposizione delle imprese una rilevante massa di risorse finanziarie che non si sarebbero mai dirette verso il mercato dei capitali"²² e nel fornire anche direzione imprenditoriale²³. Altri hanno teso a ridimensionare il ruolo svolto dalle banche miste, sottolineando anche i rischi che una eccessiva "vicinanza" tra banchieri e industriali poteva comportare²⁴. La fase successiva al primo conflitto mondiale, che aveva lasciato in eredità un'industria di derivazione bellica composta da grandi imprese, vede mutare alquanto il ruolo delle banche miste: esse si trovano a passare dall'aiuto a un vasto numero di piccole e medie imprese, affinché - come scriveva Mattioli - potessero raggiungere la cosiddetta "toga virile", al sostegno di pochi "giganti malati".

La funzione di sostegno al processo di industrializzazione esercitata dalle banche miste espone comunque il sistema creditizio alla variabilità del ciclo economico reale e dei prezzi²⁵. La crisi degli anni trenta si manifesta inizialmente come crisi di liquidità - in parte compensata

22. Cfr. Rodano (1972).

23. Così Gerschenkron (1965).

24. Cfr. Cameron (1972), Ciocca (1982), Ciocca e Frasca (1986).

25. Così Caranza, Frasca e Toniolo (1986). Ciocca e Toniolo (1981) addebitano la crescita del peso dei finanziamenti alle imprese e delle azioni industriali che emerge nei bilanci delle banche sul finire degli anni venti alla duplice esigenza di fronteggiare la rapida caduta dei corsi azionari e di sostenere le industrie in un periodo di domanda debole.

dal ricorso all'indebitamento sull'estero, a sua volta favorito dalla stabilità del cambio e dagli alti tassi d'interesse interni - che si aggrava in seguito alle decisioni dei centri finanziari internazionali di ritirare i capitali prestati. Se è indubitabile che le banche miste vengono a trovarsi in una situazione di eccessiva esposizione verso il sistema industriale²⁶, che indurrà poi a sancire nella legge bancaria del 1936 il principio della separatezza tra banca e industria, è pur vero che a tale crisi contribuiscono altri fattori non meno importanti. Innanzitutto, la mancanza di adeguati strumenti di vigilanza non poteva evitare né che si verificassero fenomeni di sfiducia verso il sistema bancario, né che per tutelare la propria autonomia da tentativi di scalate ostili le banche finissero per ricomprare se stesse, attraverso le società finanziarie di partecipazioni industriali controllate, trasformandosi così da "banche miste" in "banche holding". Secondariamente, influisce sulla crisi una politica economica che era stata prima del 1929 particolarmente restrittiva e successivamente tardiva nel fronteggiare gli effetti del propagarsi della crisi²⁷.

Sono questi fattori che concorrono a trasformare la "fisiologica simbiosi" fra banca e grande industria in "fratellanza siamese" e la struttura del controllo in

26. Nel commentare la crisi della Banca di Sconto, già nel 1922 Sraffa coglieva alcuni elementi di potenziale instabilità di un sistema caratterizzato da relazioni tra banca e industria eccessivamente strette, insufficienza degli strumenti di vigilanza e dipendenza delle banche di emissione dal governo.

27. Si noti inoltre che, diversamente dai più recenti orientamenti in tema di vigilanza, la normativa sui limiti di fido di allora era alquanto limitata.

"catoblepismo"²⁸.

Le soluzioni proposte per risolvere questa crisi furono indirizzate non solo a salvare le sorti delle banche miste più compromesse ma anche a liberare la Banca d'Italia dalla forte esposizione nei confronti di queste ultime²⁹, esposizione che minava la stessa capacità da parte dell'istituto di esercitare le proprie funzioni di politica monetaria. La soluzione trovata, delineata inizialmente con una serie di convenzioni tra le banche

28. "Alla vigilia della crisi del 1930-31, la struttura delle grandi banche italiane di credito ordinario aveva subito trasformazioni, o meglio deformazioni 'stupende'. Il grosso del credito da esse erogato, miliardi e miliardi di lire di allora, era fornito ad un ristretto numero di aziende, un centinaio, che con quell'aiuto avevan potuto svilupparsi notevolmente, ma che ne dipendevano ormai al punto di non poterne più fare a meno. In altre parole, eran sotto il controllo delle banche, i cui impieghi in quel gruppo di aziende assorbivano, a loro volta, tutti i fondi da esse raccolti, più parte non trascurabile del risconto (la clientela 'minore' era di scarso rilievo, ancorché di vitale importanza come specchio, o richiamo o insegna per la pur insufficiente raccolta). La fisiologica simbiosi si era mutata in una mostruosa fratellanza siamese. Le banche erano ancora banche 'miste' sotto l'aspetto formale, ma nella sostanza erano divenute 'banques d'affaires', istituti di credito mobiliare legati a filo doppio alle sorti delle industrie del loro gruppo.

Né basta: per salvaguardarsi, diciamo così, dai fin troppo ovvii pericoli di questa situazione, le banche avevan ricomprato praticamente tutto il loro capitale: possedevano se stesse attraverso il possesso delle finanziarie da esse create e finanziate per assicurarsi 'il controllo' del loro capitale. Una prima deformazione ne provoca un'altra. La fratellanza siamese portava al catoblepismo. *Abyssus vocat abyssum*" (Mattioli, 1962).

29. Nell'interpretazione di Toniolo (1978): "la serie dei 'salvataggi' bancari e industriali succedutisi dai primi anni venti aveva fatto sì che l'Istituto di emissione fosse il creditore di ultima istanza nei confronti del sistema industriale per somme che, essendo pari al 54 per cento della circolazione alla fine del 1932, venivano giudicate eccessivamente elevate".

interessate, il governo e la Banca d'Italia e poi formalizzata nella legge bancaria del 1936, consistette nel trasferire al settore pubblico le partecipazioni industriali delle banche, nonché la proprietà delle stesse banche, e nell'impedire a queste ultime di svolgere operazioni di credito che non fosse commerciale, mentre per il credito mobiliare a medio-lungo termine venne creato l'IMI.

L'IRI, nato come organo di salvataggio, divenne ben presto organo di gestione; le iniziali intenzioni di procedere gradualmente alla dismissione delle partecipazioni assunte si rivelarono ben presto impossibili da realizzare sia per l'avverso ciclo economico, sia per la carenza di un mercato che fosse in grado di assorbire tali partecipazioni. L'IRI si trovò quindi a gestire le banche miste e tutte le partecipazioni industriali detenute dalle loro finanziarie di partecipazione³⁰. Secondo Mattioli, l'entrata dell'IRI sul mercato sconvolse i vecchi rapporti di forza tra industria, finanza e credito, portando alla stabilizzazione dei controlli dei grandi nuclei produttivi³¹.

Ricondotte nell'alveo del credito commerciale e passate alla proprietà pubblica, le grandi banche miste ridussero alquanto le loro funzioni di supporto alle imprese

30. Sui rapporti tra Mattioli e l'IRI si veda Rodano (1981).

31. Secondo Mattioli, il controllo immediato dell'IRI condusse a una generale stabilità dei controlli, anche al di fuori dell'IRI e delle aziende IRI. È interessante inoltre notare come la proposta di Mattioli per il salvataggio della Comit del 1931 prefigurasse un vero e proprio prototipo dell'IRI, ma con due importanti differenze. Innanzitutto il capitale sociale doveva essere diviso tra pubblico e privato; in secondo luogo la Comit doveva continuare a esercitare, anche se in misura minore, le funzioni di banca mista che le erano proprie. Se ciò non si realizzò, fu anche per il ritardo con cui si affrontò in modo deciso la situazione, che costrinse a prendere provvedimenti ben più radicali.

industriali, anche se per alcune di esse questa poteva essere l'occasione di ritornare alle origini di un più stretto legame con le piccole e medie imprese, per le quali la possibilità di ottenere capitali per sostenere la crescita costituisce spesso una condizione indispensabile per sfruttare appieno le potenzialità di sviluppo. Un tale rapporto però doveva rimanere nell'ambito dell'erogazione di capitale di debito e a breve. La necessità di svolgere una più efficace azione di sostegno con l'erogazione di capitali a medio-lungo termine venne in parte soddisfatta solo nel 1946 con la creazione da parte delle tre "ex banche miste" di Mediobanca. Viceversa l'IMI, "per mancanza di quella organizzazione periferica ... e soprattutto per la sua totale mancanza di contatti frequenti e regolari con le aziende bisognose di credito"³² che consentissero di valutare meglio e con più tempestività l'affidabilità giornaliera del cliente, non poteva svolgere efficacemente il credito mobiliare ed era costretto a tutelarsi con la richiesta di garanzie reali³³.

La legge bancaria del 1936 formalizza la struttura del sistema creditizio ereditato dalla crisi degli anni trenta, prevedendo una normativa indirizzata alla globalità dell'universo del credito. Venne esteso a tutti gli enti creditizi il principio della specializzazione degli intermediari; peraltro, la distinzione tra enti che raccoglievano risparmio a breve termine (disciplinati dal titolo V) ed enti operanti sul medio e lungo termine (regolati dal titolo VI), pur formalmente enunciata dagli artt. 5 e 6 della legge, non fu realizzata integralmente e si rimandò alla normativa secondaria emanata dall'organo di Vigilanza: in particolare, gli investimenti mobiliari delle aziende di credito non furono del tutto vietati, bensì

32. Nell'opinione di Mattioli, cfr. Rodano (1983).

33. Sulle rigidità a cui era sottoposto l'IMI vedi anche Lamanda (1986).

sottoposti a provvedimenti di autorizzazione.

Infatti, secondo il dettato dell'art. 33 della legge bancaria, "Il CICR ha facoltà di stabilire che determinate forme d'impiego debbano essere preventivamente autorizzate dalla Banca d'Italia". E secondo l'art. 35: "La Banca d'Italia ha anche facoltà, nei confronti delle aziende sottoposte alla sua vigilanza: ... c) di fissare modalità per l'eliminazione, la riduzione o, comunque, la sistemazione di immobilizzi riscontrati nella situazione delle aziende predette. La Banca d'Italia ha inoltre facoltà: a) di disciplinare il rapporto fra il patrimonio sociale e gli investimenti in immobili e titoli azionari".

Per quanto riguardava gli istituti di credito a medio-lungo termine, sorti in parte per iniziativa pubblica allo scopo di orientare il credito in particolari settori di attività economica e specifiche forme tecniche, il titolo VI si limitava a trasferire ai nuovi organi di vigilanza gli stessi compiti che la legge aveva assegnato all'autorità amministrativa. Ciò comportò da un lato che risultassero svincolati da ogni normativa istituti non già disciplinati per legge; dall'altro che non venissero forniti all'organo tecnico di vigilanza gli strumenti e i poteri di supervisione sugli istituti che risultavano regolati dalle leggi istitutive e dai relativi statuti.

3.2 Le tensioni del modello banca-impresa nella crisi degli anni settanta

Gli interventi del dopoguerra cercarono di correggere l'anomalia della diversa regolamentazione di alcuni istituti di credito speciale, mediante l'estensione agli istituti non annoverati nell'art. 41 della legge bancaria della generale

normativa prevista per le aziende di credito³⁴. La normativa emanata dal 1946 al 1970 per gli istituti di credito speciale non mutò per questi ultimi il quadro generale, caratterizzato dalla proprietà pubblica, dalla nomina governativa dei vertici aziendali e dalla limitazione degli scopi alla destinazione del credito per singolo settore. A ciò si aggiungeva l'utilizzo sempre più generalizzato degli istituti di credito speciale quali strumenti di intervento statale nell'economia, inquadrati nel sistema di concessione degli incentivi³⁵.

I limiti del sistema si manifestarono quando sul finire degli anni sessanta la crescita uniforme degli anni precedenti subì un arresto, coinvolgendo in situazioni di crisi i settori dell'economia dove maggiore era la concentrazione della grande impresa.

Il tentativo di forzare l'industrializzazione di

34. Ciò, peraltro, determinò una diversa distinzione all'interno degli istituti di credito, alcuni dei quali, preesistenti al 1936 (tra questi l'IMI e il Crediop), continuavano a essere disciplinati dalle rispettive leggi istitutive, dagli statuti e dalle scarse norme del titolo VI della legge bancaria, mentre gli altri venivano sottoposti al penetrante e dettagliato vaglio previsto per le aziende di credito.

35. Durante quegli anni, i vincoli temporali sulla raccolta e sugli impieghi fecero sì che gli istituti di credito speciale si trovassero in una posizione assai sfavorevole dovuta al mancato bilanciamento tra attivo e passivo. Le rigidità normative e organizzative non consentivano di recepire con tempestività e flessibilità adeguate la preferenza della clientela per strumenti finanziari a breve e indicizzati. Di più, il sistema degli incentivi, legato a operazioni a tasso fisso, risultava alquanto inadeguato. Nel settore del credito mobiliare bisognerà attendere la legge 317 del 1991 recante disposizioni di incentivo alle piccole e medie imprese per veder sostituito il meccanismo del contributo in conto interessi con quello del credito d'imposta, lasciando in tal modo alla libera determinazione delle parti la definizione delle condizioni contrattuali.

settori ritenuti strategici, come la chimica e la siderurgia, determinò all'esplosione della crisi economica serie difficoltà per gli istituti di credito più esposti, i quali di fatto presentavano situazioni di immobilizzo per certi versi analoghe a quelle che si erano manifestate negli anni trenta. L'impalcatura di garanzie di derivazione immobiliare, alla base del sistema del credito speciale, cominciò a mostrare tutti i suoi limiti: in caso di difficoltà economiche di larga parte del settore di appartenenza dell'impresa finanziata, la garanzia sui macchinari o sugli impianti da quest'ultima prestata a fronte del mutuo tendeva anch'essa a perdere di valore.

Al tempo stesso, le difficoltà economiche produssero forti tensioni verso un riassetto della proprietà con rilevanti trasferimenti di partecipazioni³⁶. Spinte alla riallocazione del controllo fra il settore privato e quello pubblico si manifestarono anche nel sistema delle partecipazioni statali, specie nel settore chimico, particolarmente esposto alla crisi. Il sistema creditizio non sembra aver svolto un adeguato supporto di consulenza e di finanziamenti selettivi necessari a questi processi.

A partire dal 1975, al fine di porre un argine alla diffusione sistemica della crisi delle grandi imprese, furono presi interventi legislativi di due tipi:

a) interventi di tipo "ordinario", diretti a imprese in

36. Secondo Sarcinelli (1986, pp. 140-141) "si ebbe un consistente movimento nei passaggi dei pacchetti azionari, in alcuni casi volti a favorire la costituzione di gruppi finanziari di carattere multiforme (Italmobiliare-Pesenti, Fingest-Montedison, La Centrale-Banco Ambrosiano) operanti in diversi campi di attività, in Italia e all'estero, allo scopo di controllare, attraverso un circuito di partecipazioni, direttamente o indirettamente, banche, società finanziarie e, in qualche caso, anche imprese produttive".

difficoltà finanziarie ma teoricamente risanabili, per le quali si mirava alla riduzione del peso dell'indebitamento complessivo rispetto al capitale di rischio³⁷ e della quota dei debiti a breve rispetto al totale dell'indebitamento³⁸;

b) interventi diretti alla composizione di casi patologici³⁹.

In particolare, con la legge 787 del 1978, fu prevista la costituzione di consorzi di garanzia e consolidamento delle posizioni debitorie attraverso il mutamento delle scadenze dal breve al lungo termine⁴⁰. Il ricorso a tale legge, sia per la parte relativa ai consolidamenti sia per quella concernente i consorzi⁴¹, fu limitato a non molti casi (tav. 1): complessivamente, anche in virtù della proroga dell'art. 5 della legge 787 del 1978

37. Le leggi 576 del 1975, 904 del 1977, 787 del 1978, parte consorzi.

38. Il DPR 902 del 1977, le leggi 187 del 1976, 675 del 1977 poi prorogata con la legge 691 del 1981 limitatamente al Fondo di garanzia, 787 del 1978, parte consolidamenti, poi prorogata per ulteriori tre anni con la legge 626 del 1981.

39. Le leggi 95 del 1979, la cosiddetta "legge Prodi", 573 del 1979, 784 del 1980.

40. La partecipazione alle società consortili, facilitata da agevolazioni fiscali, fu consentita alle aziende di credito, previa autorizzazione, e agli istituti di credito speciale, entro il limite del margine disponibile del patrimonio per investimenti in immobili e partecipazioni e con l'osservanza di particolari limiti prudenziali, riguardanti sia l'entità delle interessenze da acquisire nei consorzi sia l'intervento dei consorzi in ciascuna impresa da risanare.

41. I consorzi furono quattro: Pirelli (40 miliardi di capitale partecipato da sei aziende e un istituto speciale), Montefibre (67 miliardi, sette aziende, tre istituti e Montedison), Tubi Italia (12 miliardi, cinque aziende, un istituto e SMI, Metallurgica Italiana) e SIR. Su quest'ultimo consorzio si veda la nota 43.

stabilita dalla legge 626 del 1981, la Banca d'Italia⁴² autorizzò 46 aziende di credito a perfezionare operazioni di consolidamento a favore di 20 soggetti, per un totale di circa 400 miliardi di crediti consolidati; a questi vanno aggiunti circa altri 400 miliardi a favore del gruppo SIR deliberati ai sensi della legge 573 del 1979⁴³.

42. Le competenze assegnate dalla legge alla Banca d'Italia erano diverse per la parte consorzi e per la parte consolidamenti. Per la prima parte, la Banca d'Italia era tenuta a effettuare la vigilanza sulle società consortili e la verifica dei requisiti posti dai commi 5 e 6 dell'art. 1, relativi alla percentuale massima di partecipazione nel consorzio (50 per cento per gli istituti di credito speciale e 20 per cento per le aziende di credito) e alla presenza del margine di patrimonio disponibile (il patrimonio netto, dedotti gli investimenti in immobili e in altre azioni). Per la seconda parte, ai sensi della delibera CICR 29 dicembre 1978, alla Banca d'Italia spettava la verifica delle condizioni di ammissibilità delle imprese ai benefici previsti dalla legge. In particolare, le imprese non dovevano essere state in grado da almeno due esercizi (ridotti a uno con decreto del Ministro del tesoro del 2 settembre 1983) di far fronte al servizio dei debiti con i flussi di reddito derivanti dalla propria gestione corrente; inoltre, le operazioni di consolidamento, complessivamente, dovevano consentire il riequilibrio della gestione economico-finanziaria entro il terzo esercizio successivo al consolidamento e dovevano essere tali da non presentare aspetti che potessero provocare effetti destabilizzanti sugli enti creditizi.

43. Le vicende della SIR furono particolarmente travagliate. Il consorzio venne costituito nel 1979 con capitale di 536 miliardi (di cui 200 di nuovo capitale e 336 di residua creditoria) e con la partecipazione di 23 enti creditizi, ma vide ben presto la svalutazione e la ricostituzione del capitale a 100 miliardi (di cui 40 facenti capo al sistema creditizio e il resto al neonato Comitato, ex DPCM 5 settembre 1980), nonché la conversione dei crediti vantati dal sistema creditizio in titoli infruttiferi della Cassa depositi e prestiti. A fine 1981, l'importo totale dei conferimenti creditizi e del capitale sottoscritto facente capo al consorzio ammontava a 1.382 miliardi, di cui il 56 per cento attribuibile agli istituti speciali, il 25 per cento ad aziende di credito e istituti centrali di categoria, il 19 per cento al Comitato. All'ENI, a cui nel frattempo era stata assegnata la gestione e la ristrutturazione

**CONSORZI DI GARANZIA E CONSOLIDAMENTO:
AZIENDE DI CREDITO AUTORIZZATE AI SENSI DELLA
LEGGE 787 DEL 1978, PARTE CONSOLIDAMENTI**

Anno	Imprese beneficiarie	Aziende di credito partecipanti	Consolidamenti (milioni)
1980	Pirelli	17	83.200
	Salvarani	3	14.300
1981	Prefabbricati Peruzzi	3	700
	Snia Viscosa	28	85.600
	Montefibre	15	37.600
	Lanificio Tiberghien	1	1.400
	3 soc. Gruppo Pozzi-Ginori	1	500
1982	Coop. Spazzola	2	200
	Costa	16	35.300
1983	Ipim	2	1.700
	Acciaierie Stefana	5	10.000
	Acciaierie Pietra	5	17.400
	Filiberti	1	12.500
1984	Rizzoli	12	85.600
	Corriere della Sera	12	8.900
	3 soc. Gruppo Nova	1	1.500
	Acciaierie P.	1	500

Fonte: Nostre elaborazioni su dati delle Relazioni annuali della Vigilanza della Banca d'Italia.

Il ruolo svolto dagli istituti di credito speciale non è documentabile con esattezza, non essendo tenuti, diversamente dalle aziende di credito, a richiedere l'auto-

(Continuazione nota 43 dalla pagina precedente)

del gruppo SIR, vennero passati ai soli impianti di 40 società, tutte le attività di altre 19 società (per complessivi 400 miliardi pagabili in 10 anni), più altri cespiti minori (dietro corrispettivo di 63 miliardi in contanti). La legge 25 del 1982 predispose poi un progetto di riassetto che comportava la cessione di 20 società, di cui 4 all'ENI e 16 a terzi, e liquidazione delle rimanenti 36 società; inoltre, dispose l'estinzione dei crediti vantati dal sistema creditizio alla fine del 1980, pari a 615 miliardi, dietro pagamento del 35 per cento degli stessi.

rizzazione per la partecipazione ai consorzi e ai consolidamenti. Peraltro, i finanziamenti concessi dagli istituti mobiliari ai sensi della legge 675 del 1977 rimasero assai modesti⁴⁴, anche a causa delle difficoltà che il credito agevolato stava incontrando⁴⁵.

L'efficacia di tali provvedimenti fu limitata dalla mancanza del requisito della "risanabilità" delle imprese oggetto del provvedimento. La natura dell'intervento, che spesso si rivelò quella del sussidio pubblico, non incentivò le banche ad assumere un ruolo attivo nel favorire e sorvegliare l'adozione di effettive misure di risanamento o di riallocazione della proprietà⁴⁶.

Simile fu l'effetto della legge 95 del 1979⁴⁷, che ha introdotto nel nostro ordinamento la procedura di "amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi": assoggettando l'impresa insolvente⁴⁸ a un procedimento

44. A fine 1981 essi non raggiungevano i 10 miliardi, a fronte di impegni già deliberati dagli organi ministeriali per oltre 3.000 miliardi.

45. Difficoltà da ascrivere soprattutto alla confusione di ruoli tra istituzioni creditizie e organi dello Stato e alla rigidità dei meccanismi, tendenzialmente basati su condizioni di tassi stabili.

46. Tra gli interventi effettuati a norma della legge 787 del 1978 che si sono rivelati successivamente come operazioni di "salvataggio" di imprese sottoposte a crisi di natura reale si veda, per tutti, il caso SIR, che richiese anche nuovi interventi legislativi di sostegno, quali le leggi 784 del 1980 e 25 del 1982. Cfr. la nota 43.

47. Al 31 dicembre 1981 risultavano aver beneficiato dei provvedimenti di legge 98 imprese, tra cui i gruppi Liquigas, Maraldi, Monti, Rossi, Radaelli, Italconsult, Genghini. Al 30 giugno 1984 il numero delle imprese in amministrazione straordinaria era salito a 251.

48. Con questa anche quelle appartenenti al medesimo gruppo a cui fa capo l'impresa insolvente.

"commissariale", ne veniva così evitato il fallimento, nella prospettiva di poter restituire l'impresa stessa all'amministrazione ordinaria entro un quinquennio. In realtà, il provvedimento, pur assicurando talora la conservazione di un patrimonio prezioso di capitali umani e fissi, ha disincentivato l'attivo intervento del sistema bancario e la ricerca di un'efficiente riallocazione delle imprese⁴⁹. Solo poche delle 250 imprese in "amministrazione straordinaria" sono state restituite alla gestione ordinaria⁵⁰. Quello che spesso si verificò fu in pratica il trasferimento della proprietà di segmenti produttivi abbandonati dai privati al sistema delle partecipazioni statali.

Non ebbe invece seguito la proposta avanzata dall'allora Governatore Carli di convertire in partecipazioni i crediti delle banche nei confronti delle grandi imprese. Tra l'altro, questa proposta, che sarebbe equivalsa a un improvviso stravolgimento del modello delle relazioni tra banca e impresa emerso con la legge bancaria del 1936, non trovò il supporto necessario nei banchieri italiani⁵¹. Tale atteggiamento non significava una completa chiusura all'assunzione di partecipazioni, né tanto meno alla richiesta di aiuti da parte del sistema industriale, bensì la volontà di non sottomettersi ad "artificiosi accorgimenti"

49. Per un approfondimento su questo aspetto si veda Boccuzzi e Cercone (1993).

50. Ciò anche a causa delle rigidità del processo autorizzativo a cui erano sottoposte le gestioni commissariali, che ha indotto a prorogare i termini previsti dalla legge 95 con la legge 212 del 1984. L'esposizione del sistema creditizio nei confronti di tali imprese si ragguagliava al 30 giugno del 1984 a circa 3.376 miliardi, suddivisi tra aziende di credito (58 per cento, di cui il 40 per cento facente capo a 4 aziende) e istituti di credito speciale (42 per cento, di cui il 53 per cento facente capo a 2 istituti).

51. Colajanni (1991, p. 140) testimonia la diffidenza anche di Mediobanca.

che pregiudicassero la stabilità della banca e del sistema creditizio⁵². Né, d'altronde, il consorzio aveva il potere e gli strumenti per esercitare la gestione dell'impresa, sempre che la crisi di quest'ultima fosse stata effettivamente temporanea. Ma soprattutto la consistenza patrimoniale delle banche non era adeguata al compito di assumere partecipazioni che avrebbero dovuto inevitabilmente essere assai rilevanti.

Nonostante i limiti del quadro normativo, alcuni istituti di credito svolsero in questi difficili anni e nella prima metà degli anni ottanta un ruolo di rilievo nell'assistere le imprese clienti nella ristrutturazione delle loro attività, anche non finanziaria, nel reperimento quando possibile di capitale di rischio, nella riallocazione del controllo. Tra questi soprattutto Mediobanca, sia attraverso l'organizzazione e la guida di consorzi, sia con l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni dell'impresa da finanziare, sia nella consulenza in alcune cruciali decisioni strategiche⁵³.

Ma l'intervento non fu diffuso all'intero sistema e

52. Nelle parole di Cuccia: "Le traversie della banca mista derivano non tanto e solo dall'acquisto di partecipazioni, che potevano anche costituire un buon affare, ma soprattutto dalla circostanza di aver fatto un indebito ricorso per tali investimenti ai soldi dei depositanti ... la richiesta di nuovi capitali di rischio al sistema bancario non può e non deve rappresentare per le imprese - come da qualche parte è insorta pretesa - la ricerca di mezzi a buon mercato, o addirittura a fondo perduto per riversare sul sistema bancario le dilapidazioni di gestioni deficitarie, così coinvolgendo nella dissennata maniera di gestire che ha determinato per almeno un decennio la condotta di larghi settori degli affari pubblici e privati". Cfr. Colajanni (1991, p. 140).

53. Mediobanca ebbe in quegli anni un ruolo di rilievo nelle vicende di alcuni gruppi industriali, quali Fiat, Pirelli, Snia, Montecatini, ENI. Per un approfondimento si veda Colajanni (1991).

non ebbe natura sistematica. In conclusione resta dunque vero che la crisi economica che investì il paese durante gli anni settanta rivelò come le carenze sul piano istituzionale e su quello organizzativo impacciassero l'efficiente funzionamento dell'attività creditizia⁵⁴. Gli interventi normativi degli anni che seguirono furono volti a sanare questa situazione.

3.3 Gli interventi di adeguamento della regolamentazione nei primi anni ottanta

Come è noto, le modificazioni normative degli anni ottanta furono indirizzate al recupero del carattere d'impresa dell'attività bancaria, a tutelare il principio di autonomia delle decisioni degli organi aziendali bancari, a rendere possibile il controllo esterno e interno sulle partecipazioni bancarie, all'individuazione della struttura proprietaria delle banche⁵⁵. Ci soffermeremo qui sulla legge 23 del 1981 e sui nuovi criteri fissati dal CICR il 28 gennaio 1981 per la detenzione di partecipazioni.

Sulla delibera del CICR, indirizzata a ridisciplinare interamente e in modo più preciso le partecipazioni detenibili dagli enti creditizi, influì il caso del Banco Ambrosiano, che dimostrò ancora possibile, come negli anni trenta, procedere all'acquisto di azioni proprie, questa

54. Così Lamanda (1986).

55. Si vedano la legge 10 febbraio 1981, n. 23, il DM 27 luglio 1981, la legge 4 giugno 1985, n. 281, la legge 17 aprile 1986, n. 114, di attuazione della direttiva CEE 13 giugno 1983, n. 350, il DPR 27 giugno 1985, n. 350, di recepimento della direttiva CEE 12 dicembre 1977, n. 780.

volta attraverso consociate estere⁵⁶. Fu concesso allora alle aziende di credito di assumere interessenze anche in società finanziarie di partecipazione costituite fra banche, imprese e associazioni imprenditoriali al fine di promuovere lo sviluppo di attività produttive da parte di piccole e medie imprese, ma fu escluso qualsiasi intervento diretto delle banche nel capitale delle stesse. Tali interventi non furono particolarmente rilevanti⁵⁷.

Per quanto non sia dato sapere con precisione quali siano stati effettivamente gli interventi partecipativi di tali società, sembra ragionevole ritenere che alcune di queste società avessero anche lo scopo di sviluppare società di leasing, factoring e altri servizi finanziari in quegli anni in forte sviluppo, più che la finalità, tipica del merchant banking, di conseguire un guadagno in conto capitale sulle partecipazioni detenute. La costituzione di apposite società di intermediazione e consulenza finanziaria fu concessa dalle autorità di Vigilanza con alcune autorizzazioni ad hoc nell'attesa che fosse emanata la normativa sul merchant banking, fissando vincoli di partecipazione particolarmente stringenti per le banche più piccole⁵⁸.

56. Così Sarcinelli (1986). Sul rapporto tra le crisi degli anni settanta e gli interventi normativi dei primi anni ottanta, cfr. Belli, Minervini, Patroni Griffi e Porzio (1987).

57. Secondo Sarcinelli (1986) alla fine del 1983 la quota delle partecipazioni delle banche nelle società della specie erano pari al 4,5 per cento del totale delle partecipazioni sull'interno detenute dalle stesse banche e un anno dopo tale percentuale era scesa al 3,1 per cento.

58. Mentre le banche maggiori, grandi e medie potevano detenere anche la maggioranza assoluta di tali società d'intermediazione, le banche piccole e minori dovevano limitare i propri interventi a partecipazioni di minoranza e in pool con altri enti creditizi. Tutti gli enti creditizi, poi, non potevano avere interessenze in più di una di tali società.

La legge 23 del 1981 sottopose tutti gli istituti di credito ai titoli V, VI, VII, VIII della legge bancaria - con esclusione degli articoli 32, 33, 35 - e stabilì che gli istituti dovessero attenersi alle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, in relazione alle forme tecniche dei bilanci, delle situazioni periodiche e ai criteri per limitare la concentrazione del rischio. La legge fu motivata dalla volontà di eliminare il controllo politico sulla concentrazione del rischio e di sottrarre l'intermediazione creditizia effettuata dagli enti pubblici da una specificità che ne minava l'autonomia; ciò avvenne sia attraverso strumenti di rafforzamento del capitale della banca pubblica, sia con la riforma degli statuti, secondo le direttive impartite dal Ministero del tesoro.

Nelle intenzioni del legislatore il controllo pubblicistico doveva pertanto esercitarsi non più e non tanto nei confronti delle singole operazioni, lasciate alla responsabilità degli operatori e alle disposizioni legislative e statutarie, quanto sulla gestione complessiva degli istituti.

Così l'art. 14, prevedendo l'inapplicabilità agli istituti di credito speciale degli artt. 33 e 35 della legge bancaria sulla cui base è stata limitata l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali da parte delle aziende di credito - rimosse le condizioni normative che avevano consentito di limitare l'assunzione di partecipazioni da parte degli istituti speciali e imponeva loro di attenersi unicamente alle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia relativamente ai criteri per limitare la concentrazione dei rischi.

Sulla base di questa previsione normativa, il

Ministro del tesoro fissò con decreto del 22 novembre 1982 un limite quantitativo generale, in base al quale le interessenze in immobili e partecipazioni devono essere contenuti entro la misura del patrimonio dell'ente creditizio. Dispose, inoltre, l'inserimento negli statuti⁵⁹ di norme volte a evitare l'assunzione di partecipazioni non in "armonia" con la specializzazione funzionale e le finalità perseguite da ciascun ente creditizio. Le istruzioni di vigilanza impartite dalla Banca d'Italia precisarono poi che gli istituti e le sezioni di credito mobiliare - "sia nella definizione di eventuali modifiche statutarie sia nell'attività di fatto svolta in tale comparto" - possono assumere partecipazioni esclusivamente in organismi "le cui finalità siano strumentali rispetto all'attività degli istituti nonché in altri enti o società la cui attività sia correlata con le caratteristiche istituzionali degli stessi".

Se da un lato la norma legislativa sugli statuti non sembra essere facilmente riconducibile al concetto della limitazione della concentrazione dei rischi, in quanto incide sulla composizione qualitativa degli interventi partecipativi, dall'altro appare non sufficientemente precisa, laddove riconduce l'esame delle partecipazioni detenibili al criterio di "armonia". L'intervento successivo dell'organo di Vigilanza chiarisce tale ambiguità, peraltro secondo alcuni in senso

59. Per alcuni Mediocrediti regionali lo statuto prevede che la facoltà di assumere interessenze "in organismi le cui finalità siano strumentali alla propria attività e in altri enti e società la cui attività sia correlata con le proprie caratteristiche istituzionali" vale "entro il limite del 20 per cento del fondo di dotazione". Lo statuto di Interbanca fissa il limite del 10 per cento del patrimonio dell'istituto per l'assunzione di partecipazioni in ogni singola società e il 15 per cento del capitale sociale di ogni singola partecipata non strumentale. Lo statuto di Efibanca rimanda unicamente alle disposizioni stabilite dalle autorità competenti.

più restrittivo⁶⁰: la detenzione di una partecipazione in un'impresa industriale, anche in armonia con la specializzazione funzionale e le finalità dell'istituto, quando assolvesse il compito di fornire un finanziamento a medio-lungo termine, apparirebbe difficile da conciliare con i caratteri di strumentalità o correlazione, dato che l'attività produttiva dell'impresa partecipata non attiene al settore bancario o parabancario.

Ciò può aver inciso effettivamente sugli istituti di credito mobiliare minori, anche attraverso l'adeguamento degli statuti, ma non ha escluso che i principali istituti, i cui statuti includevano tra le finalità l'assunzione diretta di partecipazioni, potessero continuare la loro attività⁶¹. L'intervento del 1981-82 appare in sostanza solo parzialmente liberalizzativo⁶².

60. Così Antonucci (1989). Costi (1984) rileva che il vincolo di strumentalità finisce col porre per gli istituti di credito speciale limiti alle partecipazioni più rigidi di quelli previsti per le aziende di credito, per le quali sono consentite le partecipazioni anche in enti "collaterali" all'attività bancaria.

61. La successiva raccomandazione agli istituti di credito speciale, affinché si uniformassero alle norme sul merchant banking emanate per le aziende di credito nel 1987, da un lato conferma tale impostazione, ma sembra mettere in evidenza anche l'esercizio diretto di un'attività di detenzione di partecipazioni preesistente alla stessa raccomandazione. A conferma di ciò si può notare (tav. 4) che l'intervento partecipativo diretto in imprese industriali e commerciali da parte degli istituti mobiliari (esclusa Mediobanca) e delle sezioni mobiliari analizzate in Savino (1992) è presente prima del 1987 e tende a calare dal 1985 al 1989, in parte probabilmente per la riallocazione dei titoli in portafoglio presso società partecipate.

62. Ai sensi dell'art. 2 della legge 23 del 1981, per l'Isveimer, l'Irfis e il CIS l'assunzione di partecipazioni era subordinata ad autorizzazione dell'organo di vigilanza.

La maggiore libertà concessa agli istituti di credito speciale veniva comunque a compensare solo in parte un momento di particolare difficoltà degli stessi che, per la natura dell'attività svolta - caratterizzata dal finanziamento degli investimenti fissi, dall'offerta limitata di prodotti su entrambi i lati dell'attivo e del passivo, dalla rigidità dei rapporti con la clientela - risultavano dotati di scarsa flessibilità, specie nel seguire l'evoluzione del finanziamento degli investimenti innovativi e nel fronteggiare la tendenza delle aziende di credito alla despecializzazione. Di più, la presenza di vincoli sulla raccolta può aver ridotto la capacità di raccogliere risorse sufficienti per la specializzazione in investimenti più redditizi ma generalmente più rischiosi. Ciò può aver ostacolato gli istituti che avessero voluto specializzarsi in tale comparto. Ma anche nell'ipotesi che l'ingresso in tale area di attività non richiedesse particolari specializzazioni e dimensioni minime, i vincoli sulla remunerazione del passivo possono aver influito nel senso di limitare la necessaria diversificazione del rischio dell'attivo.

3.4 La regolamentazione del merchant banking bancario del 1987

La convinzione, che nel sistema creditizio italiano dovesse rafforzarsi la funzione di sostegno all'attività di finanziamento delle imprese con capitale di rischio e che in tale processo un ruolo centrale dovessero svolgere, per le loro specifiche conoscenze, gli enti creditizi, dà luogo all'inizio degli anni ottanta a una sollecitazione del sistema da parte delle autorità monetarie⁶³. Di fronte al

63. Si vedano le Considerazioni finali lette nel 1982 dal Governatore C. A. Ciampi in occasione dell'Assemblea annuale della Banca d'Italia e l'intervento del Direttore Generale L. Dini (1984).

fallimento dei numerosi tentativi d'intervento legislativo⁶⁴, si giunge nel febbraio del 1987 alla delibera del CICR, con la quale si attribuiva alla Banca d'Italia la facoltà di autorizzare le aziende di credito ad acquisire interessenze in società di merchant banking e di emanare le relative istruzioni applicative. La delibera conteneva inoltre una specifica raccomandazione agli istituti di credito mobiliare perché si uniformassero alle disposizioni previste nella stessa delibera e nelle istruzioni dell'organo di Vigilanza.

Con tale provvedimento si voleva che l'ampliamento della gamma dei servizi offerti alle imprese - dall'assistenza alle maggiori imprese per il collocamento dei titoli e per la quotazione nei mercati ufficiali, al contributo di capitale di rischio al fine di accrescere la dotazione patrimoniale delle piccole e medie imprese - non recasse pregiudizio al principio della separatezza tra banca e industria, evitando che le aziende di credito finanziassero il capitale di rischio delle imprese con raccolta a vista.

L'estensione delle raccomandazioni agli istituti mobiliari, che ha in realtà comportato un restringimento della loro libertà d'azione, si giustificava con la duplice finalità di eliminare le disparità concorrenziali tra gli operatori e di evitare che si potessero configurare situazioni di aggiramento della normativa da parte delle stesse aziende di credito che avevano già proceduto, o potevano procedere, a esercitare l'attività di merchant banking attraverso le sezioni e gli istituti di credito mobiliare controllati.

Nelle istruzioni emanate dalla Banca d'Italia fu previsto che le società di merchant banking fossero dotate di un capitale minimo di 50 miliardi e che per esse fosse

64. Vedi Antonucci (1989).

esclusa la possibilità di:

- a) raccogliere fondi facendo ricorso agli strumenti tipici delle aziende di credito (depositi a risparmio, conti correnti, certificati di deposito);
- b) erogare prestiti diretti alle imprese;
- c) indebitarsi in misura superiore a due volte il capitale, ivi compresa l'emissione di obbligazioni, anche convertibili;
- d) intervenire in operazioni aventi natura di salvataggio di imprese in crisi o finalizzate al recupero di crediti degli enti creditizi partecipanti;
- e) acquisire partecipazioni di maggioranza, o che comunque possano configurare ipotesi di controllo, anche di fatto, delle imprese;
- f) assumere azioni e partecipazioni per un ammontare complessivo superiore ai fondi patrimoniali (capitale sociale e riserve) aumentati dei prestiti obbligazionari convertibili emessi dalle stesse società di merchant banking;
- g) effettuare investimenti che singolarmente superino il 20 per cento del patrimonio della società di merchant banking;
- h) assumere mandati, con o senza preventivo accordo, per la gestione di patrimoni mobiliari per conto terzi⁶⁵.

La normativa delle società di merchant banking di emanazione bancaria mirava a risolvere il problema della sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese solleci-

65. Cfr. Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Circ. 15948 (Unico) del 9 marzo 1987.

tando, pur nel rispetto del principio della separatezza, a un ruolo maggiore delle banche. Si partiva, infatti, dalla considerazione che "per le imprese piccole e medie risulta meno agevole intraprendere vasti programmi di ammodernamento tecnologico e di sviluppo a causa del costo dell'indebitamento e del basso livello dei mezzi propri, connesso anche alle difficoltà che esse incontrano ad aprirsi al mercato azionario". Venne pertanto disegnato un modello di intermediario il cui intervento, limitato alla partecipazione minoritaria al capitale di rischio, risultava diverso dal modello britannico, sia da quello delle società di venture capital, che provvedono fondi di capitale di rischio anche di maggioranza, sia da quello delle merchant banks le quali possono inoltre erogare credito⁶⁶, finanziarsi con depositi e gestire patrimoni mobiliari di terzi.

In particolare, riguardo al limite all'assunzione di partecipazioni, il divieto di assumere anche di fatto il controllo sembra in prima istanza impedire la costituzione di consorzi o alleanze di società di merchant banking che possano configurare ipotesi di aggiramento del vincolo partecipativo; peraltro, la mancanza di una precisa definizione di controllo può aver reso possibile in alcuni casi la sottoscrizione di quote complessivamente maggioritarie da parte di due o più società di merchant banking, ovvero di una società di merchant banking con l'appoggio di un fondo d'investimento chiuso. In questi casi l'esercizio del controllo rimane formalmente all'imprenditore, ma viene sottoposto a limitazioni e vincoli da parte dell'investitore.

Quanto al divieto alle società di merchant banking di fornire capitale di debito occorre notare che la normativa sembra non aver impedito che l'ente creditizio a capo della

66. Sull'esperienza inglese cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

merchant bank potesse concedere crediti all'impresa partecipata⁶⁷. In relazione, infine, al divieto all'emissione di strumenti di raccolta di tipo monetario, esso potrebbe essere stato di una qualche stringenza, in considerazione dei vincoli alla ricapitalizzazione da parte della banca-madre, quali la necessità di autorizzazione all'aumento di capitale, i limiti alle partecipazioni bancarie, l'incidenza delle partecipazioni nel calcolo dei coefficienti patrimoniali della banca⁶⁸.

Come osserveremo nel paragrafo 4, i risultati conseguiti a partire dal 1987 dalle merchant banks di formazione bancaria non sono stati particolarmente rilevanti. Nel frattempo l'evoluzione ulteriore della normativa ha aperto nuovi spazi a un diretto coinvolgimento delle aziende di credito nella struttura proprietaria delle imprese e allo sviluppo di nuovi intermediari.

3.5 Gli sviluppi normativi recenti

Nel contesto di un notevole fermento normativo in materia finanziaria⁶⁹, la recente emanazione da parte del

67. Si noti la diversità rispetto alla società di venture capital inglese di matrice bancaria "3i" che gode di ampia autonomia e può erogare crediti direttamente. Per un approfondimento si veda Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

68. Per quanto riguarda, infine, l'esercizio di attività di consulenza, si noti che le società di merchant banking di matrice bancaria non potrebbero mai svolgere una consulenza gestionale che configuri situazioni di controllo anche di fatto delle imprese, con ciò differenziandosi da società di merchant banking di matrice non bancaria e dalle società di venture capital.

69. Importanti innovazioni legislative, oltre a quelle che qui verranno espressamente esaminate, riguardano la tutela della concorrenza (legge 287 del 1990), che tra l'altro regola i rapporti tra banca e impresa "a

Ministro del tesoro di quattro decreti-legge sulla trasformazione delle scadenze, la raccolta del risparmio, la detenzione di partecipazioni, i grandi fidi⁷⁰, rappresenta un momento di profondo cambiamento per il sistema creditizio e per il ruolo delle banche italiane nel mercato della riallocazione. Le modifiche introdotte in tema di partecipazioni dal decreto del Ministro del tesoro⁷¹ e dalle relative istruzioni di vigilanza impartite dalla Banca d'Italia⁷² costituiscono un importante passo nella direzione dell'ampliamento delle possibilità operative delle banche nell'esercizio di tutte e tre le funzioni rilevanti per la riallocazione. In un'ottica di graduale apertura, più ampie facoltà di intervento partecipativo sono consentite alle banche maggiori e con più consolidata esperienza nel comparto. Tale soluzione normativa riflette la consapevolezza che la funzione partecipativa richiede caratteristiche strutturali e professionali aggiuntive rispetto alle altre funzioni, di credito e di consulenza.

Attraverso i decreti del Ministro del tesoro viene recepita nell'ordinamento italiano la seconda direttiva comunitaria di coordinamento bancario 646 del 1989. Essa

(Continuazione nota 69 dalla pagina precedente)

monte", le discipline dell'insider trading (legge 157 del 1991) e dell'OPA (legge 149 del 1992) e la legge 197 del 1991 in tema di riciclaggio, che al suo interno prevede la regolamentazione dell'intermediazione finanziaria non già disciplinata da altre norme. Una particolare menzione merita poi la legge 218 del 1990, la cosiddetta "legge Amato", che ha posto le basi per una profonda trasformazione delle banche pubbliche.

70. Cfr. decreti del Ministro del tesoro 22 giugno 1993, nn. 242630/3.
71. Cfr. decreto del Ministro del tesoro 22 giugno 1993, n. 242632.
72. Cfr. Circolare 29 marzo 1988, n. 4, 102° aggiornamento 23 giugno 1993.

prevede per le banche una libertà operativa e organizzativa superiore a quella fino a oggi consentita dal nostro ordinamento e comporta il superamento della distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale. La direttiva⁷³ consente la detenzione di partecipazioni in imprese non finanziarie, stabilendo solo limiti patrimoniali per le partecipazioni cosiddette qualificate⁷⁴.

Il decreto del Ministro del tesoro, attuando la direttiva, introduce modifiche circa le possibilità, le modalità e l'entità dell'intervento partecipativo. Innanzitutto, per tutti gli enti creditizi l'assunzione di partecipazioni è libera, non sottoposta a procedure di autorizzazione, se non per le banche che volessero estendere la propria operatività oltre i limiti fissati in via generale e comunque una tantum. In secondo luogo, partecipazioni possono essere assunte anche in via diretta e non necessariamente attraverso società di merchant banking. Infatti, il decreto sostituisce le precedenti delibere del CICR in tema di partecipazioni e pertanto abroga la normativa sul merchant banking. Infine, ridefinisce i limiti dell'intervento partecipativo, consentendo in genere più ampi

73. Vedi l'art. 12.

74. Per partecipazione qualificata si intende "una partecipazione in un'impresa, diretta o indiretta, non inferiore al 10 per cento del capitale sociale o dei diritti di voto oppure che comporta la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla gestione dell'impresa in cui è detenuta una partecipazione." Cfr. art. 1, numero 10. La direttiva stabilisce che gli enti creditizi possono detenere partecipazioni qualificate in una singola impresa non finanziaria fino a un limite massimo del 15 per cento dei fondi propri dell'ente partecipante e che l'importo totale di tali partecipazioni non può eccedere il 60 per cento degli stessi fondi propri. La direttiva non fissa un limite globale circa la possibilità di trasformare il risparmio raccolto dagli enti creditizi in investimenti azionari. Non preclude, inoltre, l'assunzione di partecipazioni di controllo in imprese industriali

marginari operativi rispetto al passato: in particolare, non viene preclusa l'assunzione di partecipazioni di controllo.

La disciplina si applica in modo analogo agli enti creditizi⁷⁵ - con esclusione delle casse di credito cooperativo, per le quali è fatto divieto di assumere partecipazioni in soggetti non finanziari - e ai gruppi creditizi⁷⁶: i limiti individuati, pertanto, dovranno essere rispettati a livello di gruppo e di singolo ente creditizio, indipendentemente dall'eventuale appartenenza di quest'ultimo a un gruppo creditizio.

La disciplina prevede che la Banca d'Italia possa consentire una maggiore operatività a taluni enti e gruppi creditizi preventivamente "abilitati"⁷⁷ e a quelli "specializzati"⁷⁸ nella raccolta a medio e lungo termine,

75. Individuati dall'art. 1, comma 2, lettera a) del decreto legislativo 481 del 1992.

76. Iscritti all'albo di cui all'art. 28 del decreto legislativo 356 del 1990.

77. Per l'individuazione degli enti abilitati la Banca d'Italia dovrà tener conto: dell'esperienza maturata nel comparto dell'assistenza finanziaria alle imprese; della capacità di fronteggiare i rischi, con riferimento all'adeguatezza patrimoniale, alla concentrazione dei fidi, all'equilibrio della situazione finanziaria e all'esposizione ai rischi di mercato; dell'adeguatezza della struttura organizzativa, valutata anche facendo riferimento alla capacità di selezionare la propria clientela. Inoltre, tali soggetti dovranno avere un patrimonio non inferiore a una soglia minima - individuata dalle istruzioni della Banca d'Italia in 2.000 miliardi - e una situazione economico-patrimoniale soddisfacente.

78. Per l'individuazione dei soggetti specializzati la Banca d'Italia terrà conto dei requisiti previsti per banche e gruppi abilitati e verificherà che la struttura delle scadenze delle passività dell'ente creditizio sia coerente con il più ampio impegno consentito in tale forma di finanza d'impresa. Nelle istruzioni di vigilanza la Banca d'Italia ha previsto che tale

sempre nel rispetto della regola generale secondo cui gli investimenti in immobili e partecipazioni non possono eccedere il patrimonio dell'ente creditizio.

L'assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie deve innanzitutto rispettare limiti prudenziali riferiti al patrimonio di vigilanza dell'ente o gruppo partecipante, in base ai quali la singola partecipazione e il complesso delle partecipazioni non finanziarie⁷⁹ non possono superare i limiti rispettivamente del 3 e del 15 per cento. Tali limiti sono elevati al 6 e al 50 per cento per le banche e i gruppi abilitati. Per le banche e i gruppi specializzati, i limiti sono fissati al 15 e al 60 per cento e fanno riferimento alle partecipazioni qualificate⁸⁰ (tav. 2). Al fine di limitare l'immobilizzazione dell'attivo, le banche possono acquisire partecipazioni in società non quotate nei mercati regolamentati per un ammontare non eccedente il 50 per cento dei suddetti limiti patrimoniali complessivi.

A tali limiti prudenziali si aggiunge un limite "a valle" relativo alla partecipazione delle banche nel capitale delle imprese⁸¹. Tale soglia è posta pari al 15 per cento, ma

(Continuazione nota 78 dalla pagina precedente)

coerenza si verifica quando l'ente raccoglie prevalentemente a medio e a lungo termine e comunque non a vista.

79. Al fine del calcolo dei seguenti limiti, nel computo delle partecipazioni devono essere ricomprese solo le azioni detenute nel portafoglio immobilizzato, con esclusione di quelle per investimento dei fondi di previdenza e di trattamento di fine rapporto.

80. Ciò comporta che le banche e i gruppi specializzati potranno impegnare fino al 100 per cento del proprio patrimonio per l'assunzione di partecipazioni non finanziarie.

81. Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia hanno specificato che, nel calcolo di tale limite, si deve tener conto di tutte le azioni possedute a qualunque titolo che comportino l'attribuzione del diritto di

potrà essere superata dagli enti e gruppi creditizi abilitati e specializzati, purché il valore della partecipazione sia contenuto entro l'ammontare del 2 per cento del patrimonio di vigilanza del partecipante. Nelle istruzioni di vigilanza predisposte dalla Banca d'Italia è inoltre specificato che anche la somma delle eccedenze rispetto al limite del 15 per cento deve essere contenuta entro il 2 per cento del patrimonio di vigilanza del partecipante.

I limiti di detenibilità suindicati non si applicano per le azioni possedute nell'ambito della partecipazione a consorzi di garanzia e collocamento fino a 7 giorni dalla chiusura del collocamento⁸².

Particolare attenzione è posta dal decreto nel restringere l'acquisizione di partecipazioni in imprese in difficoltà: interventi partecipativi possono essere effettuati solo quando la crisi dell'impresa sia transitoria e nell'ambito di piani di risanamento economico e finanziario. Tali piani devono essere redatti secondo le seguenti condizioni, stabilite dalla Banca d'Italia⁸³:

(Continuazione nota 81 dalla pagina precedente)

voto. Vanno quindi ricomprese le azioni detenute a garanzia dei prestiti e quelle detenute a titolo di investimento dei fondi di previdenza e di trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato.

82. La detenzione di partecipazioni deve altresì rispettare la normativa sul patrimonio di vigilanza, che prevede il rispetto dei coefficienti patrimoniali minimi obbligatori prudenziali basati sul rischio e sulla dimensione degli enti creditizi. Il coefficiente minimo di solvibilità è fissato all'8 per cento per il gruppo creditizio e per gli enti non inseriti in un gruppo. Per gli enti facenti parte di un gruppo il coefficiente è pari al 7 per cento. Al fine del calcolo dei coefficienti le partecipazioni industriali sono considerate attività ponderate al 100 per cento.

83. Alla Banca d'Italia spetta la verifica della ricorrenza delle condizioni suindicate.

- a) il piano deve prevedere il riequilibrio economico e finanziario entro un periodo di tempo di norma non superiore a cinque anni;
- b) il piano dev'essere proposto da più banche che rappresentano un'elevata quota dell'esposizione complessiva;
- c) almeno una delle banche aderenti al piano dev'essere di primaria importanza, ovvero il piano dev'essere revisionato da un "soggetto di elevato standing";
- d) dev'essere individuato un soggetto, con le qualifiche di cui al punto c), a cui sia affidata la responsabilità di verificare la corretta esecuzione del piano e il sostanziale conseguimento degli obiettivi intermedi e finali;
- e) l'acquisizione delle partecipazioni deve riguardare solo azioni di nuova emissione;
- f) la partecipazione delle banche al piano deve comunque avvenire nel rispetto dei limiti previsti in materia di partecipazioni e dei vari istituti di vigilanza⁸⁴.

84. Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia hanno specificato, inoltre, che le partecipazioni in imprese non finanziarie con risultati di bilancio negativi negli ultimi due esercizi sono ponderate al 200 per cento ai fini del calcolo del coefficiente di solvibilità.

**ENTI E GRUPPI CREDITIZI: LIMITI DI DETENIBILITÀ PER
L'ASSUNZIONE DI PARTECIPAZIONI IN IMPRESE NON FINANZIARIE**

in relazione al:	singola partecipazione	complesso delle partecipazioni
BANCA ORDINARIA		
capitale del partecipato	15%	-
patr. vig. del partecipante	3%	15% (*)
BANCA ABILITATA		
capitale del partecipato	15% (**)	-
patr. vig. del partecipante	6%	50% (*)
BANCA SPECIALIZZATA		
capitale del partecipato	15% (**)	-
patr. vig. del partecipante	15%	100% (*) 60% per le qualificate

(*) Almeno il 50 per cento del plafond complessivo dev'essere utilizzato per l'acquisizione di partecipazioni in società quotate nei mercati regolamentati.

(**) Quote di capitale superiori possono essere acquisite purché il valore della partecipazione non risulti superiore al 2 per cento del patrimonio di vigilanza del partecipante; inoltre, anche la somma delle eccedenze rispetto al limite del 15 per cento dev'essere contenuta entro il 2 per cento del patrimonio di vigilanza.

Il recepimento della seconda direttiva CEE costituisce solo un tassello della nuova articolazione normativa delle relazioni tra enti creditizi e imprese industriali, che comprende, fra gli altri, anche la disciplina dei grandi fidi.

Il recente decreto del Ministro del tesoro in materia di grandi fidi⁸⁵, che recepisce la direttiva CEE 121 del 1992, prevede che le partecipazioni detenute da un ente o gruppo creditizio nei confronti di un soggetto o gruppo non finanziario, individuate sulla base di determinate soglie, costituiscono fidi ai fini di vigilanza. Il decreto stabilisce che l'ammontare dei fidi, così definiti, nei confronti di uno stesso soggetto non può superare il 40 per cento dei fondi propri dell'ente partecipante; se il soggetto è partecipato in maniera rilevante⁸⁶ tale soglia è ridotta al 20 per cento.

Nel nuovo assetto dei mercati finanziari, un posto di rilievo ai fini della riallocazione di titoli di proprietà in mercati regolamentati occupano le SIM, alle quali la legge 1 del 1991 ha riservato l'attività di intermediazione mobiliare⁸⁷. Alle banche è consentita l'attività in borsa in

85. Cfr. decreto del Ministro del tesoro 22 giugno 1993, n. 242633.

86. La soglia di rilevanza sarà fissata dalla Banca d'Italia in misura non inferiore al 15 per cento del capitale del soggetto partecipato.

87. Le SIM sono sottoposte a controlli di vigilanza prudenziali da parte della Consob e della Banca d'Italia, in particolare al rispetto di coefficienti patrimoniali, riferiti a rischi connessi alle attività svolte, di liquidabilità dell'attivo e di concentrazione riferiti a titoli dello stesso emittente. Devono essere dotate di un capitale minimo (da 600 milioni a 3 miliardi) e di una struttura organizzativa e contabile che tenga distinte le varie attività svolte.

valori mobiliari solo attraverso una SIM⁸⁸. Tra le attività esercitabili dalle SIM, l'art. 1 prevede:

- a) la negoziazione per conto proprio e/o per conto terzi di valori mobiliari;
- b) il collocamento e la distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva distribuzione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- c) la gestione di patrimoni mobiliari;
- d) la raccolta di ordini d'acquisto/vendita di valori mobiliari;
- e) la consulenza in materia di valori mobiliari;
- f) la sollecitazione del pubblico risparmio⁸⁹.

Potenzialmente le SIM potrebbero svolgere nel mercato della riallocazione funzioni di consulenza simili a quelle svolte dalle merchant banks inglesi⁹⁰; rispetto a queste ultime, peraltro, le SIM non possono assumere partecipazioni in società industriali⁹¹, ma solo in società finanziarie e in società strumentali.

Peraltro, la riserva di attività incide sugli enti

88. Salvo quanto specificato infra.

89. La medesima legge ha inoltre previsto che l'attività di negoziazione di valori mobiliari sia esclusivamente concentrata in borsa e che possano essere costituiti mercati locali riservati a titoli non quotati, per sostenere l'attività delle piccole e medie imprese e sviluppare il merchant banking.

90. Cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

91. Se non a margine di operazioni di collocamento e garanzia e temporaneamente.

creditizi solo per la negoziazione diretta in borsa di valori mobiliari diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Infatti, l'art. 16 dispone che le banche possono operare direttamente nel settore dei valori mobiliari previa autorizzazione dell'organo di Vigilanza. La situazione autorizzativa all'agosto 1992 mostra che quasi tutti gli enti creditizi "maggiori", "grandi" e "medi" avevano richiesto e ottenuto le autorizzazioni necessarie a svolgere ogni tipo di attività in valori mobiliari. Tra le aziende "piccole", "minori" e "minime" la presenza di istituzioni autorizzate diminuisce sensibilmente con le dimensioni: risultava autorizzato a svolgere operazioni di collocamento con garanzia il 70 per cento delle "minori" e il 6 per cento delle "minime"⁹².

4. L'attività di merchant banking degli enti creditizi

Una volta stabilite le linee principali del quadro normativo entro cui l'attività degli intermediari finanziari ha potuto svilupparsi nel mercato mobiliare e della riallocazione proprietaria, possiamo esaminare le caratteristiche effettive di tale sviluppo. Nell'analizzare l'attività di merchant banking svolta dagli enti creditizi, che comprende sia le funzioni di consulenza sia l'assunzione diretta di partecipazioni, faremo prevalentemente riferimento alla seconda di queste funzioni. L'analisi si avvale

92). Complessivamente solo 142 soggetti risultano privi di qualsiasi abilitazione; tra questi, soprattutto gli istituti di credito speciale di piccole dimensioni e le casse di credito cooperativo. Per quel che riguarda la consulenza in valori mobiliari risultano abilitati 193 enti, per la gestione di patrimoni mobiliari 170 enti, per la custodia e l'amministrazione dei titoli affidati da soggetti che svolgono gestioni di valori mobiliari 156 enti, per il collocamento di valori con preventiva sottoscrizione 274 (pari a circa il 25 per cento del sistema).

prevalentemente di informazioni e dati di pubblico dominio, nell'attesa dei risultati dell'indagine avviata sul campo, ed è quindi del tutto parziale. Solo una volta condotta la raccolta di informazioni presso gli enti creditizi potremo arrivare a conclusioni più soddisfacenti.

4.1 L'attività di merchant banking degli istituti di credito speciale

Nel corso degli anni ottanta, con lo sviluppo del mercato dei capitali e il positivo andamento del mercato di borsa, gli operatori che per mancanza di vincoli normativi e per disponibilità di statuto potevano operare nell'area del merchant banking hanno trovato un terreno quasi inesplorato⁹³, in cui era possibile sviluppare sia le attività di consulenza che di partecipazione. Nello stesso tempo il ritorno a tassi d'interesse reali positivi riduceva la propensione delle imprese all'indebitamento e le disponibilità di credito agevolato degli istituti di credito speciale⁹⁴. Sono così sorte molte società, spesso di matrice non bancaria, che hanno rivolto la propria attenzione a questo comparto. Ci si deve domandare se vi fossero le condizioni normative perché gli istituti di credito speciale, e in particolare quelli mobiliari, con le cui attività tradizionali l'attività di merchant banking era affine e complementare, cogliessero l'occasione di questa fase di sviluppo.

Come abbiamo visto, un intervento parzialmente liberalizzativo nei confronti degli istituti di credito speciale era stato attuato con l'art. 14 della legge 23 del 1981, pur

93. Vi operavano, talora con diverse finalità e con risultati insoddisfacenti, società finanziarie, società di partecipazione e finanziarie regionali. Sull'occasione mancata da parte delle finanziarie regionali vedi infra.

94. Cfr. Onado (1986).

rimanendo altri vincoli, anche di natura statutaria. Tali limiti risultavano nel complesso meno rigidi di quelli applicabili alle aziende di credito ordinario e tali comunque da non impedire, in particolare ad alcuni istituti di credito mobiliare, di assumere partecipazioni in imprese industriali in via diretta. Tale attività, infatti, che caratterizzava già i primi istituti mobiliari sorti in Italia, era stata resa direttamente accessibile all'IMI e agli altri istituti mobiliari in forma di società per azioni (Mediobanca, Efibanca, Centrobanca, Interbanca), senza che peraltro fosse da questi pienamente esercitata⁹⁵. I vincoli erano inoltre del tutto assenti in relazione all'esercizio dell'attività di consulenza⁹⁶.

Peraltro, l'influenza che gli istituti avrebbero potuto esercitare sulle imprese, anche al fine di tutelare le ragioni del proprio investimento partecipativo, poteva essere in parte limitata dalle disposizioni di vigilanza in tema di incompatibilità: l'art. 9, comma 2, della legge bancaria ha vietato agli amministratori delegati, dirigenti, funzionari e impiegati degli enti creditizi di assumere cariche amministrative, sindacali o di direttori in altre aziende, salvo

95. Gli statuti dell'IMI e dei quattro grandi istituti aventi forma di società per azioni (Centrobanca, Interbanca, Efibanca e Mediobanca) contengono formulazioni molto ampie in ordine alla tipologia delle partecipazioni detenibili. Gli altri istituti di credito mobiliare possono acquisire partecipazioni in enti la cui attività sia correlata ovvero strumentale rispetto all'attività dell'ente. Gli istituti fondiari ed agrari possono acquisire partecipazioni soltanto in enti strumentali.

96. Per quanto riguarda l'attività di erogazione di credito, occorre infine ricordare che la disciplina sul limite di fido, pur non prevedendo per gli istituti di credito speciale, diversamente dalle aziende di credito ordinario, autorizzazioni in deroga, stabilisce per questi più ampi limiti di affidamento.

autorizzazione della Banca d'Italia, su istanza motivata⁹⁷. A ciò si aggiungeva il disposto dell'art. 2372 del codice civile che, prevedendo l'impossibilità per il socio di farsi rappresentare in assemblea da enti creditizi⁹⁸, ha precluso alla banca la possibilità di esercitare un controllo o un'influenza sulle decisioni delle imprese attraverso il mandato dei soci che avessero depositato o affidato in custodia le proprie azioni alla banca⁹⁹.

La regolamentazione del merchant banking del 1987, richiedendo agli istituti di credito speciale di uniformarsi alle istruzioni previste per le banche, ha determinato una limitazione degli spazi concessi all'attività di merchant banking svolta dagli istituti di credito mobiliare tramite società finanziarie di partecipazione, alle quali venivano ad applicarsi, nel caso la loro operatività fosse risultata assimilabile a quella delle società di merchant banking, le istruzioni dettate per queste ultime. E se non ha escluso, anche dopo il 1987, la possibilità per gli istituti mobiliari di agire in via diretta, l'ha nei fatti scoraggiata.

Occorre inoltre osservare che lo svolgimento di attività in via diretta potrebbe essere stata ostacolata ai mediocrediti regionali e agli istituti mobiliari a medio

97. Sull'efficacia di tale vincolo non è al momento possibile effettuare valutazioni, anche in considerazione del fatto che per la concessione dell'autorizzazione risultavano competenti le filiali della Banca d'Italia. La norma è stata abrogata con il decreto 418 di recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria.

98. La disciplina del diritto di voto risulta particolarmente stringente per gli enti creditizi in considerazione delle ben più ampie possibilità concesse agli altri intermediari finanziari.

99. L'utilizzo delle azioni depositate presso la banca, previa delega del socio, per esercitare un'influenza sulle decisioni delle grandi imprese tedesche è testimoniata da Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

termine anche dai vincoli concernenti l'ambito operativo e la dimensione delle imprese clienti, ponendo vincoli alla diversificazione del rischio. Tali vincoli sono stati in parte rimossi solo alla fine degli anni ottanta, quando la legge 67 del 1988 ha stabilito che i limiti riguardanti la competenza territoriale e i soggetti beneficiari dei medio-crediti regionali e degli altri istituti mobiliari a medio termine, compresi quelli meridionali¹⁰⁰, non si sarebbero applicati alle operazioni effettuate in pool, quando almeno uno degli istituti fosse territorialmente competente. Peraltro l'interpretazione restrittiva che fu data della norma¹⁰¹ ne limitò la possibile portata innovatrice.

La dottrina, se da un lato sollecitava norme che eliminassero la disparità di trattamento fra vari tipi di categorie giuridiche di enti creditizi, dall'altro è talora rimasta poco convinta dell'opportunità dell'estensione agli istituti di credito speciale di un modello di regolamentazione costruito ad hoc per le aziende di credito e per la tutela del depositante, in presenza di altri provvedimenti di vigilanza sugli istituti specializzati che, da un lato, consentono una maggiore flessibilità operativa e gestionale all'attività di merchant banking esercitata direttamente e, dall'altro, difendono la natura "speciale" dell'attività svolta dagli istituti, nei confronti dei quali è esclusa la possibilità di estendere il principio della separatezza "a valle"¹⁰².

100. Si ricorda che, ai sensi dell'art. 2 della legge 23 del 1981, per tali istituti (Isveimer, l'IRFIS e il CIS) l'assunzione di partecipazioni era subordinata ad autorizzazione dell'organo di Vigilanza.

101. Il Ministero del tesoro specificò successivamente che la competenza di almeno uno degli istituti dovesse riguardare sia gli aspetti territoriali sia i limiti dimensionali dell'impresa da finanziare.

102. Così Costi (1985).

Più in generale, sono stati criticati i limiti posti al lato della provvista delle società di merchant banking, osservando che sarebbe stato preferibile imporre semplicemente un limite generale all'indebitamento, senza strette limitazioni alla tipologia degli strumenti di raccolta, e stabilire ratios di bilancio volti ad assicurare condizioni di liquidità e solvibilità coerenti con le funzioni svolte¹⁰³.

4.1.1 L'attività diretta degli istituti mobiliari

L'interesse per l'esercizio in via diretta dell'attività di merchant banking da parte degli istituti mobiliari è sempre stato alquanto ridotto, con l'unica eccezione di Mediobanca. Ne è riprova la scarsità degli investimenti in azioni e partecipazioni della categoria (tav. 3).

Tav. 3

AZIONI E PARTECIPAZIONI DETENUTE DAGLI ISTITUTI DI CREDITO MOBILIARE (miliardi di lire)

Anno	ICM	Totale sistema
1980	790	
1985	2.516	
1986	3.105	
1987	3.334	
1988	4.153	
1989	4.609	
1990	5.939	1.066.219
1991	6.717	1.149.900

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 1991, Roma, 1992

103. Cfr. Onado (1986).

Una recente analisi sui bilanci d'esercizio degli istituti di credito mobiliare degli anni 1985-89 permette di ottenere informazioni più precise e disaggregate¹⁰⁴. Il campione analizzato comprende cinque dei maggiori istituti mobiliari aventi competenza nazionale - con l'eccezione di Mediobanca - (IMI, Crediop, Centrobanca, Efibanca e Interbanca), quattro mediocrediti regionali (Lombardia, Emilia Romagna, Venezia e Lazio) e le sezioni autonome e speciali di tre istituti di credito di diritto pubblico operanti sul medio e lungo termine nel settore mobiliare.

Si osservano valori assai modesti del rapporto tra investimenti in partecipazioni e attivo totale di bilancio, con l'eccezione dell'IMI e delle sezioni speciali di credito industriale della BNL e del Banco di Sicilia (tav. 4). Esaminando il margine disponibile per investimenti fissi in immobili e partecipazioni con riferimento a una definizione di patrimonio simile a quella adottata dalla Banca d'Italia, sembrano esistere ampi margini all'acquisizione di partecipazioni, che possono essere assunte, congiuntamente agli immobili, fino al raggiungimento del patrimonio di vigilanza.

104. Cfr. Savino (1992).

**INVESTIMENTI IN PARTECIPAZIONI:
VOLUMI EFFETTIVI E VINCOLI AMMINISTRATIVI**

Istituti	<u>Partecipazioni totale attivo</u>		<u>Partecipazioni e immobili patrimonio netto</u>	
	1985	1989	1985	1989
Centrobanca	0,2	1,1	18,0	36,6
Interbanca	0,1	0,1	16,0	7,6
Efibanca	1,0	0,6	56,7	35,1
Crediop	0,5	1,1	20,5	23,9
IMI	2,8	2,7	44,1	40,8
Mediocrediti:				
- Lombardia	0,1	0,2	43,0	35,4
- Emilia Romagna	0,1	0,1	16,0	22,0
- Venezie	0,1	0,2	11,9	7,8
- Lazio	0,3	0,2	8,8	9,6
Sezioni di credito industriale				
- BNL	2,5	1,3	48,3	35,4
- Banco di Napoli	0,1	0,1	3,6	9,9
- Banco di Sicilia	2,6	1,0	57,6	19,0

Fonte: Savino (1992).

Distinguendo gli investimenti in partecipazioni degli istituti di credito mobiliare esaminati per settore del soggetto partecipato, si osserva che la quota più elevata è rappresentata da società finanziarie di partecipazione, merchant banks e società d'intermediazione in titoli e servizi, tutte ricomprese nella categoria C della tavola 5.

**PARTECIPAZIONI DEGLI ISTITUTI E DELLE SEZIONI MOBILIARI
DEL CAMPIONE, PER SETTORE DELLA PARTECIPATA (*)**

Settore	1985			1989		
	n.	milioni	quota %	n.	milioni	quota %
A	7	52.776	5,7	10	455.027	30,3
B	20	84.912	9,1	25	91.963	6,1
C	41	403.860	43,4	49	507.534	33,8
D	31	166.529	17,9	32	107.729	7,2
E	21	2.947	0,3	26	8.778	0,6
F	6	219.816	23,6	11	331.790	22,1
Totale	126	930.840	100	153	1.502.821	100

Fonte: Savino (1992).

(*) A = in banche e istituti di credito mobiliare; B = in società di leasing e factoring; C = in società finanziarie; D = in società industriali e commerciali; E = in società di servizi; F = in società estere.

Modesta e calante nel periodo considerato è la quota relativa alle imprese industriali e commerciali. Il calo può essere in parte spiegato dalla riallocazione delle attività di merchant banking precedentemente svolte dagli istituti mobiliari in via diretta a favore di società costituite ad hoc¹⁰⁵. Non si può, inoltre, escludere il ricorso a pratiche contabili che includono le azioni industriali tra i titoli per negoziazione anziché tra le partecipazioni, essendo rimessa dal codice civile al prudente apprezzamento degli amministratori la contabilizzazione e la valutazione dei

105. Le interessenze dirette degli istituti di credito speciale in imprese industriali e commerciali risultanti dall'archivio delle partecipazioni tenuto dalla Banca d'Italia ammontavano al 30 settembre 1992 a 42, di cui alcune per importi assai esigui e solo 2 di controllo.

titoli in portafoglio¹⁰⁶. I dati relativi alle partecipazioni detenute in via diretta dagli istituti mobiliari desumibili dall'archivio delle partecipazioni sono mostrati nel paragrafo 4.3.

Un'ulteriore analisi delle relazioni di bilancio è stata condotta da un recente studio¹⁰⁷, in particolare per Interbanca, Efibanca e Centrobanca. Per tali soggetti l'attività di negoziazione di titoli e di partecipazione a consorzi di garanzia e collocamento risulta predominante rispetto alla partecipazione diretta al capitale di rischio. Le operazioni di quest'ultimo tipo sono generalmente accompagnate da patti di riacquisto della partecipazione dalla controparte¹⁰⁸, a prezzo garantito prima del collocamento in borsa o comunque entro una certa data.

Per quanto riguarda le sezioni e gli istituti di credito mobiliare controllati da aziende di credito, è interessante notare come talora l'azionista bancario di riferimento abbia preferito appoggiarsi a una società di merchant banking per svolgere tale attività, piuttosto che allo stesso istituto mobiliare¹⁰⁹.

Sull'eccezione di Mediobanca basti qui ricordare che l'istituto, grazie alle non stringenti previsioni statutarie, ha potuto operare ad ampio raggio sul territorio nazionale ed estero, prestando assistenza soprattutto alle grandi imprese.

106. La normativa al riguardo è stata modificata di recente dalla Banca d'Italia con la Circolare 30 luglio 1992, n. 166.

107. Vedi Schena (1992).

108. Talora anche con terzi diversi dall'originario cedente.

109. È questo il caso, ad esempio, della Banca Popolare di Novara che, pur possedendo il 58,8 per cento di Centrobanca, ha preferito dotarsi della Cofilp.

Alcuni limiti peraltro sono stabiliti dallo stesso statuto, là dove è previsto che non può essere impegnata una quota superiore al 50 per cento del patrimonio nelle singole operazioni di partecipazione a consorzi di garanzia e collocamento di valori mobiliari e titoli di credito. Inoltre, gli interventi partecipativi in ogni singola società non possono eccedere il 10 per cento del patrimonio di Mediobanca e il 15 per cento del capitale della partecipata: quote di maggioranza possono essere acquisite solo in via temporanea per effettuare operazioni per conto terzi o di collocamento. Il complesso delle partecipazioni, ivi compresi anche gli impegni per i consorzi, deve essere contenuto in un ammontare non superiore al patrimonio della stessa banca.

4.1.2 L'attività indiretta degli istituti di credito speciale

L'attività di merchant banking svolta dagli istituti di credito speciale in via indiretta non è molto più significativa di quella svolta direttamente dagli istituti mobiliari. La tavola 5 mostra i rapporti partecipativi tra banche, istituti e sezioni di credito speciale e società di merchant banking.

Recenti analisi dei dati di bilancio degli istituti speciali aiutano a cogliere le diverse scelte operate in termini di assetti gestionali¹¹⁰. Da esse emerge che i maggiori istituti sono presenti nel comparto del merchant banking attraverso apposite società, attive soprattutto nelle attività di consulenza e assistenza, in particolare attraverso la partecipazione a consorzi di collocamento e garanzia. Gli interventi partecipativi riguardano operazioni di supporto allo sviluppo e di management buy out/in. Più ridotti gli interventi di fusione e acquisizione e le

110. Cfr. Schena (1992).

operazioni di riassetto immediato della proprietà.

L'assunzione di partecipazioni si avvale talora anche di fondi chiusi di diritto estero. Le interessenze hanno tempi di smobilizzo assai differenti; in alcuni casi esse sono vincolate a patti di sindacato. Sulla base di accordi contrattuali vengono in alcuni casi introdotti propri rappresentanti nei consigli d'amministrazione delle imprese partecipate, generalmente di piccole dimensioni.

Concludendo, nonostante le ampie possibilità offerte dalla normativa, gli investimenti in azioni e partecipazioni da parte degli istituti mobiliari sono stati complessivamente di esiguo ammontare. Con la sola eccezione di Mediobanca l'attività di merchant banking effettuata in via diretta è sempre stata limitata.

Il ridotto intervento diretto nel comparto del merchant banking in certi casi è stato compensato dal ricorso a società appositamente create, soprattutto dagli enti di maggiori dimensioni, per svolgere questa attività. Viceversa, l'attività degli istituti e delle sezioni facenti capo ad aziende bancarie ha risentito della minore patrimonializzazione e della maggiore dipendenza dalla casa madre.

Su questo ritardo possono avere pesato, in misura che non possiamo qui valutare, fattori normativi quali la specializzazione settoriale, i vincoli amministrativi di cui si è detto, la diffusione del credito agevolato. Occorre notare a questo proposito che la scelta per l'utilizzo di società di merchant banking anziché per l'investimento diretto potrebbe aver limitato l'operatività degli istituti agli investimenti di minoranza, anche in ottemperanza alle sollecitazioni dell'organo di Vigilanza.

A questi fattori vanno aggiunte considerazioni

relative al rischio di immobilizzo determinato dall'assenza di investitori istituzionali e di mercati efficienti che offrano una garanzia di collocamento a termine delle partecipazioni, specie se di minoranza.

Per quanto concerne specificamente le operazioni di riallocazione proprietaria, le informazioni disponibili sono molto frammentarie. In via generale può essere osservato che le società di merchant banking più attive effettuano una vasta gamma di operazioni riguardanti l'erogazione di capitali aventi lo scopo di volta in volta di promuovere lo sviluppo iniziale, favorire il ricambio di alcuni membri all'interno della compagine sociale, sostenere operazioni di management buy out/in, che producono modificazioni nella struttura proprietaria e del controllo: al proposito non sembra individuarsi una specializzazione delle società di merchant banking esaminate in determinati settori di attività delle imprese partecipate. Restano escluse le operazioni di ristrutturazione di imprese in perdita e in genere tutte le operazioni che implicano l'assunzione di quote di maggioranza da parte della società di merchant banking, poiché vietate dalla normativa.

4.2 L'attività di merchant banking delle aziende di credito

Come sopra richiamato, il principio della separatezza tra banca e industria ha comportato il restringimento delle aree d'intervento partecipativo diretto della banca nelle imprese: sulla base degli artt. 33 e 35 della legge bancaria l'organo di Vigilanza ha precluso alle banche di assumere partecipazioni in imprese industriali se non come titoli per

negoziazione¹¹¹. Anche se talora la definizione di titoli per negoziazione è stata interpretata con un certo grado di flessibilità, il ruolo che il sistema bancario ha potuto svolgere a favore delle imprese è stato pertanto condizionato da questa previsione normativa¹¹².

Anche quando la Banca d'Italia, su delibera CICR del 1987, ha consentito alle banche di costituire apposite società di merchant banking per l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali, l'operatività delle stesse è rimasta legata alle restrizioni imposte dall'organo di Vigilanza. In particolare, come precedentemente esposto, l'ambito operativo delle società di merchant banking non deve configurare in alcun modo ipotesi di controllo¹¹³ e l'assunzione delle partecipazioni deve avere carattere temporaneo. Ulteriori vincoli sono posti sull'ammontare del capitale

111. Secondo la definizione data nel 1981 dalla Banca d'Italia, sono titoli per negoziazione i "valori, riferiti di norma a titoli di largo mercato - quali quelli ammessi alla quotazione delle Borse valori o del 'mercato ristretto' - detenuti dalle aziende di credito ai fini dell'espletamento dell'attività d'intermediazione sul mercato dei valori mobiliari e la cui consistenza è pertanto limitata alle effettive esigenze operative. Rientrano nella categoria in discorso: le azioni o quote acquisite su ordine della clientela o quelle che, per l'ammontare e il carattere di provvisorietà del possesso, siano esclusivamente riconducibili ad esigenze di 'negoziazione'; i titoli azionari assegnati alle aziende di credito in occasione di partecipazioni a consorzi di garanzia costituiti per il collocamento dei titoli medesimi, in attesa del successivo classamento tra gli investitori". Cfr. Banca d'Italia, Circolare 19 giugno 1981.

112. Occorre notare che la banca potrebbe detenere anche partecipazioni a titolo di pegno, il cui diritto di voto, salvo patto contrario, spetta alla banca creditrice.

113. La mancanza nelle istruzioni di vigilanza di una definizione precisa di controllo può aver consentito, come precedentemente esposto, l'assunzione di quote maggioritarie in pool, ovvero con il supporto di fondi chiusi.

sociale, dell'acquisto di azioni, dei finanziamenti alle imprese e dell'indebitamento.

Ciò ha significato che le società di merchant banking di matrice bancaria hanno potuto assumere solo partecipazioni di minoranza, il cui smobilizzo pone all'intermediario particolari problemi.

4.3 Evidenze degli archivi delle partecipazioni e dei gruppi creditizi

Sulla base delle informazioni desumibili dall'archivio delle partecipazioni possedute dagli enti creditizi direttamente o tramite holding di coordinamento e dall'archivio dei gruppi creditizi¹¹⁴ è possibile ricostruire l'universo delle società di merchant banking di matrice bancaria. Al 31 dicembre 1992 risultano controllate da enti creditizi 16 società di merchant banking, con capitale complessivo pari a circa 1.800 miliardi (tav. 6).

114. Gli archivi presentano alcune difficoltà di analisi in relazione alla tipologia della partecipazione. Spesso, infatti, errori e omissioni di segnalazione o ambiguità nello statuto non consentono di individuare con precisione tutte le società partecipate appartenenti a un determinato settore di attività economica. Laddove è stato possibile, si è integrato l'archivio con le informazioni provenienti da altre fonti. In ogni modo, i dati riportati di seguito devono essere considerati come provvisori.

SOCIETÀ DI MERCHANT BANKING ITALIANE CONTROLLATE DA ENTI CREDITIZI

(31 dicembre 1992; miliardi di lire)

Denominazione	Capitale	Principali enti partecipanti (quota %)	
Arca Merchant	100	12 banche popolari	(7% c.a p.c.)
Basinvest	50	Banco di Sicilia (*)	(54%)
		Mediocredito Centrale	(10%)
Centrofinanziaria	150	Monte dei Paschi (*)	(22,7%)
		Banca Toscana	(22,7%)
		Credito Commerciale	(9,7%)
		Altri (3) enti creditizi	(<0,1%)
CFI	100	Cariplo (*)	(88%)
		Mediocredito Lombardo	(12%)
Cofilp	100	Banca Popolare di Novara (*)	(55%)
		Altri (3) enti creditizi	(0,9%)
Credipar	150	Crediop (*)	(100%)
Epta Consors	75	B. di Sardegna + 6 CR	(14,6% p.c.)
Fin.ICCRI-Brux.Lamb.	50	ICCRI	(50%)
		Altri (2) enti creditizi	(0,2%)
Finban	100	B. di Napoli Sez. Cr. Ind. (*)	(55%)
		IMI	(25%)
		Isveimer	(20%)
Fin. Comit	50	Banca Commerciale Italiana (*)	(100%)
Fincor Merchant Cred.	50	Credito Italiano (*)	(100%)
FIP	100	Banca Nazionale del Lavoro (*)	(51%)
		Efibanca	(22,5%)
Meridiana	200	Banco Napoli Sez. Cr. Ind.	(20%)
		Banca di Roma, Comit, Credit	(15%)
		IMI	(5%)
San Paolo Finance	215	Crediop (*)	(80%)
Sige Investimenti	200	IMI-Sige (*)	(100%)
Sofipa	150	Mediocredito Centrale (*)	(51%)
		Altri (23) enti creditizi	(32%)

Fonte: Nostre elaborazioni su dati degli archivi dei gruppi creditizi e delle partecipazioni degli enti creditizi.

(*) Appartenente al rispettivo gruppo creditizio.

Peraltro, l'intervento del mondo bancario nel ramo del merchant banking attraverso società partecipate non si esaurisce nelle società individuate e disciplinate dalla normativa. A queste si aggiungono partecipazioni in altre

società, dalle dimensioni ridotte oppure partecipate in misura minoritaria (tav. 7).

Tav. 7

**ALTRE SOCIETÀ ESERCENTI ATTIVITÀ DI MERCHANT BANKING
PARTECIPATE DA ENTI CREDITIZI**

(31 dicembre 1992; miliardi di lire)

Denominazione	Capitale	Principali enti partecipanti (quota %)	(quota %)
Comeba	20	CR Ver. Vic. Bell. Anc. (*)	(85%)
Fida	30	CR Torino (*)	(60%)
Lombardia Fincapital	22	Mediocredito Centrale (*)	(55,9%)
Abruzzo Capital	3	Mediocr. Abruzzese + 2 Pop.	(47,3%)
Euroventures Italia	17	Interbanca	(5%)
Finbiotec	22	Banco di Napoli	(32%)
IPEF	80	Mediocredito Lombardo	(2,86%)
Marche Capital	8	10 enti creditizi	(48%)
Palladio Finanziaria	4	Interbanca	(9,1%)
Servizi Sviluppo	1	Banca di Roma, IMI	(25% p.c.)

Fonte: Nostre elaborazioni su dati degli archivi dei gruppi creditizi e delle partecipazioni degli enti creditizi.

(*) Appartenente al rispettivo gruppo creditizio.

L'esame dell'archivio delle partecipazioni detenute direttamente dagli enti creditizi in società industriali e commerciali al 31 dicembre 1992 mostra 50 interventi partecipativi spesso di assai modesto ammontare e in rarissimi casi di maggioranza, per un valore contabile totale di circa 630 miliardi¹¹⁵. Occorre comunque ricordare che, come per le merchant banks, l'archivio include solo le partecipazioni detenute in via diretta o tramite holding di coordinamento, e

115. Prendendo in considerazione le partecipazioni superiori a 50 milioni emerge che 6 istituti di credito speciale detengono 34 partecipazioni per un ammontare di 430 miliardi e 7 aziende di credito detengono 7 partecipazioni per 6 miliardi.

pertanto coglie solo un piccolo sottoinsieme delle partecipazioni effettivamente detenute dagli enti creditizi.

4.4 Prime risultanze delle segnalazioni semestrali delle società di merchant banking di matrice bancaria

Gli enti creditizi a cui fanno capo le società di merchant banking istituite ai sensi della delibera CICR del 1987 sono tenuti all'invio alla Banca d'Italia dei prospetti semestrali sull'attività svolta¹¹⁶.

È stata effettuata una prima analisi di alcuni dei prospetti disponibili per tre società di merchant banking¹¹⁷. Le società si finanziano pressoché in modo esclusivo con le dotazioni patrimoniali fornite dall'ente creditizio controllante. Si nota una sostenuta attività di acquisto di partecipazioni di minoranza in imprese prevalentemente di medie dimensioni con sede nel nord d'Italia. Sulla base di informazioni desumibili dalle relazioni di bilancio è possibile ricondurre le operazioni a finalità di erogazione di capitale per lo sviluppo e a tecniche di leveraged-buy-out e management buy-out/in. Il turnover delle partecipazioni appare piuttosto contenuto; le poche partecipazioni dismesse risultano essere rimaste in portafoglio per un periodo breve, di solito pari a due anni.

L'esame dei valori nominali delle partecipazioni e dei prezzi d'acquisto permette di stimare la percentuale di

116. Il prospetto contiene informazioni relative alla società di merchant banking (principali soci, capitale sociale, riserve, patrimonio, obbligazioni convertibili emesse), alle imprese partecipate (attività economica, capitale sociale, valore nominale unitario delle azioni) e al rapporto partecipativo (numero di azioni e obbligazioni possedute, anno di assunzione, prezzo di acquisto, valore nominale totale e valore di bilancio).

117. Arca Merchant, Cofilp e San Paolo Finance.

sovraprezzo rispetto al valore nominale, che può essere considerata rappresentativa del contributo effettivo della società di merchant banking in termini di risorse finanziarie complessive. Tale rapporto, altrimenti detto coefficiente moltiplicativo, risulta assai variabile e direttamente legato all'ammontare di capitale sottoscritto. Il valore medio si situa intorno a 1,6.

4.5 Gli enti creditizi e le finanziarie regionali

Le finanziarie regionali sono state istituite con leggi regionali¹¹⁸ a partire dal 1962, inizialmente nelle regioni a statuto speciale, quindi nelle regioni a statuto ordinario¹¹⁹. La loro numerosità è cresciuta fino al 1984, raggiungendo il livello di 15 società, ed è poi rimasta stabile nel tempo (tav. 8)¹²⁰.

Le leggi istitutive sono state recepite negli statuti societari che fissano esplicitamente le finalità delle finanziarie regionali, ne regolano il funzionamento e la struttura gestionale¹²¹. L'assetto proprietario è di norma caratterizzato dalla presenza maggioritaria delle regioni e

118. Fanno eccezione l'Espi, che è un ente pubblico, e la Finlombarda, alla cui costituzione non partecipò la regione.

119. Cfr. l'art. 10 della legge 281 del 1970, che prevede la possibilità per le regioni a statuto ordinario di contrarre mutui ed emettere obbligazioni allo scopo di assumere partecipazioni in società finanziarie regionali. Vedi anche l'art. 29 della legge 588 del 1962 che autorizzava e regolamentava l'istituzione della Sfirs.

120. Non è inclusa nell'elenco la Fime che, operando su tutto il territorio meridionale, non dipende direttamente dagli enti locali.

121. Per un'analisi aggiornata delle finanziarie regionali, basata sui dati di bilancio, vedi Morelli (1991).

degli enti locali¹²², a cui si affiancano enti creditizi soprattutto pubblici, camere di commercio, aziende a prevalente capitale pubblico, associazioni o consorzi imprenditoriali, compagnie di assicurazione.

Tav. 8

FINANZIARIE REGIONALI

Data di costituzione	Denominazione
1962	Sfirs
1966	Friulia
1967	Espi (ex Sofis)
1971	Finlombarda (*)
1973	Sviluppumbria, Ervet, Filse, Tecnofin Trentina
1974	Filas, Filmarche
1975	Veneto Sviluppo
1976	Finpiemonte
1979	Finmolise
1983	Finpuglia
1984	Finaosta

Fonte: Morelli (1991).

(*) Regolamentata dalla legge regionale 23 del 1975.

La partecipazione degli enti creditizi¹²³ è andata calando nel tempo sia in termini percentuali (mediamente dal 32 per cento nel 1975 al 23 per cento nel 1986) sia in valori assoluti (l'ammontare massimo della singola partecipazione non raggiunge i 10 miliardi)¹²⁴. Nel 1987 queste società

122. Fa eccezione Finlombarda.

123. Il ritiro è da addebitarsi soprattutto agli enti creditizi nazionali, che hanno lasciato il posto agli enti locali.

124. Le partecipazioni degli enti creditizi sono mediamente assai modeste; le più significative sono quelle del SanPaolo e della Cassa di Risparmio di Torino nella Finaosta, di circa 8 miliardi, pari complessivamente al

risultavano dotate di un patrimonio di 420 miliardi e gestivano fondi appositamente loro conferiti dagli enti locali per oltre 1.000 miliardi, a cui corrispondevano finanziamenti per 470 miliardi, partecipazioni per 130, titoli di Stato per 280 e disponibilità liquide per 500 miliardi. Come termine di confronto, si consideri che i mediocrediti regionali, caratterizzati dalla medesima numerosità, erano dotati di un patrimonio quattro volte maggiore ed erogavano finanziamenti per un ammontare 40 volte più elevato.

L'erogazione di finanziamenti, di solito a medio e a lungo termine, è quasi sempre integrativa di prestiti di enti creditizi, a cui è demandata la valutazione del merito di credito, e avviene spesso a tasso agevolato o comunque inferiore al tasso praticato dagli enti creditizi. Una parte rilevante dei finanziamenti (60 per cento) è indirizzata alle società partecipate, tra le quali rilevano sia piccole e medie imprese sia società di servizi, specie di leasing e di factoring. Il sostegno finanziario alle imprese locali avviene anche con la prestazione di garanzie, di finanziamenti in pool, di contributi in conto interessi, di prestiti ai mediocrediti regionali.

Le partecipazioni si estendono sia a società di servizi finanziari e reali detenute per finalità strumentali e funzionali sia a piccole e medie imprese industriali¹²⁵. Quantificare il peso di queste ultime nei bilanci delle finanziarie regionali non è agevole: una stima di primissima

(Continuazione nota 124 dalla pagina precedente)
24 per cento del capitale della partecipata.

125. Il 60 per cento di tali imprese ha un capitale non superiore ai 5 miliardi. Nella maggior parte dei casi esse svolgono attività di leasing, factoring, prestazione di garanzie, formazione professionale, consulenza organizzativa, EDP, intervento per il territorio, ecc.

approssimazione potrebbe valutarle intorno al 60 per cento del totale delle partecipazioni detenute. La detenzione di partecipazioni in imprese piccole e medie riguarda di solito quote di minoranza ed è caratterizzata dalla sottoscrizione di un patto di riacquisto da parte dell'imprenditore; le partecipazioni di maggioranza sono invece concentrate in società in passivo. Complessivamente, per le finanziarie regionali più attive nella detenzione di interessenze in piccole e medie imprese¹²⁶, le partecipazioni in imprese in perdita ammontavano per il triennio 1985-87 al 44 per cento del valore di bilancio delle società partecipate. I proventi derivanti dall'attività di partecipazione risultavano di conseguenza del tutto modesti.

In conclusione, l'attività delle finanziarie regionali nel mercato della riallocazione proprietaria sembra alquanto modesta; anche l'attività di detenzione di partecipazioni pare avvicinarsi alle logiche connesse all'erogazione di capitale non tanto di rischio quanto di debito: il tipico contratto di partecipazione posto in essere dalle finanziarie regionali, infatti, prevede il riacquisto della quota da parte dell'imprenditore a una certa data sulla base di un interesse pattuito, al netto degli eventuali utili distribuiti¹²⁷. Tale fattispecie determina un minore interesse della finanziaria regionale all'ammontare dei profitti dell'impresa partecipata. Inoltre, la dipendenza dall'operatore pubblico, sia per la composizione societaria sia per le fonti di finanziamento, rende meno pressante il vincolo di bilancio e debole l'autonomia decisionale¹²⁸.

126. Tra queste Finlombarda, Friulia, Filas.

127. La filosofia di tali contratti è dunque opposta a quella dei prestiti partecipativi.

128. Cfr. Morelli (1991).

Riferimenti bibliografici

- Antonucci, A. (1989), Merchant banking, Bari, Cacucci.
- Akerlof, G. (1970), The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in "Quarterly Journal of Economics", agosto.
- Associazione bancaria italiana (1991), La ristrutturazione degli enti creditizi pubblici, Roma, Bancaria editrice.
- Associazione italiana delle finanziarie d'investimento nel capitale di rischio (1991), Capitale per lo sviluppo, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Banca d'Italia (anni vari), Relazione annuale, Roma.
- Barca, F. (1993), Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194.
- _____ e G. Ferri (1993), Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 203.
- Belli, F., G. Minervini, A. Patroni Griffi e M. Porzio (a cura di) (1987), Banche in crisi, 1960-1985, Bari, Laterza.
- Boccuzzi, G., e R. Cercone (1993), Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 204.
- Brainard, W., e J. Tobin (1967), Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls, in D. Hester e J. Tobin (a cura di), Financial Markets and Economic Activity, New Haven, Cowles Foundation, Yale University.
- Cameron, R. (1972), Banking and Economic Development, New York, Oxford University Press.
- Capriglione, F., e G. Sangiorgio (1986), La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici, in Banca d'Italia, "Quaderni di ricerca giuridica", n. 7.
- Caranza, C., F. Frasca, e G. Toniolo (1986), Cinquant'anni di

legge bancaria. Alcune considerazioni economiche,
Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 70.

Carbonetti, F. (1986), I cinquant'anni della legge bancaria,
in Banca d'Italia, "Quaderni di ricerca giuridica",
n. 10.

Cardilli, D., L. Pinzani e P. E. Signorini (1993), Mercato e
istituzioni della riallocazione proprietaria in
Germania, Regno Unito e Francia, Banca d'Italia, Temi
di discussione, n. 197.

Ciocca, P. (1982), Interesse e Profitto. Saggi sul sistema
creditizio, Bologna, Il Mulino.

_____ (1986), In margine al Mattioli di Giorgio Rodano,
in "Rivista di storia economica", n. 1.

_____ (1991), Banca, Finanza, Mercato, Torino, Einaudi.

_____ e F. Frasca (1986), I rapporti tra Industria e
Finanza: problemi e prospettive, relazione al X
Convegno nazionale di economia e politica
industriale, Milano, 10 ottobre.

_____ e G. Toniolo (1981), Industry and Finance in
Italy, 1918-1940, relazione a un seminario
organizzato dal Banco di Roma a Boston sulla crisi
degli anni trenta, dattiloscritto.

Coase, R. (1988) The Firm, the Market and the Law, Chicago,
The University of Chicago Press.

Colajanni, N. (1991), Il capitalismo senza capitale, Milano,
Sperling & Kupfer.

Costi, R. (1984), La banca e i nuovi intermediari finanziari,
in "Banca, Impresa, Società", n. 3.

_____ (1985), Una legge per le merchant banks?, in
"Banca, Impresa, Società", n. 3.

_____ (1986), L'ordinamento bancario, Bologna, Il Mulino.

Diamond, D. (1984), Financial Intermediation and Delegated
Monitoring; in "Review of Economic Studies", luglio.

Dini, L. (1984), Capitale di rischio per le imprese: il ruolo
del "merchant banking", in "Bancaria", n. 6.

"Espansione" (1991), marzo.

Fama, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm,
in "Journal of Political Economy", aprile.

- Gerschenkron, A. (1965), Il problema storico dell'arretratezza economica, Torino, Einaudi.
- Greenwald, B., e J. Stiglitz (1990), Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior, in "American Economic Review, Papers and Proceedings", maggio.
- Gurley, J., e E. Shaw (1960), Money in the Theory of Finance, New York, Brookings Institution.
- Hellwig, M. (1991), Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, in A. Giovannini e C. Mayer (a cura di), European Financial Integration, Cambridge, Cambridge University Press.
- Hart, O., e J. Moore (1990), A Theory of Corporate Financial Structure Based on Seniority of Claims, NBER Working Paper Series, n. 3431.
- _____ e J. Moore (1991), A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, NBER Working Paper Series, n. 3906.
- Hirschmann, A. (1970), Exit, Voice and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organizations and States, Cambridge MA, Harvard University Press.
- Iannini, G., e G. Marando (1990), Problemi e prospettive del merchant banking: un'indagine sul caso italiano, Milano, Angeli.
- Jensen, M., e W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure, in "Journal of Financial Economics", novembre.
- Lamanda, C. (1986), L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria a oggi, in Banca d'Italia, "Quaderni di ricerca giuridica", n. 12.
- Laviola, S. (1992), La riallocazione del controllo per mezzo di operazioni di leveraged buy-out: natura, rischi, ostacoli, Banca d'Italia, Gruppo di ricerca sul mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese, dattiloscritto.
- Masera, R. (1991), Intermediari, mercati e finanza d'impresa, Bari, Laterza.
- Mattioli, R. (1962), I problemi attuali del credito, in "Mondo Economico", n. 2; ristampato in L. Villari (a

- cura di), Il capitalismo italiano del Novecento, Bari, Laterza, 1972.
- Mayer, C. (1990), Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development, in R. G. Hubbard (a cura di), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago, The University of Chicago Press.
- Morelli, G. (1991), Finanziarie regionali, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Onado, M. (1986), Le merchant banks. Nuove forme di intermediazione per le imprese italiane, in M. Onado (a cura di), Sistema finanziario e industria, Bologna, Il Mulino.
- Pepe, R. (1986), Riflessioni e confronti in tema di separatezza tra banca e industria, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 76.
- Pesaresi, N. (1992), Gli intermediari non bancari in Italia: una ricognizione preliminare, Banca d'Italia, Gruppo di ricerca sul mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese, dattiloscritto.
- Pontolillo, V. (1992), Innovazione finanziaria, strategie e sviluppo negli istituti di credito speciale, in Università degli studi di Cagliari, Annali della Facoltà di economia e commercio, Milano, Angeli.
- Rodano, G. (1972), Tre capi della Comit: Joel, Toeplitz, Mattioli, in "Quaderni della Rivista Trimestrale", maggio.
- _____ (1981), Mattioli e la Comit, in "Quaderni della Rivista Trimestrale", giugno-settembre.
- _____ (1983), Il credito all'economia, Milano-Napoli, Ricciardi.
- Sangiorgio, G. (1987), Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito, in Banca d'Italia, "Quaderni di ricerca giuridica", n. 14.
- Sarcinelli, M. (1986), Intermediari del tipo "merchant banks": un passo verso il futuro o un ritorno all'antico?, in "Banca, borsa e titoli di credito", vol. I.
- Savino, M. (1992), Le partecipazioni degli istituti di credito speciale: aspetti normativi e tendenze evolutive, in F. Cesarini (a cura di), La gestione degli istituti di credito speciale tra riforme e

mercato, Bologna, Il Mulino.

Schena, C. (1992), Istituti di credito mobiliare e attività di merchant banking, in F. Cesarini (a cura di), La gestione degli istituti di credito speciale tra riforme e mercato, Bologna, Il Mulino.

Sraffa, P. (1922), La crisi bancaria in Italia; ristampato in P. Sraffa, Saggi, Bologna, Il Mulino, 1986.

_____ (1922), L'attuale situazione delle banche italiane; ristampato in P. Sraffa, Saggi, Bologna, Il Mulino, 1986.

Stiglitz, J. (1985), Credit Markets and the Control of Capital, in "Journal of Money, Credit and Banking", maggio.

Toniolo, G. (1978), Industria e banca nella grande crisi del 1929-1934, Milano, Etas Libri.

Williamson, O. (1988), Corporate Governance and Corporate Finance, in "Journal of Finance", n. 43.

_____ e S. Winter (a cura di) (1991), The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development, Oxford, Oxford University Press.

Zamagni, V. (1990), Dalla periferia al centro, Bologna, Il Mulino.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (*)

- 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. GUIISO 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 G. 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).
- n. 197 — *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, di D. CARDILLI, L. PINZANI e P. E. SIGNORINI (maggio 1993).
- n. 198 — *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, di S. CHIRI e F. PANETTA (maggio 1993).
- n. 199 — *Liquidity Effects and the Determinants of Short-Term Interest Rates in Italy*, di I. ANGELONI e A. PRATI (giugno 1993).
- n. 200 — *Nuovi strumenti per la valutazione e la previsione del ciclo economico in Italia*, di G. SCHLITZER (giugno 1993).
- n. 201 — *Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica*, di F. BARCA, P. CASAVOLA e M. PERASSI (luglio 1993).
- n. 202 — *Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate*, di L. CANNARI, G. MARCHESE e M. PAGNINI (luglio 1993).
- n. 203 — *Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia*, di F. BARCA e G. FERRI (luglio 1993).
- n. 204 — *Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare*, di G. BOCCUZZI e R. CERCONE (luglio 1993).
- n. 205 — *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, di B. MANZONE e S. TRENTO (luglio 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 luglio 1993
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

