



Associazione
Puglia
Finanza

Aurelio Valente

La crescita delle imprese minori ed i nuovi mercati mobiliari

Presentazione di Antonio Marzano



Cacucci Editore

1994



Associazione
Puglia
Finanza

Aurelio Valente

La crescita delle imprese minori ed i nuovi mercati mobiliari

Presentazione di Antonio Marzano



Cacucci Editore

1994

© 1994 Cacucci Editore - Bari

Ai sensi della legge sui diritti d'autore e del codice civile.
È vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso
con qualsiasi mezzo elettronico, meccanico, per mezzo di
fotocopie, microfilms, registrazioni o altro.

A mia madre

INDICE

Presentazione pag. 9

I

LE IMPRESE

1. Il ruolo delle imprese private nell'economia del Mezzogiorno » 11
2. Il ruolo delle imprese minori » 18
3. Lo sviluppo delle imprese familiari » 21
4. Il ruolo delle banche nell'evoluzione della struttura proprietaria delle imprese » 28

II

LE BANCHE

1. Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria » 39
2. Gli sviluppi recenti della normativa sulle partecipazioni bancarie » 45

III

I MERCATI MOBILIARI

1. Il ruolo delle borse valori nella riallocazione delle imprese » 51
2. Gli obiettivi specifici dei nuovi mercati mobiliari » 58

Presentazione

Nel corso degli anni '80 si è andato affermando tra gli economisti il convincimento di uno sviluppo eccessivo del settore finanziario italiano. In realtà, durante quel decennio le attività finanziarie delle famiglie sono cresciute più rapidamente del reddito nazionale, dando luogo al fenomeno che gli economisti denominano come “financial deepening”.

Non è a caso che la tesi di una eccessiva finanzializzazione della nostra economia sia passata in secondo piano negli anni più recenti: da quando, cioè, i tassi di interesse hanno preso a diminuire in misura significativa ed abbastanza continua.

In effetti, quello che è accaduto durante il decennio '80 si spiega soprattutto in base alla forte ascesa dei tassi d'interesse allora sperimentata. Come insegnano teorie assai note — ma stranamente non richiamate a commento del fenomeno — alti tassi d'interesse accrescono la preferenza del pubblico per i titoli a scapito degli investimenti reali.

La propensione delle famiglie, delle banche e delle imprese ad investire in attività finanziarie nel passato decennio si spiega appunto in base a questa relazione. Per altro verso, sarebbe stato improprio affermare che l'economia italiana avesse registrato uno sviluppo eccessivo del *mercato* finanziario, e cioè delle istituzioni e degli strumenti.

In realtà, il nostro sistema era e — nonostante molti progressi — è tuttora in ritardo rispetto agli altri paesi. Istituzioni come i fondi pensione, i fondi chiusi, i fondi immobiliari, ed attività come quelle del merchant e del venture capital, mancano ancora e sono scarsamente sviluppate.

Questi ritardi suscitano una serie di conseguenze; tra queste, si segnala per gravità e diffusione il basso tasso di capitalizzazione delle imprese, lo scarso contributo che ad esso danno i capitali di rischio, il limitato grado di liquidità dei possessi azionari a causa della inadeguatezza capitalizzazione del mercato ufficiale.

Di queste conseguenze soffrono in particolare le piccole e medie imprese.

* * *

L'agile saggio di Aurelio Valente tratta di questo tipo di problemi e trova pubblicazione in occasione di un Convegno dedicato al problema della introduzione delle borse minori nel nostro Paese.

Il problema si pone oggi in termini che sembrano permetterne una soluzione più avanzata.

Da un lato sono destinati a cadere gli steccati che segmentavano l'attività delle nostre banche, e dall'altro si può prevedere, con la fine dell'intervento straordinario nel Meridione, che si svilupperà un maggiore interesse per l'ammodernamento dei metodi di finanziamento "via mercato" delle imprese del Sud.

Siamo forse all'avvio di una nuova fase che potrebbe rivoluzionare esperienze durate molti decenni. Ma perché questo accada, sono necessarie varie condizioni, alcune delle quali sono richiamate anche nel saggio di Aurelio Valente.

Antonio Marzano

Roma, luglio 1994

CAPITOLO PRIMO

LE IMPRESE

1. *Il ruolo delle imprese private nell'economia del Mezzogiorno*

Il problema del ritardo nello sviluppo del Mezzogiorno si evidenzia chiaramente nei dati assai preoccupanti della disoccupazione ed ancor di più nelle tendenze decisamente sfavorevoli. Le previsioni più accreditate, a livello nazionale ed europeo, evidenziano che vi è una probabilità elevata per i giovani meridionali di raggiungere un'età più che adulta senza avere mai lavorato o avendo avuto soltanto una precaria occupazione. Recenti stime confermano che la disoccupazione è ulteriormente cresciuta negli ultimi mesi. Naturalmente è il Mezzogiorno a pagare il prezzo più alto in termini di caduta della produzione e perdita dei posti di lavoro, al punto da essere ormai definito "epicentro della crisi occupazionale italiana", "terra dei senza lavoro". Nel 1993 il tasso di disoccupazione in Italia è cresciuto dal 9,7 all'11,3%; tale incremento è stato dal 6,5 al 7,7% nel Centro Sud e dal 16,4 al 19% nel Mezzogiorno, con una quota pari a circa due volte e mezzo quella del centro-nord, anche

in conseguenza degli andamenti demografici. In alcune regioni del Mezzogiorno il tasso di disoccupazione ha raggiunto livelli simili a quelli dell'immediato dopoguerra¹.

Il malessere sociale e le conseguenze morali sono assai gravi. La soluzione dei problemi del Mezzogiorno è complessa ma non può che consistere in una riduzione drastica, rispetto ai valori attuali, del tasso di disoccupazione.

È quindi evidente che su questa sfida, che è ormai a livello mondiale, si deve giudicare l'impegno di tutto il Paese e dell'Europa intera, come ribadito negli ultimi vertici comunitari. Dopo l'euforia per la firma del trattato di Maastricht, l'Europa sta facendo i conti con la pesante realtà della disoccupazione, che si cerca di fronteggiare con nuovi crediti comunitari e progetti di investimenti per le infrastrutture e per il potenziamento della competitività specie delle piccole e medie imprese, obiettivo questo che viene giudicato strategico per il sostegno dell'occupazione.

Come è ben noto la difficile situazione economica delle regioni meridionali, peggiorata nel corso degli anni ottanta ed accentuata dall'attuale fase congiunturale, risente della minor produttività del Sud determinata dalle notevoli "disconomie esterne" non imputabili alle imprese ma derivanti dall'ambiente nel quale le imprese operano².

¹ "La sopportabilità sociale è ora più bassa a causa delle differenze di condizione economica e civile fra chi è occupato e chi si sente al di fuori di qualsiasi possibilità di impiego produttivo. La disoccupazione giovanile prolungata comporta uno spreco enorme di capitale umano, con riflessi negativi sulla struttura sana, sul senso di partecipazione alla società e alla vita civile, in casi estremi con effetti di alimento di forme di criminalità organizzata"; Banca d'Italia, Considerazioni finali della Relazione del Governatore Antonio Fazio del 31 maggio 1994, (bozza di stampa) pag. 29.

² GALLI G., ONADO M., *Dualismo territoriale e sistema finanziario*, in *Il sistema finanziario del Mezzogiorno*, Banca d'Italia, Numero speciale dei contributi all'analisi economica, 1990, pag. 9; MENGARELLI

Nonostante i progressi non trascurabili realizzati nei passati decenni di interventi straordinari a favore del Mezzogiorno, il divario rispetto alle altre regioni italiane ed europee è ancora enorme, in considerazione anche del fatto che nello stesso periodo pure il resto dell'Europa è progredito in misura notevole.

Questi gravi problemi non sono contingenti ma hanno radici profonde ed origini remote che toccano i pilastri dell'apparato produttivo, la scarsa dotazione di infrastrutture, venendo a condizionare l'attività delle imprese, la loro capacità di organizzazione efficiente, l'impiego di moderna tecnologia: in sintesi la loro competitività, avvertita come esigenza sempre più pressante nell'attuale sviluppo del processo di unione europea³.

Alla stretta correlazione esistente tra dotazione infrastrutturale e livello di sviluppo, dimostrata da numerose ricerche svoltesi nei diversi paesi, va aggiunta l'azione di altri fattori quali l'entità del capitale produttivo privato, la struttura produttiva ed occupazionale e la localizzazione geografica, che svantaggia particolarmente il sud rispetto al resto dell'Europa.

Nella delicata fase di abbandono degli interventi pubblici straordinari, che hanno caratterizzato i decenni passati, vanno affrontate, nelle regioni del Sud ed in quelle di

G., *Crisi della prospettiva europea e disoccupazione persistente*, in *Rivista milanese di economia*, n. 47/1993, pag. 60.

³ CIAMPI C.A., *Interventi al Convegno su Banche e imprese per lo sviluppo delle economie locali nel Mezzogiorno*, Bari, giugno 1984, Banca d'Italia, "Documenti", nr. 129; D'ANTONIO M., (a cura di) *Il Mezzogiorno degli anni '80: dallo sviluppo imitativo allo sviluppo autocentrato*, Milano F. Angeli, 1985; FAZIO A., *Politiche per lo sviluppo del Mezzogiorno*, dicembre 1991, Bollettino Economico, nr. 18, Banca d'Italia, febbraio 1992; SARCINELLI M., *Mezzogiorno e Mercato Unico Europeo: complementarità o conflitto di obiettivi?*, in *Moneta e Credito*, n. 166, giugno 1989.

declino industriale dell'intero Paese, le notevoli carenze infrastrutturali, iniziando da quei settori portanti (istruzione, ricerca, trasporti, telecomunicazioni ecc.) come passo essenziale per migliorare la produttività del "sistema imprese" delle regioni più arretrate.

Per la profonda riconsiderazione del ruolo pubblico nell'economia questi miglioramenti si potranno realizzare nel Sud solo con un forte impegno progettuale ed operativo dell'apparato produttivo privato⁴.

È sempre più diffusa la convinzione che all'iniziativa privata va lasciato il massimo spazio finora "occupato" dall'intervento statale, non solo nella gestione delle infrastrutture (sia tradizionali, quali strade, porti e ferrovie sia quelle ad alta tecnologia, quale informatica, telecomunicazioni, ecc.) ma anche nella edificazione delle opere, sulla base di concessioni ricevute dallo Stato, al fine di irrobustire l'apparato produttivo del sistema-Paese.

⁴ L'obiettivo di annullare il divario di dotazioni infrastrutturali con gli altri paesi europei e quello interno fra le aree del nord e quelle del Mezzogiorno richiede l'attivazione di progetti ambiziosi e complessi, in grado di suscitare pure l'interesse del risparmio finanziario nei mercati, primari e secondari.

Per le molteplicità degli aspetti tecnico-societari, ingegneristici, finanziari e di gestione delle iniziative, attraverso le fasi di "promozione - progetto - indirizzo - finanziamento - realizzazione - gestione - controllo", occorre uno sforzo coordinato di più soggetti (enti pubblici, centrali e locali, imprese pubbliche e private, intermediari creditizi, bancari e non bancari) mossi da aspettative economico-aziendali ovvero da esigenze di soddisfare fabbisogni della collettività. Il coordinamento dei progetti diretto a contenere i rischi economici e finanziari delle iniziative, fa perno sulla predisposizione di pacchetti finanziari integrati a sostegno dei progetti che richiede l'impegno di banche di elevato standing nazionale ed internazionale. Cfr. SIMONCINI D., *Il ruolo dei gruppi creditizi nella realizzazione dei grandi progetti infrastrutturali*, in *Rassegna Economica*, n. 2/1992, pag. 395.

Nel corso degli anni settanta ed ottanta si è manifestato nel nostro paese un atteggiamento di ostilità, a volte occulta a volte palese, nei confronti dell'impresa privata e di preferenza per l'impresa pubblica, in qualche caso pure espressa nella stessa legislazione⁵.

Il maggior peso e le accresciute responsabilità dell'area privata fanno emergere con maggior evidenza la debolezza dell'economia reale del Sud dovuta alla minor dimensione media, alla fragilità finanziaria e alla sottocapitalizzazione delle aziende meridionali⁶. Questa debolezza finanziaria impone una seria riflessione sui possibili rimedi, partendo dalla considerazione che il nostro Paese si caratterizza nei confronti internazionali per il forte peso delle imprese individuali, la modesta presenza delle società di capitali e la scarsa propensione delle imprese a quotarsi in borsa.

A rendere ancor più debole e problematica la struttura produttiva vi è la circostanza che la circolazione della proprietà delle imprese è difficoltosa, così come assai marginale è il ruolo dei mercati organizzati e conseguentemente difficoltoso si presenta il compito degli intermediari specializzati.

Dall'esame dei risultati della poderosa ricerca interdisciplinare condotta dalla Banca d'Italia sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese si rilevano le caren-

⁵ Con l'estensione dell'area pubblica nell'economia si è pure registrato "un deterioramento del processo di selezione della dirigenza che ha indebolito le capacità competitive dell'intero apparato produttivo". Cfr. Banca d'Italia, Considerazioni finali della Relazione del Governatore Guido Carli del 31 maggio 1972; riportate nel volume *Da Einaudi a Ciampi. Le Considerazioni Finali dei Governatori della Banca d'Italia 1947/86* (a cura di VALENTE A.), Laterza, Bari, 1990, pag. 214.

⁶ DINI L., Relazione introduttiva al "Workshop Isveimer", *Il fattore finanza per la competitività dell'azienda Mezzogiorno*, Capri 11-12 novembre 1989, Banca d'Italia, "Documenti", n. 267.

ze, i limiti e gli ostacoli che si frappongono ad una ottimale gestione dei diversi casi di riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese⁷.

Quello che di più rilevante emerge è la scarsa negoziabilità del controllo dei nostri assetti proprietari al punto da far parlare di “ingessamento” del mercato della riallocazione proprietaria per l’assenza di condizioni che consentano l’inserimento di modelli di controllo ampiamente diffusi in altri paesi e la stretta relazione fra arretratezza della borsa e carenza degli intermediari finanziari nella supervisione e nell’assistenza attiva delle imprese affidate⁸.

In Italia si soffre per l’ampia dissociazione tra unità di formazione e quelle di utilizzo delle risorse finanziarie. In

⁷ *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali* - Numero speciale dei contributi all’analisi economica, Banca d’Italia 1994. Il volume raccoglie i risultati di una ricerca sulla riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese italiane, avviata nel 1992 dalla Banca d’Italia, con il coordinamento del Dott. Fabrizio Barca. Questi risultati, riferiti alla prima parte del progetto, sono stati presentati a Perugia nel marzo del 1993 nel corso di un seminario con l’intervento di economisti, giuristi e dirigenti d’impresa. Con la profondità dell’analisi, estesa a tutti gli aspetti di rilievo e su base comparativa, i risultati della ricerca segnalano ampiamente le carenze e le insufficienze del mercato della riallocazione proprietaria in Italia, formulando approfondite proposte di modifiche e linee evolutive delle regole, dei meccanismi e dell’attività degli intermediari, utili per il miglioramento della funzionalità del mercato della proprietà.

La rigorosa ricerca di tipo interdisciplinare è arricchita da utili analisi quantitative dei diversi fenomeni rappresentativi del mercato della riallocazione e di quello mobiliare più in generale e da utili riferimenti bibliografici relativi ai temi nei quali è articolato il progetto, che offre un contributo fondamentale di analisi del mercato mobiliare italiano, del ruolo degli intermediari e della necessità di rafforzamento patrimoniale delle imprese.

⁸ Cfr. BARCA F., *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 11.

effetti quel collegamento diretto che dagli anni ottanta si è sviluppato tra Tesoro e risparmiatori, attraverso la crescita del mercato di titoli di Stato, non si è realizzato per le imprese, per la cui capitalizzazione assai margine si presenta il ruolo dei mercati organizzati.

Anche il trasferimento intergenerazionale delle imprese non incoraggia il vaglio del mercato in quanto per la maggior parte delle imprese la riallocazione del controllo si realizza con il passaggio successorio. Specie se mal gestita questa tendenza, che può frenare l'accesso al controllo delle imprese degli individui dotati di capacità imprenditoriali, può trovarsi in contrasto con l'interesse pubblico della finalizzazione dell'apparato produttivo alla massimizzazione del valore delle imprese⁹.

In estrema sintesi si può osservare che la scarsa presenza di società di capitali, la modesta propensione delle imprese a quotarsi, la forte concentrazione della struttura proprietaria e la prevalenza di assetti proprietari chiusi vengono a costituire nel nostro Paese un modello in cui la circolazione della proprietà e dei poteri di controllo avviene prevalentemente sulla base di meccanismi consensuali. Per superare questa situazione sfavorevole alla crescita delle imprese ed al loro orientamento verso il mercato della proprietà è necessario un contributo coordinato e fattivo del sistema finanziario e delle istituzioni, diretto ad indivi-

⁹ Pure ai fini della efficacia della politica dei redditi è importante l'incremento del grado di concorrenza che si riesce ad instaurare nel sistema economico (cfr. MARZANO A., *Politica economica dei grandi aggregati*, Cacucci Editore, Bari, 1994, pag. 369). Per realizzare ciò è utile promuovere adeguate politiche in grado di incentivare la concorrenza interna ed internazionale del sistema produttivo tra le quali rientra sicuramente quella del controllo ottimale e della riallocazione della proprietà dell'impresa.

duare e rimuovere le carenze ed i limiti presenti nell'attività degli intermediari, nei meccanismi e nelle regole del mercato della riallocazione e nello stesso diritto societario, mobiliare e fallimentare¹⁰.

2. Il ruolo delle imprese minori

Nelle diverse fasi cicliche degli ultimi decenni è risultato importante il ruolo delle imprese minori che in più di una occasione sono state in grado di fronteggiare, meglio delle grandi imprese, le difficoltà delle crisi congiunturali per la loro maggiore capacità di accumulazione, per i loro maggiori incrementi di produttività, per la qualità dei prodotti che sono riuscite a collocare all'estero ed in generale per la loro maggiore flessibilità organizzativa e di attiva sopravvivenza in contesti o in fasi cicliche difficili¹¹.

Questa utile funzione delle imprese minori, essenziale nel Mezzogiorno, non deve però far dimenticare quanto sia necessario ed arduo il passaggio da una fase di imprenditoria familiare a formule organizzative più complesse, di maggiore dimensione, più orientate sui mercati internazionali come valida risposta alle esigenze imposte da mercati sempre più competitivi.

Solo queste imprese medie, "campioni" o "leader" nel loro settore, sono capaci di assicurare, con il loro sviluppo nel medio periodo, una maggior crescita stabile del reddito,

¹⁰ Prefazione di Antonio Fazio al volume *Il mercato della proprietà*, op. cit., pag. 8.

¹¹ Cfr. CORBETTA G., *Le sfide strategiche per le piccole e medie imprese*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, supplemento Italia Oggi n. 18 del 27 maggio 1994; AA.VV., *Il governo delle imprese*, Cedam, Padova, 1992.

degli investimenti e dell'occupazione, senza incorrere nei grossi problemi delle grandi imprese. La disoccupazione meridionale è troppo elevata perché si possa puntare solo sull'apporto delle piccole imprese. Occorre promuoverne la crescita culturale, oltre che produttiva, verso dimensioni maggiori così come occorre favorire gli investimenti in nuove iniziative, comprese quelle di particolare rilievo, specie nei settori trainanti dell'economia, in modo da aiutare la modernizzazione dell'intero tessuto sociale¹².

È notorio che finora, per eccesso di prudenza o diffidenza nell'aprire a terzi la partecipazione al capitale, molte imprese sane e con buone prospettive di sviluppo non si sono orientate verso altre forme di acquisizione di fondi diverse da quelle dell'autofinanziamento e del ricorso al capitale di prestito.

Per altro verso la ridotta presenza di investitori istituzionali e di articolate forme di tutela dei risparmiatori (quali azionisti di minoranza) nonché la limitata funzionalità dei mercati hanno per molto tempo impedito lo sviluppo della offerta di fondi, mantenendo il mercato azionario italiano nella stretta morsa di un limitato spessore.

La necessità di sviluppare al più presto una incisiva finanza d'impresa si impone e richiede un ruolo attivo da parte di tutti i soggetti interessati (enti, società di partecipazioni, ecc.)¹³.

¹² Cfr. BARCA F., FERRI G., *Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit. pag. 363, con commento di Luigi Zingales, pag. 407.

¹³ Quale significativo esempio di concreto contributo che può essere fornito allo sviluppo produttivo, specialmente nelle aree di riconversione dell'apparato industriale, può essere citato il notevole programma di recente attivato dalla GEPI, con il nuovo ruolo assegnato dalla Legge 237/93 e dal decreto ministeriale del 5 gennaio 1994.

Sicuramente più impegnativo si presenta il ruolo del sistema bancario, al quale sono state concesse nuove possibilità di coinvolgimento diretto nel capitale di rischio delle imprese come più avanti descritto.

In questo nuovo scenario di apertura degli assetti di controllo delle aziende italiane è auspicabile che, in aggiunta alle cautele di scelta delle imprese sane sulle quali realizzare questi interventi, ci sia una concertazione tra gli enti interessati e le banche specie nell'assistenza delle imprese nelle fasi di avvicinamento ai mercati di capitali. Può risultare utile organizzare iniziative coordinate di combinazione di consulenza finanziaria creativa con la fornitura di mezzi finanziari ed apporti di capitali, in un'ottica di stretta complementarità di funzioni tra intermediazione finanziaria e creditizia ed il mercato azionario. Attualmente vi sono tutte le premesse perchè gli ingredienti del credito, della consulenza e del capitale di rischio siano sempre più presenti nell'attività finanziaria fornita dalle banche al servizio della produzione e delle imprese.

Per la maggior possibilità di esprimere un significativo valor aggiunto questo nuovo rapporto banca-impresa-mer-

Il programma, per il quale si stima un finanziamento complessivo di 1.800 miliardi, prevede tre diverse tipologie di intervento:

- l'assunzione di partecipazioni di minoranza in società di capitali che abbiano piani d'investimenti per realizzare nuove iniziative industriali, sulla base di valutazioni delle proposte realizzate con criteri privatistici, tali da non produrre effetti distorsivi sul piano della concorrenza;
- l'acquisizione di azioni di nuova emissione nella misura massima del 20%;
- la partecipazione minoritaria al capitale di società miste prodotta dal governo.

A sostegno delle nuove attività a favore delle piccole e medie imprese la GEPI ha avviato una utile opera di diffusione e di marketing diretto.

cato deve essere basato su reciproca esperienza, professionalità e competenza e riguardare anche l'impresa minore, per la quale il contributo degli enti e delle banche deve essere ovviamente più articolato ed esteso alla gestione finanziaria per metterla in condizione di favorire la crescita e l'apertura anche al capitale di rischio.

3. Lo sviluppo delle imprese familiari

Come è noto l'impresa familiare si caratterizza per l'apporto dato da una famiglia o un gruppo di famiglie, legate da vincoli di parentela e affinità, non solo come capitale di rischio, ma anche attraverso altri fattori della produzione (come il capitale di credito, le garanzie, l'imprenditorialità e le attività di direzione). L'apporto delle famiglie può essere così importante da determinare una congiunzione stretta o una totale sovrapposizione fra l'istituto "famiglia" e l'istituto "impresa".

Statisticamente in Italia l'impresa familiare è la categoria più diffusa con una diversità derivante dalla gradazione con la quale la singola famiglia controlla il capitale di rischio e le funzioni imprenditoriali e dirigenziali.

In sintesi si possono individuare due grandi categorie:

- 1) le imprese familiari in senso stretto (imprese monofamiliari o plurifamiliari di seconda generazione);
- 2) le imprese familiari allargate (con la presenza di più famiglie dello stesso ceppo o di ceppi differenti).

Nella fase espansiva l'impresa familiare, nata sulla spinta del fondatore e basata sulle sue esperienze lavorative e sulle risorse familiari, evidenzia tendenzialmente una serie di problemi proporzionali allo sviluppo delle attività. Si arriva alla delicata situazione nella quale la commistione fra

gestione di impresa e gestione di famiglia si trasforma da punto di forza in fonte di condizionamenti e resistenze che possono compromettere il valido sviluppo e persino la sopravvivenza dell'impresa familiare.

Sorge infatti l'esigenza di realizzare una vera e propria emancipazione, con la individuazione del contributo dei vari fattori della produzione e dei vari soggetti impegnati, indispensabile per riconoscere a ciascuno di essi la parte di valore aggiunto di propria competenza. Si viene così a realizzare quel processo di distinzione che comporta ovviamente una separazione fra la gestione della famiglia e la gestione dell'impresa¹⁴.

Un primo livello di necessità di cambiamento nei rapporti fra impresa e famiglia si rende necessario già quando l'impresa decide di far ricorso al credito bancario, con la evidente necessità di definire esattamente le condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie dell'impresa e la consistenza patrimoniale dei soci-imprenditori.

Anche l'ampliamento dell'organismo personale con l'immissione di dipendenti extrafamiliari costituisce uno stimolo a separare la gestione dell'impresa da quella della famiglia.

Dalle fasi iniziali dello sviluppo, contrassegnate dalla scelta delle persone nell'ambito della stessa famiglia, si passa poi, inevitabilmente, al momento del passaggio di consegne tra il fondatore e gli eredi, che in più casi avviene

¹⁴ Come originale e particolareggiato studio della crescita da piccola azienda a conduzione familiare ad azienda di dimensioni ben maggiori si segnala il caso dell'impresa Dioguardi, in *Organizzazione come strategia di sviluppo delle piccole imprese in tempi turbolenti* di DIOGUARDI G. (con commento di FABRIS Aldo), ISEDI, Arnaldo Mondadori Editore, Milano 1982.

con contemporanei inserimenti di altri parenti o dirigenti dall'esterno¹⁵.

Nel caso delle imprese familiari allargate si registrano sovente fenomeni naturali più o meno favorevoli al cambiamento che possono essere rallentati ma non fermati.

Nelle diverse fasi di crescita l'impresa permane a carattere familiare fintanto che riesce ad aggregare le varie famiglie, che costituiscono il ceppo originario, sull'obiettivo strategico di assicurare la necessaria fornitura del capitale di rischio. Questa caratteristica dell'impresa familiare ne viene però a condizionare lo sviluppo dato che a parte l'indebitamento esterno in definitiva è proprio dall'entità del patrimonio familiare che dipende la concreta possibilità di soddisfare le crescenti esigenze di capitale di rischio legate all'evoluzione dell'impresa.

In questa fase di sviluppo "chiuso" dell'impresa familiare per gli imprenditori le azioni possedute sono considerate strumenti di controllo delle imprese e non già parte di equilibrati finanziamenti aziendali.

In situazioni del genere una finanza basata sui tradizionali schemi dell'autofinanziamento e dell'indebitamento può essere sufficiente se l'azienda familiare è di dimensioni limitate ed è interessata da uno sviluppo graduale in un mercato scarsamente competitivo.

Di contro il cambiamento della mentalità e la valutazione del capitale di rischio come fattore strategico di sviluppo si impongono quando occorre realizzare una crescita intensa, anche attraverso fusioni e incorporazioni, per cogliere le opportunità e le sfide competitive su mercati vasti ed integrati.

¹⁵ Cfr. CORBETTA G., *Le sfide strategiche per le piccole e medie imprese*, op. cit., pag. 2.

È evidente che il problema dell'autofinanziamento o dell'apporto di altro capitale di rischio diventa più complesso con l'estensione del numero delle famiglie proprietarie dell'impresa in crescita fino a richiedere, per le imprese di maggior dimensione, una pianificazione strategica nel campo della finanza d'impresa con l'ausilio di riserve qualificate interne ed esterne all'azienda, al fine di fronteggiare il rischio di credito, derivante dall'eccessivo indebitamento, che può arrivare a compromettere la crescita o la stessa sopravvivenza dell'azienda.

Nelle successive generazioni i rami familiari spesso si diversificano, provocando frequenti disallineamenti nella gestione dei patrimoni familiari e forse anche nell'atteggiamento dei soci-familiari verso l'impresa. Il processo di accomunare una parte del patrimonio delle singole famiglie in una gestione collegiale e finalizzata allo sviluppo delle imprese non sempre è di facile realizzazione e richiede comunque una forte coesione di intenti.

L'esame di casi concreti di crescita di imprese familiari porta a ritenere che lo strumento giuridico più idoneo per realizzare questo risultato in realtà imprenditoriali significative è quello di una società di famiglia che controlla l'intera attività imprenditoriale per poi arrivare ad architetture molto articolate con la previsione di società per accomandita per azioni quale "cassaforte di famiglia" per amministrare e conservare unito il pacchetto di controllo della società o della holding, a sua volta articolata in sub-holding per singoli rami di attività.

In ogni fase di sviluppo aziendale, ma specie in quella di ricambio generazionale, il problema di fondo è quello di gestire i rapporti fra i soci e dei soci verso l'impresa con l'obiettivo di assicurare a questa l'attuazione di un efficiente assetto organizzativo e la fornitura dei fattori critico-nevralgici, quali il capitale di rischio, le imprenditorialità e

le managerialità che si devono combinare opportunamente, tenendo conto della situazione strategico-competitiva della impresa¹⁶.

Queste riflessioni sulle imprese familiari si ritengono utili per apprezzare il peso di tale categoria sulla riuscita del progetto di sviluppo dei mercati mobiliari locali. Il capitalismo familiare è una forma che, particolarmente in Italia, ingloba la stragrande maggioranza delle medie e piccole aziende italiane. È spiacevole constatare che solo una minoranza di imprese familiari, intorno al 15%, arriva in maniera adeguata alla terza generazione. È stato accertato che le aziende familiari capaci di fronteggiare meglio le varie fasi di avvicendamento generazionale sono proprio quelle che utilizzano i necessari servizi di consulenza professionale e si impegnano maggiormente nella formazione dei propri responsabili, specie nei settori della finanza e della pianificazione strategica, preparandosi in tempo per la soluzione dei problemi finanziari legati alla loro crescita organica e coordinata ed all'applicazione delle necessarie innovazioni di processo e di prodotto¹⁷.

¹⁶ PRETI P., *L'organizzazione della piccola e media impresa. Nascita e sviluppo dell'impresa di minori dimensioni*, Egea 1991; Idem, *L'organizzazione dell'impresa di minori dimensioni: analisi un caso aziendale*, in *Finanza, Marketing e produzione*, n. 18/94, pag. 5.

¹⁷ Sul tema è particolarmente significativa la nota del Prof. Luigi Guatri, dal titolo emblematico *Più attenzione alla piccola e media impresa italiana*, che qui si riporta: "Le piccole e medie imprese hanno tradizionalmente un peso elevato nel contesto produttivo del nostro paese, le cui fortune dipendono largamente (anche in materia di occupazione) dalle loro vicende, cioè dalle loro capacità creative, dall'abilità a inserirsi come leader in nicchie di mercato, dalla loro intraprendenza fatta di gusto del lavoro e del rischio, dalla maggiore elasticità che le caratterizza rispetto al mondo delle grandi imprese. È perciò corretta, anche sul piano politico, la crescente attenzione che viene dedicata alle piccole medie imprese (si ricordi che da noi il medio

Da segnalare poi che nel Mezzogiorno non è tanto la natalità delle imprese che difetta. Quello che più pesa sono le difficoltà che queste imprese, nate o ampliate con il sostegno delle agevolazioni, devono superare per sopravvivere e svilupparsi adeguatamente a causa delle carenze fondamentali dell'impresa locale e della serie di ostacoli che ne condizionano le attività e lo sviluppo, specie in campo internazionale.

Sono evidenti i vantaggi che le imprese ricaverebbero da una loro maggiore collocazione internazionale, basata non solo sulle modalità tradizionali dell'interscambio, sotto forma di importazioni e/o di esportazioni, ma soprattutto su forme più innovative di penetrazione nei mercati, quali l'acquisizione di attività produttive all'estero e gli accordi di cooperazione tra imprese.

In un sistema sempre più concorrenziale è necessario, anzi essenziale, un passaggio facilitato e pianificato dal capitalismo familiare a quello più diffuso di tipo manageriale con l'accettazione da parte dell'imprenditore di una gestione più esposta al vaglio dei diversi soggetti interessati al patrimonio dell'impresa. Ciò è reso oggi più facile dal rafforzamento dei presidi legislativi in materia di controllo societario, di trasparenza del possesso azionario, di tutela

equivale spesso al piccolo di alcuni grandi paesi, quali gli Stati Uniti). È ora che anche l'accademia, che pure non è mai stata estranea al tema, concentri di più su queste categorie di imprese, certo altamente innovative, ma anche bisognose di appoggi culturali, la propria attenzione. Almeno il 90% della produzione scientifica, in materia aziendale, si riferisce alla grande impresa: una realtà non certo priva di peso, ma sostanzialmente non così importante ed esclusiva da escludere una maggiore e diversa attenzione alle imprese di più limitata dimensione, alle quali, del resto, teorie e strumenti avanzati possono perfettamente adattarsi, con appropriate correzioni", in *Finanza, Marketing e Produzione*, supplemento di Italia Oggi, nr. 18/94, pag. 1.

del bilancio certificato di fronte ad impugnative pretestuose ed in genere dalla migliore regolamentazione dei mercati¹⁸.

Di contro occorre vincere la tradizionale resistenza di una parte del mondo imprenditoriale a cedere una parte del loro controllo delle aziende familiari ai risparmiatori ed anche agli investitori istituzionali (quali merchant bank, fondi chiusi, fondi pensioni, venture capital, ecc.)¹⁹. Per

¹⁸ I maggiori progressi sono stati conseguiti in sede di recepimento di direttive comunitarie, destinate sempre di più a costituire il corpus normativo delle imprese. Cfr. FORTUNATO S., *Bilancio e contabilità di imprese in Europa*, Cacucci Editore, Bari 1993.

In linea con i principi ispiratori della normativa comunitaria per l'economia produttiva è necessario che il riordino sia esteso in altri comparti, specie quello fiscale, previdenziale e regolamentare, con la previsione di uno "statuto delle imprese" al posto dell'attuale precarietà delle regole imposte. Insieme agli obblighi questo statuto deve prevedere i diritti delle imprese nei confronti di tutti gli enti ed i soggetti con i quali esse entrano in rapporto, realizzando così i principi dell'economia di mercato, quali la libertà, la parità di trattamenti, la sana concorrenza, l'esatta responsabilità e in definitiva la salvaguardia delle imprese.

¹⁹ Tra gli investitori istituzionali si sono di recente aggiunti i fondi pensioni che, dopo oltre un decennio di dibattito hanno trovato finalmente disciplina in Italia (con D.Lgs. 21 aprile 1993 n. 124 emanato in forza della Legge Delega 23 ottobre 1992 n. 421) anche se non si sono ancora diffusi per la sfavorevole disciplina fiscale.

Compito dei fondi pensione è la gestione in forma collettiva dei contributi dei lavoratori e dei datori di lavoro. Con l'incentivazione verso i fondi pensioni e le forme integrative di risparmio previdenziale basate sul principio della capitalizzazione, si possono realizzare significativi miglioramenti in termini di stabilità dei flussi di risorse prevedibili per gli investimenti in valori mobiliari a medio o lungo termine, quali sono gli investimenti azionari in aziende minori con prospettiva di crescita, a fronte di passività non commerciabili sul mercato né rimborsabili anticipatamente, come sono appunto i fondi pensione. Questa caratteristica, tipica dei fondi pensione, assai diffusi negli altri paesi industrializzati, comporterebbe miglioramenti nella gestione del risparmio, con notevoli economie di scala per l'analisi, la selezione ed il controllo degli investimenti, superando quel limite ope-

favorire questa evoluzione verso il mercato è necessario che proprio questi investitori, che operano abitualmente nel capitale di rischio, prestino specifica attenzione alle iniziative dirette allo sviluppo delle realtà imprenditoriali minori, che, come già detto, costituiscono l'ossatura del nostro sistema produttivo ed hanno potenzialità reddituali in molti casi superiori alle imprese maggiori²⁰.

Oltre che nelle imprese medie, pure nell'ambito delle imprese con fatturato compreso tra 10 e 20 miliardi ci sono significative opportunità per interventi di investitori istituzionali, che vanno coltivate per raggiungere delle utili integrazioni a sostegno dell'economia reale. Questo circuito virtuoso può essere favorito dalla presenza di mercati regolamentati capaci di smobilizzare le partecipazioni in tali imprese acquisite dai fondi chiusi, che vengono così a beneficiare della valorizzazione degli investimenti azionari, dopo aver aiutato le imprese a svilupparsi con profitto.

4. Il ruolo delle banche nell'evoluzione della struttura proprietaria delle imprese

L'attività di intermediazione nel mercato della riallocazione proprietaria delle imprese riguarda a vario titolo di-

riativo pesantemente avvertito dai fondi comuni ordinari come possibilità (o meglio rischio) di riscatto delle quote sotto l'influenza di aspettative e tendenze del mercato.

Per essere pronti a fronteggiare adeguatamente tale eventualità i fondi comuni hanno finora preferito investimenti facilmente liquidabili a scapito degli investimenti in azioni, specie quelli in imprese con minori mercati (titoli sottili).

²⁰ Cfr. VERRASCINA G., *Mercati locali e fondi chiusi*, Relazione al Convegno su *L'investimento azionario strumento strategico per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, presso la Facoltà di Economia e Commercio di Bari, pubblicata su *Italia Oggi*, 13 maggio 1994.

verse istituzioni, quali gli studi legali e professionali, le organizzazioni temporanee (fiere) o permanenti, i centri di informazioni, le associazioni di categoria, le imprese specializzate nell'acquisto, ristrutturazione e rivendita di altre imprese nonché i curatori fallimentari o altre funzioni incaricate della riallocazione di aziende in crisi.

Tra queste istituzioni un ruolo determinante dovrebbe essere svolto dalle istituzioni finanziarie, che oltre a beneficiare di un più facile legame tra acquirenti e venditori, possono fornire gli strumenti finanziari necessari per la conclusione delle trattative. Questa funzione di riallocazione dovrebbe ritenersi sempre più vicina a quella tipica di finanziamento delle imprese, pur se distinta ed indubbiamente più complessa²¹.

Per l'importanza delle loro relazioni con le imprese le banche possono esercitare funzioni fondamentali nella riallocazione proprietaria attraverso la supervisione e il controllo connessi all'attività di finanziamento. Nei principali paesi i rapporti tra banca e industria si sono cementati proprio per l'esercizio di queste funzioni e sono stati tra i fattori determinanti nella evoluzione delle forme di controllo della grande impresa, assegnando alle banche un ruolo importante nella fase di passaggio dal capitalismo familiare a quello manageriale e finanziario.

Rispetto al modello americano delle "public companies", controllate dai managers a loro volta controllati dal sistema finanziario, ed al modello di banca mista che, con il superamento della fase del controllo familiare dell'impresa, individua il perno del controllo nel legame tra i dirigenti e la banca, la passata esperienza italiana della banca mista

²¹ Cfr. PESARESI N., *Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 305.

si è esaurita con la crisi degli anni trenta, avendo poi lasciato funzionare nei successivi decenni il controllo familiare della grande impresa. La stessa gestione della grande crisi portò ad una gigantesca operazione di riallocazione proprietaria di buona parte della grande industria sotto il controllo statale.

Considerato che la legge bancaria del 1936 inibì il controllo delle banche sulle imprese, per molto tempo in Italia gli unici aiuti per il passaggio dal controllo familiare delle imprese a quello manageriale e finanziario furono forniti dagli istituti di credito mobiliare ma senza produrre una significativa evoluzione del capitalismo privato verso forme di superamento del controllo familiare dei grandi gruppi. Con l'espandersi dell'intervento pubblico nell'economia si è invece sviluppato nei passati decenni il controllo pubblico-politico sulle imprese attraverso le partecipazioni statali ed altre istituzioni pubbliche, compresi gli intermediari²².

Negli anni settanta non sono mancati gli interventi degli enti creditizi per la soluzione di crisi che hanno colpito le grandi imprese, che si sono concretizzati nella costituzione dei consorzi previsti dalla legge n. 787 del 1978 e nell'amministrazione straordinaria prevista dalla legge n. 95 del 1979. In concreto, anche in questi casi, le istituzioni creditizie non assunsero un ruolo attivo nel promuovere e indirizzare le imprese verso l'adozione di valide misure di risanamento o di riallocazione della proprietà. Il più delle volte gli interventi furono finalizzati a beneficiare dei sussidi pubblici senza incidere significativamente sulle condizioni delle imprese.

²² Cfr. NARDOZZI G., *Il ruolo delle banche nell'evoluzione delle strutture proprietarie dell'impresa*, in *Il Mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 357.

Negli anni ottanta, con il mutare dell'orientamento delle autorità di vigilanza bancaria a favore di un sostegno dell'attività di finanziamento azionario delle imprese attraverso una diversa regolamentazione delle partecipazioni bancarie, si attivò una concreta possibilità di sviluppo del merchant banking. Si riteneva che le istituzioni impegnate in tale attività potessero dare un contributo rilevante, anche senza impegnare direttamente capitali, favorendo la mobilitazione del risparmio verso l'investimento azionario e gli scambi di pacchetti azionari di minoranza e di controllo²³.

Alla prova dei fatti anche questa fase non decollò proprio per il ritardo accusato dall'Italia nello sviluppo di forme innovative di finanza d'impresa dovuto al forte condizionamento di un capitalismo familiare arroccato che invece altrove aveva lasciato da tempo posto al capitalismo manageriale e finanziario²⁴.

²³ GALLI G., ONADO N., *Dualismo territoriale e sistema finanziario*, op. cit., pag. 51.

²⁴ Per ulteriori commenti sull'attività delle banche d'affari cfr. PESARESI N., *Aspetti economici e normativi ...*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 305; CONTI V., MACCARINELLI M., RATTI M., *Le partecipazioni delle banche ...*, op. cit., pag. 13.

L'esempio più significativo di attività di "merchant banking" da tempo svolte in via diretta in Italia è certamente quella della Banca di Credito Finanziario S.p.A. - Mediobanca. Sin dal 1949, con successive delibere il Comitato per il credito e il risparmio ha seguito l'indirizzo di consentire, pur se entro limiti, l'assunzione di partecipazioni in imprese delle società per azioni esercenti il credito a medio termine, nell'intento di "promuovere iniziative utili allo sviluppo economico del paese".

Ad una simile vocazione statutariamente sancita, Mediobanca ha unito una capacità tecnica largamente riconosciuta nella conduzione di rapporti finanziari con le imprese sovvenute e consigliate. Cfr. CIAMPI C.A., *Alcune considerazioni sull'opportunità di promuovere attività finanziarie del tipo 'merchant banking'*, in *Credito Popolare* 11/12, 1984, pag. 570.

Come giustificazione di fondo, tuttora valida, vi è il permanere di una naturale resistenza, da parte dei proprietari delle imprese, all'allargamento del controllo societario ad altri soggetti. Questa resistenza è capace di ingessare non solo il mercato della proprietà ma pure le altre forme di controllo o di partecipazione spesso richieste dal sistema bancario. In questo scenario non favorevole del mercato della riallocazione proprietaria il mondo delle piccole e medie imprese, che pur sono vivaci e dinamiche nelle loro attività tipiche, vive in una sorta di isolamento senza alcun legame con il vero mercato dei capitali.

Rispetto a questa situazione che ha visto la banca incidere solo marginalmente sulle modalità di controllo delle imprese, pure nei casi di forte fabbisogno di finanziamento, oggi ci troviamo di fronte ad una profonda svolta che vede insieme una nuova regolamentazione delle banche e un particolare bisogno di assistenza finanziaria delle imprese.

La profonda riforma normativa per le banche è costituita dal Testo unico di legislazione bancaria, che ha sostituito la vecchia legge bancaria del 1936 con una normativa fortemente orientata verso i mercati, basata sul principio della despecializzazione istituzionale, operativa e temporale in grado di rafforzare la libera concorrenza sul mercato creditizio, salvaguardando la stabilità degli enti creditizi.

Il bisogno impellente delle imprese deriva dagli ingenti capitali richiesti per l'applicazione delle innovazioni tecnologiche essenziali per la competitività sui mercati sempre più estesi. Pressanti richieste di interventi finanziari provengono pure dal riassetto e dalla ristrutturazione delle grandi imprese gravate da una pesante situazione debitoria prodotta, non solo dalla recessione dell'economica, ma anche dalla loro gestione, spesso fortemente legata alle personalità ed alle sole capacità finanziarie espresse dalla pro-

prietà controllante ed ancora poco influenzata dalle banche e dal mercato finanziario.

È evidente che, analogamente a quanto si è verificato negli anni ottanta, in occasione della nuova regolamentazione del merchant banking, la nuova cornice istituzionale delle partecipazioni bancarie non può da sola modificare le propensioni, le aspettative ed il comportamento del mercato delle imprese.

Per dare concretezza ai progetti di sviluppo delle imprese occorrono mercati che, con il concorso di un sistema bancario consapevole del ruolo complementare e non concorrenziale del mercato mobiliare, facciamo prevalere le favorevoli determinanti di fondo nella formazione dei prezzi di borsa, stimolando così le imprese ad emettere azioni ed obbligazioni ed i risparmiatori a sottoscrivere i titoli delle imprese.

La particolarità dell'occasione offerta alle banche per promuovere nuovi assetti di controllo della grande e media impresa deriva anche dal crollo del capitalismo pubblico che, attraverso il processo di privatizzazione, presenta straordinarie opportunità di configurare nuove forme proprietarie per i gruppi, le singole imprese e per le stesse banche²⁵.

²⁵ AA.VV., *Le privatizzazioni in Italia, aspetti strategici, economici e finanziari*, EDIBANK, 1993; VALENTE A., *La lira italiana ...*, op. cit., pag. 81; VANTELLINI P., *Le operazioni di privatizzazione. Esperienze internazionali e opportunità per l'Italia*, ETAS libri, Milano, 1992.

Per un raffronto con le esperienze estere di privatizzazione: cfr. PADOA SCHIOPPA T., *Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto*, in *Bollettino Economico della Banca d'Italia*, ottobre 1991.

Per l'analisi delle tecniche seguite in Francia e nel Regno Unito nel processo di privatizzazione, visto sia come trasferimento del controllo da un soggetto pubblico a uno privato che come veicolo di diffusione del possesso azionario cfr. CHIRI S., PANETTA F., *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 525.

Si può dire che ci sono attualmente in Italia le condizioni per rendere più fluido il mercato del controllo delle imprese e più efficiente la strutturazione dei diritti proprietari, facendoli evolvere verso forme di controllo più articolate diffuse negli altri paesi con la partecipazione di più soggetti o investitori²⁶.

Oltre che per cogliere le accresciute opportunità di mercato le banche si debbono orientare verso le imprese in quanto nelle attuali condizioni l'interesse pubblico spinge verso una rapida evoluzione dal primitivo controllo familiare al controllo manageriale e finanziario della grande e media impresa, che va aiutata ad uscire dall'isolamento, per aprirsi al mercato ed attirare capitale di rischio.

Pure nelle fasi di trasferimenti e ricambi generazionali, la banca può offrire una opportuna assistenza e consulenza nella razionalizzazione della struttura delle imprese visto

²⁶ CARDILLI D., PINZANI L., SIGNORINI P.L., *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 145.

Sull'evoluzione dei rapporti banca-impresa alla luce delle novità introdotte dal nuovo T.U., cfr.: CAPALDO P., *L'assunzione di partecipazioni bancarie in imprese non finanziarie: prospettive e limiti*, in *Banca, impresa, società*, n. 2/1993, pag. 177; CAPRIGLIONE F., *Evoluzione del rapporto finanza-industria: dalla legge del '36 al Decreto Legis n. 385 del 1993*, in *Mondo bancario*, n. 1/1994, pag. 64; CONTI V., MACCARINELLI M. e RATTI M., *Le partecipazioni delle banche al capitale di rischio delle imprese*; in *Banca, impresa, società*, n. 1/1994, pag. 3; CASTIELLO F., *La banca-impresa nella nuova legge bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 4/1993, pag. 510; NATTINO G., *Partecipazione delle banche nelle imprese*, in *Mondo bancario*, n. 1/1994, pag. 78; FILIPPI E., *Fabbisogno finanziario delle imprese italiane e ruolo degli intermediari con prevalente rilievo locale*, in *Il risparmio*, n. 1/1994, pag. 65; PARRILLO F., *La nuova legge bancaria: rapporto banca-impresa*, in *Mondo bancario*, n. 1/1994, pag. 5; NOVELLO P., *Rapporti tra impresa e banca*, in *Ufficio studi notiziario - CARIPLO*, n. 5/1993, pag. 3.

che il suo interesse è di continuare a lavorare con l'impresa anche dopo la successione, che, se mal gestita, si può risolvere negativamente per l'impresa²⁷.

Gli operatori finanziari devono acquisire la consapevolezza che la loro attività è in funzione dello sviluppo delle imprese loro clienti; nelle loro attività non possono limitarsi alla concessione ed alla gestione del credito, ma devono in qualche misura "partecipare" all'impresa finanziata, fornendo consulenza, assistenza e servizi fino all'acquisizione di quote di capitale di rischio²⁸.

Nella logica della valorizzazione del mercato e della armonizzazione della disciplina comunitaria va realizzata al più presto una radicale modifica della politica fiscale che incoraggi i risparmiatori e gli emittenti per la domanda e l'offerta di valori mobiliari, secondo linee di intervento già applicate in altri paesi europei in progetti di rafforzamento delle imprese minori quotate.

Con la revisione sostanziale delle norme fiscali in termini di omogeneizzazione dei rendimenti ricavabili dalle diverse attività finanziarie e con una maggiore neutralità fiscale rispetto alle diverse scelte di investimento e di finanziamento delle imprese si riuscirebbe a realizzare un incentivo per l'investimento azionario, facilitando il processo di rafforzamento delle società. In questa ottica si pone la recente misura governativa (D.L. n. 357 diretta ad accelerare la ripresa dell'economia) che, per orientare il risparmio

²⁷ MANZONE B., TRENTO S., *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 483.

²⁸ La normativa italiana nel precludere alle banche la possibilità di raccogliere deleghe di voto degli azionisti delle imprese (art. 2372 ecc.) non consente l'utilizzo di questo importante strumento largamente applicato dalle banche tedesche per accrescere il proprio peso all'interno delle imprese rispetto alla quota di partecipazione detenuta direttamente.

verso le imprese ed aumentare le dimensioni e l'efficienza dei mercati azionari, ha previsto l'introduzione di una cedolare secca opzionale sui dividendi azionari distribuiti da società quotate in borsa.

Come è stato chiaramente spiegato la cedolare secca del 12,50% non è uno sgravio ma una semplificazione degli adempimenti fiscali che sicuramente i risparmiatori preferiranno utilizzare per non assoggettarsi agli obblighi di dichiarazione dei redditi per i dividendi percepiti.

Un sistema fiscale orientato a favorire lo sviluppo delle società quotate può prevedere sforzi per specifici incentivi finalizzati alla sottoscrizione, con l'obbligo del loro mantenimento per un numero minimo di anni, di nuove azioni delle imprese quotate o da quotare. Sulla base delle esperienze estere di programmi di sviluppo dei mercati mobiliari può ritenersi che gli incentivi sono efficaci solo se specifici e capaci di spostare le convenienze relative.

Sotto l'aspetto dell'emittente l'interesse delle imprese verso il mercato azionario è sicuramente aumentato a seguito dell'incentivo, compreso nel suddetto decreto legge di misure per la ripresa economica, dell'abbattimento dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche dal 36 al 20% dovuta dalle società con patrimonio inferiore a 500 miliardi ammesse alla quotazione in borsa o negli altri mercati regolamentari. Questo "premio di quotazione"²⁹, come è stato definito, tende a sollecitare le medie aziende italiane comprese nella soglia fissata dal patrimonio netto ad uscire dalla logica del capitalismo familiare per affrontare il confronto con il mercato del capitale di rischio. L'impatto del provvedimento sarà sicuramente rilevante in quanto il ri-

²⁹ In appendice sono riportate le norme fiscali di incentivo sulla borsa con le relative parti della relazione e della circolare ministeriale esplicativa.

sparmio sull'Irpeg sarà sufficiente a coprire tutti i costi di quotazione in borsa. Questa misura fiscale potrebbe alleviare anche due altri mali tipici del sistema produttivo: la scarsa capitalizzazione delle imprese e lo sbilanciamento verso il capitale di credito della struttura finanziaria delle imprese, finora incoraggiate ad indebitarsi con il sistema creditizio da una normativa fiscale che incentiva l'indebitamento rispetto alle altre forme di acquisizione di capitali, in specie l'allargamento della base azionaria³⁰.

³⁰ Il prelievo fiscale sulla società nell'incidere sul rendimento dei capitali investiti, favorisce l'indebitamento rispetto al capitale proprio. Cfr. DI MAJO A., *Struttura tributaria e struttura economica: il prelievo sulle imprese*, in *Temi di discussione, Banca d'Italia*, n. 59, febbraio 1986; MAISTO G., *Disciplina tributaria in Francia, Germania e Regno Unito*, in "La creazione di un mercato del capitale di rischio delle PMI", EGEA, Bocconi, Milano; ZARA C., *Proposta in merito ad un regime tributario speciale per gli investimenti in PMI*, in "La creazione di un mercato...", op. cit.

CAPITOLO SECONDO

LE BANCHE

1. Le funzioni bancarie rilevanti per la riallocazione proprietaria

La riallocazione della proprietà richiede una complessa attività di ricerca dell'acquirente (o del venditore), di valutazione dell'azienda, di conduzione delle trattative e di definizione delle stesse nei vari aspetti di carattere contrattualistico, finanziario e fiscale. Per il compratore può essere necessario, inoltre, il reperimento dei mezzi finanziari che possono essere di capitale di debito o di rischio. Per gli eventuali finanziatori dell'operazione si rende essenziale un'attenta valutazione dell'investimento e degli strumenti da porre a presidio del sostegno previsto.

Le diverse funzioni sopra indicate possono essere svolte dalla banca nella forma di consulenza, di erogazione del credito ed anche di assunzione diretta di partecipazioni.

L'effettiva capacità della banca di esercitare queste funzioni si sviluppa seguendo un processo evolutivo che vede l'esercizio della consulenza come naturale sviluppo dell'attività più classica di valutazione del merito di credito e a sua volta l'assunzione di partecipazioni come possibilità

strategica da concretizzare dopo un adeguato sviluppo delle competenze maturate nella funzione di consulenza.

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 primo luogo attraverso la tipica attività bancaria di valutazione, basata sulle informazioni disponibili sui programmi di investimento che possono portare a formulare un giudizio sulle capacità del soggetto che controlla l'impresa (essenziale nel caso di acquisto di imprese) o su quelle del potenziale acquirente.

Pure nella tradizionale funzione di erogazione del credito la banca è in grado di influenzare le scelte di riallocazione quando esprime una valutazione positiva sulle capacità dei soggetti interessati ad acquisire il controllo di un'impresa. Ciò può costituire condizione indispensabile per far ottenere ai potenziali acquirenti i capitali richiesti per l'acquisizione ed anche per trasmettere un segnale al mercato sulla "bontà" della prospettata iniziativa. Di contro, un giudizio negativo sulla situazione e sulle prospettive economiche di un'impresa, sempre espresso nell'ambito della valutazione del merito creditizio, può indurre questa a cedere in tutto o in parte le sue attività o può segnalare al mercato, nel momento in cui emergono situazioni visibili di difficoltà o notorie esigenze di ristrutturazioni, l'opportunità o la necessità di un ricambio della proprietà. Sotto l'aspetto formale c'è da considerare che giuridicamente il contratto di credito conferisce all'ente creditizio un diritto di intervento sull'impresa solo quando si manifestano inadempienze che possono portare fino alla richiesta di fallimento.

L'altro intervento della banca può riguardare l'erogazione di finanziamenti, specialmente a medio e a lungo termine, a titolo di capitale di debito, al fine di favorire

l'imprenditore-cliente interessato ad operazioni di espansione strategica, assunzioni di partecipazioni, acquisizioni di imprese, riassetti proprietari, secondo le diverse tecniche che si possono seguire in casi del genere.

I soggetti impegnati in operazioni di riallocazione della proprietà, oltre all'erogazione dei fondi necessari e prima di essa, devono poter disporre di determinati servizi di consulenza. In questo campo un intermediario creditizio può svolgere tutti i principali servizi, quali: la valutazione, sotto forma di raccolta ed elaborazione di informazioni e dati su imprese e imprenditori, utili per valutare il rendimento attuale e prospettivo di un'azienda; la selezione o ricerca del partner giudicato più idoneo e interessato a controllare una determinata impresa ovvero delle combinazioni ottimali di imprese; la conduzione delle trattative; la predisposizione del pacchetto finanziario necessario a concretizzare la riallocazione nonché la consulenza gestionale, estesa ai diversi aspetti della gestione aziendale in special modo quelli finanziari e strategico-competitivi.

Nell'attività di intermediazione per la riallocazione proprietaria la consulenza presenta caratteristiche di complementarità con l'attività creditizia, della quale utilizza le informazioni derivanti dalla valutazione del merito di credito e necessita dello sviluppo di specifiche competenze tecniche, trattandosi di servizio a elevato valore aggiunto e di una salda conoscenza del cliente per acquisirne la piena fiducia, essenziale per la conclusione di operazioni del genere.

A parte la sua attività di intermediazione, la banca può inserire, nella strategia degli interventi finanziari, l'assunzione di partecipazioni, temporanee o di medio-lungo termine, in imprese che hanno buone prospettive di sviluppo. Il mantenimento delle azioni in portafoglio aprirebbe la strada per la costituzione di conglomerati bancari-industriali simili a quelli tedeschi.

Nell'attività di riallocazione l'assunzione di partecipazioni può essere motivata da finalità di breve periodo e avvenire a margine di operazioni di recupero crediti ovvero di classamento garantito di titoli azionari dell'impresa emittente, senza l'obiettivo di trarre elevati proventi in conto capitale né di esercitare un ruolo di influenza sulle decisioni aziendali.

Le banche potrebbero attivare le strategie di entrare - direttamente o tramite fondi chiusi - nel capitale delle imprese, pure di minore dimensione, con una prospettiva di medio-lungo periodo, rappresentata dalla ricerca di elevati proventi in conto capitale al momento del loro collocamento in borsa, dopo aver promosso e sostenuto lo sviluppo ed il salto tecnologico ed organizzativo. Questa rappresenta la funzione economica tipica dei fondi chiusi che in altri paesi europei ed extraeuropei sono una realtà consolidata da decenni mentre in Italia sono stati da poco regolamentati³¹.

³¹ Tra gli investitori istituzionali un ruolo rilevante può essere svolto dai fondi chiusi, la cui funzione economica è di favorire l'afflusso di capitale di rischio verso imprese non quotate. Basati sulla professionalità specifica dei gestori nella valutazione delle aziende, i fondi chiusi possono investire, con prospettive temporali di medio-lungo termine, in imprese non quotate, scegliendo una eventuale "vocazione specifica" per i loro interventi (di qui la distinzione tra fondi diversificati o fondi specializzati per settore economico, zona territoriale, tipo di operazione). A salvaguardia dell'autonomia delle imprese la normativa italiana prevede che i fondi chiusi non possono detenere il controllo di imprese, se sono meno di tre. Vi possono essere fondi chiusi sottoscritti esclusivamente da investitori istituzionali e fondi offerti al pubblico, con obbligo in questo caso di quotazione su un mercato regolamentato. Cfr. GERVASONI A., PERRINI F., *I fondi di investimento mobiliare chiusi*, Istituto di Studi sulle borse Valori "A. Lorenzetti", Egea, Milano, 1994. Ai fondi chiusi si sono di recente (L. 25 gennaio 1994 n. 86) aggiunti i fondi comuni di investimento immobiliare chiusi, per investimenti in beni immobili, in diritti reali su questi beni e, fino al 50% del valore del fondo, in partecipazioni di controllo in società non quotate che svolgono in via esclusiva attività immobiliare.

A spingere le banche ad assumere interessenze in imprese vi può essere anche la ricerca di controllare i rischi derivanti dalle attività di erogazione del credito e di consulenza, data l'opportunità di controllare meglio la gestione e lo sviluppo delle imprese a tutela delle proprie ragioni di credito attraverso le maggiori informazioni acquisibili sugli affidati dei quali si detiene una partecipazione, sia pure minoritaria, o la presenza di propri rappresentanti nei consigli di amministrazione delle imprese-clienti partecipate³².

Finora tra le diverse funzioni sopra descritte quella più frequentemente perseguita è stata l'assistenza data dagli enti creditizi nell'organizzazione di operazioni per il reperimento di fondi, sotto forma di capitale di rischio o di debito, con emissioni obbligazionarie, finanziamenti in pool ed aumenti di capitale. Tra qualche tempo di estremo interesse sarà la verifica del grado di effettivo utilizzo da parte del sistema bancario delle accresciute possibilità di assumere partecipazioni in imprese, derivanti dalla nuova legge bancaria.

Le banche sapranno sicuramente cogliere pienamente le implicazioni positive che pure per loro derivano dallo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, specie se questi portano ad un rafforzamento del capitale di rischio delle imprese.

In presenza di un basso livello di capitalizzazione delle imprese, speculare all'elevato indebitamento verso il sistema bancario, si rende opportuna una azione di riequilibrio diretta a ridurre i rischi connessi con l'attività di imprese,

³² Per la diffusa prassi del pluri-affidamento e la conseguente assenza per la maggior parte delle imprese di una banca di riferimento (come *hausbank*) il sistema creditizio italiano ha avuto finora una scarsa capacità di esercitare sulle imprese in via ordinaria una disciplina coerente con il volume globale dei finanziamenti, cfr. Banca d'Italia, Considerazioni finali della Relazione per l'anno 1994.

che tendono diversamente a crescere a causa delle diffuse condizioni di turbolenze ed incertezza dei mercati.

È evidente che un sistema produttivo meno vulnerabile sotto il profilo finanziario porta benefici pure alle banche attraverso la riduzione della rischiosità dei propri crediti, la cui espansione negli ultimi tempi si è tradotta in una rilevante crescita delle partite in sofferenza.

A fronte delle accresciute possibilità operative ciascuna banca deve impegnarsi per fissare in modo consapevole e con un orizzonte temporale di medio periodo i propri obiettivi strategici in rapporto all'ambiente nel quale opera prevalentemente, alla propria vocazione operativa, alle risorse tecniche ed umane presenti o reperibili, al tipo di servizio che si propone di offrire nel campo della finanza di impresa direttamente ed attraverso processi di fusione e di aggregazione, alla introduzione nella propria struttura delle innovazioni di tipo tecnico, organizzativo ed operativo necessarie per offrire alla clientela i servizi ed i prodotti prescelti.

Per la complessità delle variabili da esaminare e valutare si richiedono scelte non facili per le banche, soprattutto per quelle di minore dimensione. Il nodo primario da sciogliere è la giusta individuazione dei segmenti di mercato nei quali operare e di conseguenza la struttura operativa con la quale provvedervi, che deve essere compatibile con le risorse disponibili. Questi due aspetti sono strettamente correlati e possono congiuntamente portare in definitiva ad individuare o meno la convenienza a far ingresso nella nuova logica dei rapporti banca-impresa, soprattutto nelle offerte di servizi innovativi.

In questo nuovo scenario di apertura degli assetti di controllo è auspicabile una concertazione tra le banche, specie nell'assistenza delle imprese nella fase di avvicinamento ai mercati, con adeguate combinazioni di consulenza finanziaria, di forniture di mezzi finanziari e di apporti di capitali.

Vi sono tutte le premesse perché gli ingredienti del credito, della consulenza e del capitale di rischio siano sempre più presenti nell'attività finanziaria fornita dalle banche a servizio della produzione e delle imprese, coinvolgendo nel processo di mutamento le strutture organizzative, i profili professionali e la "cultura" aziendale³³.

2. *Gli sviluppi recenti della normativa sulle partecipazioni bancarie*

Nel contesto di un notevole fermento normativo in materia finanziaria, derivante soprattutto dal recepimento di direttive comunitarie in materia di diritto societario, di mercato mobiliare e di legislazione bancaria, l'entrata in vigore dal 1° gennaio 1994 del nuovo T.U. delle leggi bancarie e la emanazione da parte del Ministro del tesoro di quattro decreti-legge sulla trasformazione delle scadenze, la raccolta del risparmio, la detenzione di partecipazioni, i grandi fidi, hanno prodotto un profondo cambiamento normativo per il sistema creditizio, creando come già detto le premesse per un ruolo più incisivo delle banche italiane nel mercato della riallocazione delle imprese e per una estensione delle possibilità delle imprese di raccogliere fondi sul mercato.

La nuova normativa innova profondamente forme e campi di attività dell'intermediazione bancaria, favorendo lo sviluppo di un mercato mobiliare in grado di affiancare le banche nel finanziamento dell'economia³⁴.

³³ DESARIO V., *Il nuovo ordinamento del credito e il suo impatto organizzativo sulle banche*, in *Rivista bancaria*, nov./dic. 1993, pag. 25.

Per l'esame dei riflessi degli investimenti in "partecipazioni" sulla gestione bancaria, cfr. DELL'ATTI A., *Aspetti dinamici della gestione bancaria*, Cacucci Editore, Bari, 1993, pag. 25.

³⁴ Sulle novità introdotte dal recepimento delle seconda direttiva

Nel complesso, pur se con le dovute differenziazioni in rapporto alle esperienze maturate nel settore ed alle disponibilità delle risorse, le nuove norme prevedono per le banche una libertà operativa e organizzativa superiore a quella fino a oggi consentita, facendo così cessare la distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale, senza peraltro contraddire il principio di separatezza tra banche e imprese. Le norme di recepimento della direttiva comunitaria consentono l'acquisizione e la detenzione da parte delle banche di partecipazioni in imprese non finanziarie con la indicazione delle possibilità e delle modalità di assunzione, stabilendo sia un limite quantitativo complessivo sia un limite relativo alle partecipazioni in singole imprese e gruppi di imprese (cfr. tav. n. 1).

Maggiori possibilità operative possono essere consentite dalla Banca d'Italia a enti e gruppi creditizi che, per dimensione e stabilità, sono giudicati in grado di fronteggiare i rischi aggiuntivi derivanti dall'assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie³⁵.

CEE in materia bancaria e dal successivo T.U. regolatore cfr.: AA.VV., *Le direttive CEE in materia bancaria* (a cura di CESARINI F. e SCOTT CANUZZI S.) Giuffrè, Milano, 1991; AA.VV., *"Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria"* (a cura di CAPRIGLIONE F., Cacucci Editore, Bari, 1993); AA.VV., *Commentario al testo unico in materia bancaria* (a cura di CAPRIGLIONE F.), Cedam, 1994.

³⁵ A fronte di una espansione potenziale delle partecipazioni bancarie nel capitale delle imprese pari a 44.300 miliardi sui dati di fine dicembre 1993, le banche hanno impegnato 5 mila miliardi, ai quali vanno aggiunti 600 miliardi di investimenti effettuati dalle loro merchant bank, "Peraltro, data la complessità delle valutazioni necessarie, è probabile che l'utilizzo delle possibilità di investimento in partecipazioni avvenga in maniera molto graduale", cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore* per l'anno 1993 (Bozza di stampa) pag. 312. In concreto l'esplicitazione del forte potenziale sopra indicato passa necessariamente attraverso un miglioramento e progressivo rafforzamento delle relazioni tra imprese e banche ed un più forte legame collaborativo tra sistema industriale e sistema bancario.

Tav. 1 - Enti e gruppi creditizi: limiti di detenibilità per l'assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie

in apporto al:	singola partecipazione	complesso delle partecipazioni
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca ordinaria	
	15%	-
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca abilitata (a)	
	3%	15% (1)
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca specializzata (b)	
	15% (2)	-
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca specializzata (b)	
	6%	50% (1)
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca specializzata (b)	
	15% (2)	-
Capitale della impresa partecipata Patrimonio di vigilanza della banca partecipante	Banca specializzata (b)	
	15%	100% (1) 60% per le qualificate

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

(2) 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.

- (a) *banca abilitata*: le banche di primaria importanza, con un patrimonio non inferiore a 2.000 miliardi di lire e con situazione patrimoniale soddisfacente rispetto ai coefficienti di solvibilità, possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia alla maggiore operatività sopra descritta;
- (b) *banca specializzata*: trattasi di banche alle quali può essere consentito di operare con limiti ancora più ampi rispetto a quelli fissati per le banche abilitate, in relazione alla loro consistenza patrimoniale ed alla struttura del passiva che si deve caratterizzare per una raccolta prevalentemente a medio e lungo termine, con preclusione di quelle a vista.

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 fidi rilevanti, che fissa limiti di carattere generale ed inderogabili per evitare la concentrazione di rischi.

La nuova normativa sulle partecipazioni bancarie introduce una significativa innovazione anche nelle possibilità di acquisizione di partecipazioni in imprese in difficoltà, prevedendo che gli interventi partecipativi delle banche 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 e verificate dalla Banca d'Italia:

- il piano, proposto da più banche che rappresentano un'elevata quota dell'esposizione complessiva, deve prevedere il riequilibrio economico e finanziario entro un periodo di tempo di norma non superiore a cinque anni;
- almeno una delle banche aderenti al piano dev'essere di primaria importanza, ovvero il piano dev'essere confortato dalla revisione di un "soggetto di elevato standing";
- deve essere individuato un soggetto di elevata professionalità, con la responsabilità di verificare la corretta esecuzione del piano di risanamento e il sostanziale conseguimento degli obiettivi intermedi e finali fissati nel piano stesso;
- l'acquisizione delle partecipazioni deve riguardare solo azioni di nuova emissione e non già quelle in circolazione;
- la partecipazione delle banche al piano deve comunque avvenire nel rispetto dei limiti previsti in materia di partecipazioni e dei vari istituti di vigilanza prudenziale.

Questa nuova regolamentazione del rapporto banca e impresa, decisamente orientata alla concertazione degli in-

terventi del ceto bancario in presenza di crisi di imprese e gruppi, può favorire il superamento delle attuali condizioni di “ingessamento” del mercato della riallocazione proprietaria, consentendo l’inserimento di modelli di controllo ampiamente diffusi in altri paesi³⁶.

Attraverso il rilancio del capitale di rischio pure le imprese in temporanea difficoltà possono attivare i necessari piani di ristrutturazione produttiva ed organizzativa, recuperare la produttività e le capacità competitive, ridurre l’eccessivo indebitamento, rafforzare la guida strategica ed operativa, migliorare la redditività come risultato finale di un circuito virtuoso di risanamento aziendale con espansione della produzione e degli investimenti.

Sotto l’aspetto giuridico la riallocazione della proprietà che ha luogo al verificarsi di una crisi aziendale è disciplinata da apposite procedure, che si applicano quando l’impresa è nella impossibilità di rimborsare i debiti alle scadenze previste, e mirano a regolare e risolvere i conflitti fra i diversi soggetti che hanno interessi nell’impresa.

Infatti i proprietari sono desiderosi di preservare il proprio capitale, i creditori richiedono il rimborso dei propri fondi mentre i dipendenti, oltre alla garanzia dei propri eventuali crediti, sono fortemente interessati al mantenimento del posto di lavoro e quindi alla conservazione dell’impresa.

Al manifestarsi di una situazione di crisi, possono darsi tre casi di possibile evoluzione della situazione aziendale: — l’impresa si presenta risanabile solo attraverso una temporanea ristrutturazione delle passività, in particolare una ricontrattazione delle scadenze dei debiti;

³⁶ BARCA F., *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 47.

- l'impresa si presenta risanabile, a seguito di una ristrutturazione produttiva, collegata o meno ad una riallocazione totale o parziale del controllo;
- l'impresa non si presenta risanabile né con l'attuale proprietario né con un cambio di proprietà e viene valutato che per ricavare il massimo valore dell'impresa è necessario farne cessare l'attività per procedere alla liquidazione dei beni aziendali.

È notorio che in Italia le procedure ordinarie di intervento nelle aziende in crisi (fallimento, concordato preventivo e fallimentare, ecc.) sono maggiormente finalizzate a tutelare gli interessi dei creditori attraverso la liquidazione delle aziende in crisi, che a preservare il valore dell'impresa attraverso la riorganizzazione o la riallocazione. A questi ultimi fini sono stati orientati, fra la fine degli anni settanta e l'inizio degli anni ottanta, alcune normative straordinarie (in particolare le leggi per la costituzione della GEPI, per la ristrutturazione industriale e l'amministrazione straordinaria).

Alla prova dei fatti pure questi tentativi non hanno raggiunto gli obiettivi prefissati in quanto in diversi casi si è voluto conseguire anche un secondo risultato di semplice ammortizzatore degli effetti sociali delle crisi aziendali³⁷.

³⁷ Per l'analisi della normativa italiana sulla riallocazione della proprietà in casi di crisi aziendale riferita anche alle esigenze di una riforma dei vari istituti rispetto alla normativa europea cfr. BOCCUZZI G., CERCONE R., *Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 415.

CAPITOLO TERZO

I MERCATI MOBILIARI

1. Il ruolo delle borse valori nella riallocazione delle imprese

In Italia, il mercato della borsa è in forte ritardo rispetto agli altri paesi soprattutto per l'esiguo numero delle azioni quotate e per il limitato volume dei titoli trattati, nonostante che negli ultimi anni si siano realizzate significative riforme normative ed organizzative, che hanno fatto evolve- re la cornice istituzionale e l'assetto tecnologico del merca- to mobiliare italiano, pur considerando gli effetti positivi in termini di rivitalizzazione del mercato a seguito dell'avvio del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche.

Il profondo processo di ampliamento e di ammoderna- mento delle strutture si è realizzato con l'istituzione di nuove figure di intermediazione ('Società di intermediazione mobiliare) con le riforme delle modalità di contrattazione (ossia il passaggio dell'asta per chiamata alla contrattazione continua telematica) con la regolamentazione dell'insider trading e delle offerte pubbliche all'acquisto, con l'arricchimento della categoria degli investitori istituzionali grazie allo sviluppo dell'attività dei fondi comuni.

Nel complesso l'attività, l'informazione societaria, la trasparenza delle operazioni nonché i supporti tecnici a disposizione della borsa sono migliorati mentre permangono elementi di fragilità strutturale e di inadempienze dalle dimensioni complessive specie nei confronti internazionali. Le condizioni d'insufficienza della borsa, che sono complementari alla scarsa negoziabilità del controllo societario, non consentono di risolvere in via ordinaria l'antico problema di una squilibrata finanza d'impresa, che va affrontato con un progetto strategico di ampio respiro.

Nel più esteso mercato delle imprese, la borsa dovrebbe rappresentare la struttura alla quale aderiscono le imprese che hanno scelto di rispettare determinate regole sulla produzione e la diffusione di informazioni, i diritti dei soci di minoranza e le modalità della negoziazione dei titoli proprietari³⁸.

Questo meccanismo dovrebbe consentire la rapida acquisizione da parte dei soggetti interessati e dei terzi in genere delle informazioni sulle scelte dei proprietari controllanti e sui loro effetti. Come garanzia che la bontà di tali informazioni non sia distorta proprio dai soggetti che detengono il controllo delle imprese, è indispensabile l'apporto di enti creditizi, istituzioni finanziarie (banche d'affari, altri operatori) che raccolgano tali informazioni, le valutino e offrano consulenza specialistica e appoggio finanziario a soggetti terzi intenzionati ad acquistare titoli quotati.

Sotto queste condizioni, la borsa valori può assicurare un'elevata ed effettiva negoziabilità dei titoli di proprietà e delle obbligazioni ed una loro diffusione al dettaglio³⁹. Può

³⁸ Cfr. BANFI A., DACREMA P. (a cura di), *La borsa e il mercato mobiliare. Organizzazione, strumenti e intermediari*, Utet, 1994.

³⁹ Un nuovo impulso per lo sviluppo del mercato borsistico può aversi dai nuovi strumenti tipo di raccolta attivabili dagli intermediari

inoltre consentire una facile riallocazione del controllo societario essenziale nel vasto processo di privatizzazione delle società pubbliche attualmente in corso in Italia, destinato ad incidere in maniera significativa sull'evoluzione del nostro mercato mobiliare, vista l'assoluta rilevanza di società pubbliche nel listino borsistico⁴⁰.

Per le imprese quotate è essenziale il ruolo degli operatori specializzati, degli intermediari finanziari in grado di impegnarsi direttamente nel collocamento e nell'assicurare la liquidità dei titoli azionari e delle obbligazioni che possono rappresentare la vera grossa novità per le imprese nello scenario di un costruttivo rapporto banca-impresa-mercato, delineato dalle norme di recepimento delle direttive comunitarie sulla attività creditizia e sul mercato mobiliare⁴¹.

finanziari e dai prenditori imprenditoriali quali, obbligazioni e cambiali finanziarie in aggiunta ai tradizionali certificati di depositi bancari.

Per essi e soprattutto per le obbligazioni bancarie ci sono le condizioni per cercare un mercato spesso ed efficiente in grado di assicurare l'affidabilità dell'emittente e la stabilità del sistema.

In linea con questo obiettivo di sviluppo ordinato dei titoli di massa la Banca d'Italia ha fissato un tetto minimo di L. 300 Miliardi per le emissioni al pubblico di titoli obbligazioni bancari, consentita dalla recente disciplina del T.U. in materia creditizia. Con lo stesso intento di sviluppare un mercato secondario di obbligazioni e di altri valori mobiliari emessi dalle banche l'ABI ha di recente presentato alle Autorità di controllo una proposta di costituzione di un mercato "globale" nel quale possono essere trattati sia quantitativi all'ingrosso che al dettaglio.

L'ipotizzato mercato e le relative strutture di negoziazioni potrebbero essere utilizzati per la trattazione di un'ampia varietà dei titoli, diversi dalle obbligazioni, compresi quelli emessi da imprese di medie dimensioni.

⁴⁰ Per un'analisi dei rapporti fra privatizzazioni e sviluppi dei mercati azionari cfr. ARTONI R., *Borsa e privatizzazioni*, in *Il mercato della proprietà ...*, op. cit., pag. 573.

⁴¹ Sui rapporti banche, imprese e borsa, cfr.: AA.VV., *Tendenze*

Lo sviluppo della borsa richiede un sistema coordinato di servizi di consulenza, assistenza per gli operatori unitamente a forme di tutela e garanzia dell'azionariato di minoranza nei diversi mercati ed allo sviluppo di agenzie di rating per la valutazione e l'indirizzo delle scelte oculte degli investitori e dei risparmiatori⁴².

Per le più accentuate difficoltà e complessità dello scenario esterno del Mezzogiorno, maggiore è lo sforzo che gli operatori e le banche in particolare, devono sostenere per ricercare dimensioni e spazi di mercato sufficienti a promuovere una efficace azione di sostegno innovativo dell'imprenditoria e di sviluppo dei servizi finanziari⁴³.

Anche per la mancanza di una adeguata "expertise" finanziaria e strutturale è difficile che nel Mezzogiorno l'ac-

nuove della intermediazione finanziaria, Egea, Milano, 1991; AA.VV., *Il governo delle imprese*, Cedam, Padova, 1992; BIANCHI T., *La borsa valori e il mercato finanziario*, UTET, Torino, 1989; CIOCCA P., *Banca, finanza, mercati*, Einaudi, Torino, 1991; FORESTIERI G., ONADO M. (a cura di), *Banche e mercati mobiliari*, Milano, Egea, 1992; GERVASONI A., *Verso una borsa europea. La riforma del mercato mobiliare italiano e l'integrazione di mercati finanziari*, Egea, Milano, 1992; MASERA R.S., *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Laterza, Bari, 1991; MASSARI M. (a cura di), *Le imprese che possono accedere alla borsa valori in Italia*, Il Sole 24 Ore, Libri, Milano, 1992; MODIGLIANI F., *Consumo, risparmio e finanza*, Il Mulino, Bologna, 1993. MONTI M., *Il governo dell'economia e della moneta*, Longanesi, Milano, 1992; ONADO M., *Economia dei sistemi finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1993; RICCI R., MESSINA C., *L'innovazione finanziaria*, UTET, Torino, 1992; ROMA G., *Il sistema finanziario italiano: mercati e controlli*, Edibank, 1994; VALENTE A., *La lira Italiana: problemi e prospettive*, Cacucci, Bari, 1993.

⁴² Di estremo interesse è l'iniziativa di recente avviata dal Mediocredito Centrale per la costituzione della prima agenzia di rating italiana specializzata per la valutazione del debito delle piccole e medie imprese italiane con l'appoggio delle banche dati di Nomisma e Databank e con capitale molto frazionato per garantire la massima autonomia.

⁴³ Cfr. DINI L., Relazione introduttiva al "Workshop Isveimer". *Il fattore finanza per la competitività dell'azienda Mezzogiorno*, Capri, 11-12 novembre, 1989, Banca d'Italia, "Documenti", n. 267).

cesso delle imprese al capitale di rischio e l'allargamento della base societaria si realizzino in modo naturale e spontaneo sul mercato azionario. L'esperienza di altri paesi dimostra che occorre una chiara ed efficace politica di incentivi, soprattutto fiscali, per promuovere il coinvolgimento nel mercato dei capitali di tutte le imprese con buone prospettive, comprese quelle minori.

Sempre con riferimento al Mezzogiorno vale la considerazione che, trattandosi di un sistema strutturalmente più fragile, la fornitura di servizi innovativi nel campo della finanza d'impresa e l'acquisizione di partecipazioni in imprese non finanziarie non devono rimanere attività esclusiva delle banche di maggiori dimensioni, soprattutto per le operazioni più rilevanti. Per agevolare una diffusione di tali interventi possono risultare utili progetti di integrazione e di aggregazione delle realtà bancarie locali, che altrimenti singolarmente prese non sarebbero nelle condizioni di cogliere queste nuove opportunità di mercato, specie negli interventi più consistenti, che richiedono competenze e strutture specialistiche in grado di controllare i rischi connessi attraverso procedure comportanti rilevanti investimenti per l'impianto e la gestione⁴⁴.

Pur con la dovuta cautela e gradualità le banche devono svolgere un ruolo attivo per il rafforzamento delle imprese e quindi di loro stesse, attraverso la pianificazione di azioni strategiche ed operative orientate all'assistenza delle imprese nelle fasi di avvicinamento ai mercati di capitali, con adeguate ed integrate combinazioni di consulenza finanziaria creativa e di mezzi finanziari ed apporti di capitali

⁴⁴ Cfr.: MOLINARI S., *Le strategie e le opportunità per le banche*. Sintesi dell'intervento al convegno "La partecipazione al capitale delle medie imprese", organizzato dal Mediocredito dell'Umbria il 22 marzo 1994, in *Srl*, supplemento mensile di Italia Oggi, aprile 1994, pag. 50.

in un'ottica di stretta complementarità di funzioni e non già di concorrenzialità tra intermediazione creditizia ed il mercato azionario. Vi sono tutte le premesse perché gli ingredienti del credito, della consulenza e del capitale di rischio siano sempre più presenti nell'attività finanziaria posta in essere dalle banche a servizio della produzione e delle imprese.

Per la maggior possibilità di esprimere un significativo valore aggiunto questo nuovo rapporto banca-impresa-mercato deve essere basato su reciproca esperienza, professionalità e competenza e riguardare anche l'impresa minore, per la quale il contributo delle banche deve essere ovviamente più articolato ed esteso alla gestione finanziaria per metterla in condizione di favorire la crescita e l'apertura anche al capitale di rischio e l'inserimento nel mercato mobiliare, da vedere ormai in una visione integrata europea visto il progredire del processo di unificazione europea⁴⁵.

Di rilevante interesse si presenta il potenziale di queste attività di avvicinamento delle imprese alla borsa visto che, in termini di patrimonio netto, le società quotate rappresentano solo il 16,6 per cento delle società di capitali (15,1 se si escludono le istituzioni creditizie).

Il limitato ricorso alla quotazione in borsa può dipendere, dal lato dell'offerta, da fattori dimensionali e da una modesta propensione delle imprese italiane a ricorrere a tale mercato. L'importanza di questo ultimo aspetto è com-

⁴⁵ GERVASONI A. (a cura di), *Verso una banca europea: la riforma del mercato mobiliare italiano e l'integrazione dei mercati finanziari*, EGEA, Milano. Per un'analisi dell'evoluzione dell'industria del capitale di rischio e di sviluppo delle imprese nell'esperienza francese cfr. D'EUFEMIA M., *Il capitale di rischio e di sviluppo nell'esperienza francese*, in *Rassegna Economica del Banco di Napoli*, n. 4, ottobre/dicembre 1993, pag. 869.

provata dal fatto che, se si prendono in esame le società che soddisfano il requisito dimensionale per essere ammesse alla quotazione del mercato principale (un patrimonio netto non inferiore a 10 miliardi di lire), solo il 27 per cento del patrimonio risulta essere effettivamente quotato in borsa.

Per altro verso, recenti indagini campionarie hanno messo in evidenza la modesta diffusione del possesso azionario tra le famiglie. Meno del 5 per cento delle famiglie detiene azioni, contro, ad esempio, l'11,6 per cento della Germania e il 14 per cento della Francia. Tale dato trova conferma nelle indicazioni riferite alla forte presenza del controllo familiare diretto dalle società di dimensioni minori ed alla concentrazione della struttura proprietaria (su un campione di imprese è risultato che i primi tre azionisti possiedono il 72% per cento, del capitale di S.p.A. quotate; percentuale che si eleva al 99% per il capitale delle S.p.A. non quotate e società a responsabilità limitata.

In Italia il forte peso del possesso diretto delle famiglie (50,8 per cento delle azioni e partecipazioni, contro il 27 della Francia, il 13,3 del Regno Unito ed il 16,9 della Germania conferma, oltre che il limitato ruolo degli investitori istituzionali, la forte presenza del controllo familiare diretto sulle piccole e medie società di capitali, che hanno un peso preponderante sull'intero universo delle società⁴⁶.

I dati sopra richiamati evidenziano la limitata propensione al mercato organizzato da parte delle imprese italiane, sulla quale si deve incidere fortemente per aumentarla in modo da farne uno dei punti di forza dei progetti finalizzati ad avvicinare le imprese minori a mercati organizzati in maniera più semplice, come quelli locali.

⁴⁶ Cfr. CANNARI L., MARCHESI G., PAGNINI M., *Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà...*, op. cit., pag. 257.

2. Gli obiettivi specifici dei nuovi mercati mobiliari

La Legge nr. 1 del 1991 di disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e dell'organizzazione dei mercati mobiliari ha rappresentato un passo fondamentale nella riforma del mercato finanziario italiano anche per quel che riguarda l'ampliamento delle possibilità di attivare nuove strategie finanziarie da parte delle medie imprese⁴⁷.

Infatti la previsione legislativa contenuta nell'art. 20 comma 4 della predetta legge che attribuisce alla CONSOB il potere di "istituire mercati anche locali per la negoziazione di valori mobiliari"⁴⁸ può consentire la creazione nelle

⁴⁷ Tra gli studi condotti nel corso degli anni sui mercati finanziari locali prima dell'emanazione della Legge 1/91 si segnala la ricerca di GILARDONI A., *Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese*, a cura dell'Istituto "A. Lorenzetti", Milano.

⁴⁸ Art. 20 Legge n. 1 del 1991 - (omissis)

4. "La Consob con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, può istituire mercati anche locali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati e non negoziati nel mercato ristretto e fissare i criteri direttivi per la loro disciplina e funzionamento, prevedendo anche l'utilizzo delle strutture delle locali camere di commercio.

5. La Consob, con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, disciplina le modalità di organizzazione e di funzionamento dei mercati di cui al comma 4, le modalità di negoziazione e di accesso dei valori mobiliari e degli intermediari alle negoziazioni stesse, le modalità di pubblicazione e di diffusione dei prezzi, nonché quelle di regolamento e di liquidazione delle operazioni e quant'altro necessario al funzionamento dei mercati stessi, ivi compresi l'istituzione, le attribuzioni e i poteri di un comitato di gestione composto da soggetti ammessi alle negoziazioni, in modo che siano adeguati ai fini della tutela del pubblico risparmio.

6. La Consob determina le informazioni concernenti i mercati di cui al comma 4 che devono essere rese note al pubblico prima dell'inizio delle negoziazioni e le modalità della loro pubblicazione.

7. Ai mercati di cui al comma 4 si applicano, in quanto compatibili con quelle della presente legge, le disposizioni di cui all'articolo 3, primo comma, lettere f) e g) del citato decreto-legge n. 95 del 1974,

diverse piazze finanziarie di una nuova funzione di intermediazione capace di indirizzare il risparmio regionale, opportunamente tutelato, a finanziare direttamente la crescita economica regionale. Queste concrete prospettive hanno suscitato grande interesse soprattutto in quelle zone del paese nelle quali l'economia locale è caratterizzata da una forte presenza di imprese minori di sicuro interesse che, per la loro dimensione incontrano limiti ed ostacoli nella provvista ottimale di mezzi finanziari necessari per realizzare i loro programmi di sviluppo, che potrebbe invece essere finanziati mediante il collocamento tra il pubblico dei valori mobiliari emessi da tali imprese e non già con l'indebitamento bancario o l'autofinanziamento.

È evidente che gli obiettivi specifici del mercato locale richiedono la messa a punto di strutture operative ed informatiche e di strumenti normativi, diversi da quelli che regolano il mercato principale di borsa.

Gli elementi innovativi riguardano la dimensione geografica e l'oggetto delle negoziazioni, la tutela dell'investitore e del suo risparmio, le caratteristiche e le norme tecniche del mercato e soprattutto l'atteggiamento e l'interesse delle imprese minori, vero perno di tutto il progetto di sviluppo del nuovo mercato.

Sul ruolo cruciale delle imprese va chiarito che il mercato locale deve nascere come mercato selettivo in grado di assicurare, attraverso i filtri posti all'ammissione delle società emittenti, una adeguata tutela del risparmiatore-investitore ed un sensibile miglioramento della visibilità nazionale ed internazionale delle imprese. La stessa procedura di ammissione, nella quale l'impresa si deve porre come parte

convertito, con modificazioni, dalla citata legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni e integrazioni, nonché quelle di cui al decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138".

attiva, deve rappresentare non solo un requisito d'ingresso al mercato ma un vero e proprio servizio del mercato verso le imprese candidate, che attraverso le necessarie analisi di convenienza, possono migliorare la conoscenza strutturale di se stesse, specie nell'area finanziaria e dell'assetto proprietario, e trarre maggiori dati ed informazioni per il loro sviluppo futuro.

Per incentivare, specie nelle fasi dell'avvio, l'interesse delle imprese verso questi nuovi mercati occorre promuovere una campagna di sensibilizzazione, anche attraverso le associazioni imprenditoriali, che chiarisca i vantaggi per l'impresa della quotazione, specie ora che è accompagnata da idonee incentivazioni fiscali per l'emittente. Indispensabile è poi la previsione di sensibili alleggerimenti degli "oneri di candidatura" promuovendo anche specifici interventi informativi per gli imprenditori e nelle strutture delle imprese potenzialmente interessate, aiutandole nell'esame della loro situazione e nella valutazione della convenienza all'ammissione.

Tra l'altro va precisato, per quanto ovvio, che con la quotazione in borsa l'organizzazione e la gestione della società continua ad essere "affare privato dei soci", rimesso alla dialettica interna degli azionisti che trova fattore di rivisitazione proprio dal sistema di informazione societaria previsto dalla legge. Vanno pure chiarite le finalità degli interventi della Consob, quale autorità centrale di vigilanza del mercato mobiliare nel suo complesso, diretti non già ad investigare sulle società quotate ma a curare il rispetto delle "regole del gioco" fissate dal legislatore per il corretto funzionamento del mercato, nell'ambito delle quali l'autonomia dei privati è libera di esprimersi⁴⁹.

⁴⁹ Cfr. BRACCIODIETA A., *L'ordinamento delle società "quotate"*, Cacucci Editore, Bari, 1992 (con l'ampia bibliografia citata).

Nel delineare la struttura, l'ambito operativo e le tecniche di gestione del nuovo mercato ogni sforzo deve essere posto nella definizione delle diverse iniziative locali, utilizzando le esperienze similari di altri paesi industrializzati per evitare che per lo scarso sviluppo o peggio per il loro isolamento il numero delle società quotate sia troppo esiguo, il volume degli scambi poco appetibile e i prezzi suscettibili di manipolazioni⁵⁰. Per rispondere alle necessità ed alle

⁵⁰ Il Nasdaq americano (sigla di "National association of securities dealers automated quotations" ovvero "Sistema automatizzato di quotazione dell'Associazione Nazionale degli operatori in titoli", è nato nel 1971 per iniziativa delle banche d'affari e oggi è la seconda Borsa mondiale in termini di volume di scambi. Nel 1993 hanno raggiunto i 1327 miliardi di dollari, con più di 5 mila aziende quotate. Il Nasdaq è pertanto la prima Borsa per numero di società quotate in quanto accanto alle grandi, vi sono numerose piccole e medie imprese operanti soprattutto in settori avanzati come la biotecnologia e l'informatica.

A differenza di altre Borse, il Nasdaq non ha un luogo fisico per le contrattazioni, che invece avvengono telematicamente con un mercato fatto da "market maker", cioè operatori che assumono contemporaneamente posizioni in proprio e per la clientela, quotando prezzi di acquisto e vendita. Oltre all'assistenza di almeno due market maker (ossia banche d'affari) per la quotazione è richiesto alle imprese il possesso dei requisiti minimi fissati dalla Sec (organo di controllo americano), quali il capitale di due miliardi di dollari (circa 3,2 miliardi di lire) attivo di 4 milioni di dollari (6,4 miliardi di lire), ed il flottante di almeno un milione di dollari (1,6 miliardi).

L'unica società italiana quotata nel Nasdaq è la Orthofix S.p.A. (31 miliardi di lire di fatturato) operante nel campo della biomedica.

È stimato che almeno 11 milioni di singoli risparmiatori possiedono azioni quotate al Nasdaq. Negli ultimi anni è pure aumentato l'interesse degli investitori istituzionali verso questo mercato che ha consacrato il successo di diverse aziende, ormai famose a livello mondiale (Apple Computer, Microsoft, Intel, ecc.).

Per una completa descrizione del Nasdaq si rinvia al pregevole volume di FORESTIERI G., *I mercati finanziari per le PMI*, Egea, Boccioni, Milano. L'esperienza americana suggerisce di ritenere prioritaria l'attenzione su due punti del progetto del Nasdaq italiano:

aspettative di un mercato secondario che renda negoziabili le azioni in condizioni di efficienza e stabilità con attenta valutazione dei requisiti di economicità, la Consob ha di recente illustrato le linee di indirizzo per l'istituzione di un tale mercato, elaborate dopo un lungo periodo di approfondimento e di dibattiti sviluppatasi sotto la spinta dei Comitati promotori delle iniziative manifestatesi in ambito locale⁵¹.

Il lavoro preparatorio per l'istituzione di un mercato mobiliare locale è stato sviluppato da molto tempo in diverse piazze finanziarie, quali Torino, Bari, Brescia e Reggio Emilia, ecc. In questi ultimi due centri i progetti di fattibilità sono stati portati avanti attraverso la costituzione di società per l'organizzazione e la gestione del mercato locale con la partecipazione delle Camere di Commercio e delle banche locali, quale segno evidente della diffusa volontà di dar vita ai mercati locali.

- il vaglio particolarmente severo alla quotazione (ammissione e mantenimento),
- la valida strumentazione organizzativa ed informativa idonea a gestire adeguatamente il mercato. Cfr. CAMUZZI S., *Il Nasdaq italiano per le piccole e medie imprese*, su Italia Oggi del 16 giugno 1994.

⁵¹ Cfr. Documento CONSOB del 24 maggio 1994 riportato in allegato, riguardante le "Linee di indirizzo per l'istituzione di un mercato destinato in via principale alla negoziazione di valori mobiliari emessi da piccole e medie imprese". Tra le diverse occasioni di approfondimento che hanno preceduto l'emanazione del documento CONSOB si segnala l'incontro promosso a Milano il 15 dicembre 1993 dall'Istituto Lorenzetti e la Camera di Commercio di Milano su "Mercati mobiliari locali: lo stato dell'arte", la ricerca *La creazione di un mercato del capitale di rischio della PMI* svolta presso la Divisione Ricerche della SDA Bocconi sotto la guida del prof. Giancarlo Forestieri; il progetto curato dall'Associazione Torino Finanza cfr. *Il mercato locale dell'Italia del Nord Ovest*, Torino, 1991.

Di recente si sono sviluppati concreti segnali di interesse pure in altre zone d'Italia, sempre ad iniziativa delle Camere di Commercio che hanno beneficiato del coordinamento del Consorzio Camerale delle borse valori e dell'Istituto di Studi sulle Borse Valori "A. Lorenzetti" dell'Università "Bocconi" di Milano.

Circa la loro filosofia strutturale si è verificata una sorta di evoluzione che è partita da una prima ipotesi di modello, basata sulla costituzione di una serie di "borse locali" operanti come centro locale di trattazione dei titoli di aziende in prevalenza locali. Con i successivi approfondimenti a livello nazionale si è sviluppata un'altra ipotesi basata sulla costituzione di una rete di mercati locali collegati in un unico circuito telematico nazionale sul quale sarebbero trattati i titoli⁵². Più che contrapposte le due ipotesi si potrebbero fondare in un unico modello misto — pure rispondente alle linee d'indirizzo fissate dalla CONSOB — capace di integrare l'aspetto "locale" del mercato per il collocamento primario dei titoli con il circuito telematico "nazionale" di informazione e contrattazione dei titoli sul mercato secondario similmente a quanto già sperimentato nel mercato mobiliare nazionale e nel mercato telematico dei titoli di stato e nel mercato italiano di futures sui titoli di stato. Si verrebbe così a coniugare così la qualificazione localistica con la maggior efficienza compatibile con la specifica caratteristica di mercati del genere.

⁵² Sulla scelta del circuito telematico da utilizzare sono state avanzate diverse proposte, da quella dell'ABI che propone l'impiego della rete telematica gestita dalle SIA (si tratta del circuito su cui gira il mercato secondario dei titoli di stato), dalla proposta del Consiglio di Borsa intesa a sfruttare il telematico della Borsa (Cedborsa) a quella della SIP che si candida a gestire una rete a prezzi competitivi appoggiandosi al circuito SIA, ampliabile in forme modulari e gradualì con lo sviluppo del mercato.

La scarsa liquidità di un mercato del genere che si potrebbe avere nell'ipotesi di iniziative locali non integrate a livello nazionale produrrebbe invece effetti anomali sui prezzi, con una incidenza negativa sul corretto andamento e sulla trasparenza del mercato.

I risultati delle indagini campionarie promosse dalle diverse organizzazioni ed enti promotori in diverse realtà economiche hanno confermato l'interesse degli imprenditori e la loro disponibilità ad effettuare uno studio di convenienza sull'ammissione delle società al nuovo mercato.

Ciò rappresenta una importante novità rispetto alla remora assai diffusa nelle classi imprenditoriali all'allargamento della proprietà a nuovi soci e conferma l'esistenza di un consistente mercato potenziale di imprese di medie dimensioni disposte ad accedere a tale strumento innovativo.

Il successo di programmi organici di sviluppo locale dell'investimento azionario può agevolare l'attivazione di un azionariato diffuso ed indirizzato ai risparmiatori in genere ed anche ai lavoratori, rispondendo così pure all'esigenza di incentivazione e di un maggior e più diretto coinvolgimento dei dipendenti verso le imprese datrici di lavoro, con possibilità di forti aumenti della produttività.

Va ribadito comunque che per rendere effettivo ed esteso l'interesse delle imprese minori è necessario che nella fase di progettazione ed attuazione del nuovo mercato occorre in concreto semplificare se non eliminare le "barriere all'entrata", soprattutto in termini di costi di accesso e di negoziazione dei titoli, che, come già accennato, possono frenare le imprese sane a quotarsi. Per venire incontro alle esigenze ed alle difficoltà che le aziende possono incontrare nell'avvicinarsi al mercato azionario il Consiglio di Borsa ha istituito uno "sportello quotazioni", disponibile per dare informazioni e chiarimenti agli imprenditori e ai consulenti

che intendono impostare un progetto di fattibilità per la quotazione.

L'iniziativa mira a vincere la diffidenza verso il mercato azionario offrendo maggiore trasparenza e facilità dei servizi con l'intento di promuovere la diffusione della cultura finanziaria di mercati pure tra le imprese minori.

Tra le altre misure varate dal Consiglio di Borsa vanno segnalate quelle dirette a ridurre i costi per le società che si quotano:

- alle aziende di minori dimensioni verranno fornite le valutazioni richieste dalla procedura di quotazione a prezzi puramente simbolici;
- per tutte le aziende si opera una significativa riduzione del costo del certificato peritale;
- a tutte le società si applica una esenzione dei diritti di quotazione per i primi due anni.

Si tratta di “primi incentivi a favore delle imprese per l'ammissione in borsa” in quanto il Consiglio di Borsa intende produrre in tempi brevi contributi propositivi “più articolati ed organici” pure in favore dei comitati di promozione che si sono o stanno per costituirsi per il nuovo mercato mobiliare. Nei fatti, il nuovo mercato borsistico deve essere realmente alla portata delle imprese, valorizzandole ed assistendole sotto ogni aspetto in una logica di consulenza finanziaria integrata per le imprese che in questo modo sono spinte a rafforzarsi internamente per il semplice fatto di dover produrre adeguate e corrette informazioni per il mercato. Su questa linea di pianificazione strategica della finanza d'impresa una particolare attenzione e sensibilizzazione va pure rivolta da parte dei Comitati promotori locali a quelle imprese che devono ancora attivare specifici mutamenti strutturali e di assetto societario per raggiungere i requisiti per la quotabilità dei titoli.

La CONSOB, nello stabilire le linee di indirizzo per l'istituendo mercato, ha valutato come sia auspicabile che tale mercato venga organizzato in modo da salvaguardare le iniziative manifestatesi in ambito locale, in quanto ciò può favorire la destinazione del risparmio verso le imprese medio-piccole. "Infatti lo stretto collegamento esistente tra imprese insediate in una determinata circoscrizione territoriale e la comunità che in essa vive può facilitare l'investimento dei risparmiatori in tali imprese e suscitare, di conseguenza, la propensione degli imprenditori ad offrire al pubblico i propri titoli".

Specificata attenzione deve essere riservata all'analisi di costi e benefici ed al contenimento dei costi di accesso al mercato e di successivo mantenimento della quotazione da contemperare con le esigenze di assicurare la selettività sulla qualità delle imprese quotabili, la dovuta informativa e la trasparenza a tutela degli interessi degli investitori e dei risparmiatori, in linea con i requisiti vigenti in altri mercati semplificati esteri. Tali costi devono essere bassi e correlati ad effettivi servizi e vantaggi ricavabili dalle imprese quotate e non devono essere semplici contributi privi di ritorno per le imprese.

Infatti i veri protagonisti dei mercati locali saranno le imprese con la loro offerta di azioni ed obbligazioni quotate dalla CONSOB e l'osservanza degli obblighi di informativa fissati.

Le imprese devono presentare alcune caratteristiche essenziali, quali l'adeguatezza patrimoniale, la redditività, la trasparenza dei dati di bilancio (certificazione) e la disponibilità di un certo flottante del proprio capitale azionario. Di grande rilievo, ai fini della snellezza del nuovo mercato, è che la linea d'indirizzo indicata dalla CONSOB non prevede criteri rigidi in ordine ai requisiti di ammissione dei valori mobiliari che dovrebbero essere oggetto di valutazio-

ne differenziata in relazione al settore economico di appartenenza dell'emittente. Nella auspicata semplificazione del mercato occorrerà staccarsi da requisiti per l'ammissione di tipo contabile e formale per privilegiare piuttosto la performance effettiva delle aziende. Si stima in 1.700 il numero delle nuove imprese che possiedono i requisiti per il collocamento in borsa di cui 600 di medio-grandi dimensioni e 1.100 medio-piccole.

Sulla base dell'impostazione privatistica del disegno complessivo indicato dalla CONSOB, secondo una attenta interpretazione dell'art. 20 della legge istitutiva dei mercati locali, viene rimarcato che gli oneri di costituzione e funzionamento del mercato ipotizzato non dovrebbe in ogni caso gravare sul bilancio dello Stato e di Regioni, Provincia e Comune (punto 14 delle linee di intervento CONSOB).

L'ammissione dei valori mobiliari alle negoziazioni del nuovo mercato mobiliare dovrebbe essere decisa dai comitati locali che dovrebbero aderire alla predetta struttura consortile e promuovere ad un tempo il mercato stesso tra le imprese rappresentative del tessuto economico locale⁵³.

L'incontro tra le parti e la presenza fisica degli operatori sono comunque giudicati essenziali per la promozione e la garanzia delle aziende locali da parte di intermediari specializzati e banche locali che, conoscendo le aziende clienti, possano garantire per esse e ne collocano le azioni presso i propri clienti.

Sui mercati dedicati ai titoli delle imprese minori (cosiddetti titoli sottili), oltre agli investitori istituzionali (fondi pensione, fondi chiusi, ecc.) ed ai risparmiatori, sarà essenziale la figura degli intermediari nazionali in aggiunta a quelli locali, market maker o specialist (per lo più banche) che con il loro determinante contributo di professionalità

⁵³ Cfr. Documenti CONSOB del 24 maggio 1994.

ed esperienza si assumono l'impegno ed il ruolo di facilitare il rapporto diretto tra i risparmiatori e gli imprenditori locali ed assicurare la liquidità dei titoli ed un'adeguata fluidità agli scambi, costituendo anche posizioni in proprio. L'integrazione dei ruoli degli operatori nazionali e locali è fondamentale proprio per i titoli "sottili" ad alto rischio, che dal punto di vista tecnico richiedono intermediari specializzati a livello nazionale che, non avendo la conoscenza diretta delle imprese, si possono ben raccordare con le banche locali, ovviamente più informate sulle reali condizioni e prospettive delle imprese quotate o quotande.

Ad accrescere l'interesse degli investitori verso il mercato azionario e quindi a consolidare un orientamento favorevole per le iniziative di sviluppo del mercato borsistico sta contribuendo in questi ultimi tempi non solo il forte calo dei tassi di interesse sui titoli di stato ma anche la migliore prospettiva di redditività delle imprese quotate e gli indicatori previsionali di una ripresa economica. Riflessi positivi derivano pure dai successi delle prime vere privatizzazioni degli istituti bancari, finanziari ed assicurativi (Comit, Imi, Credit, INA, ecc.). Grazie anche alle imponenti campagne promozionali che le accompagnano, queste dismissioni stanno avvicinando al piccolo investimento azionario un gran numero di risparmiatori.

Seguendo un interesse diffuso in altri centri finanziari italiani è stata di recente costituita a Bari ad iniziativa della Camera di Commercio di Bari, dell'Associazione Industriali di Bari e della Caripuglia S.p.A., l'associazione Puglia Finanza per la promozione delle attività finanziarie delle imprese.

Gli scopi che l'Associazione si prefigge sono la diffusione dell'attività finanziaria, la promozione dello sviluppo di strategie nelle imprese associate per l'accesso ai mercati finanziari e alle altre fonti di finanziamento, lo sviluppo di

contatti con enti operanti con analoghe finalità in altri Paesi, migliorare i supporti informativi a disposizione degli investitori e promuovere un ambiente infrastrutturale di servizi il più possibile funzionale allo sviluppo finanziario, capace di innescare quei processi di crescita produttiva, di trasferimenti di tecnologie e di promozione di modelli organizzativi più evoluti che sono particolarmente carenti nell'impresa meridionale.

Per il raggiungimento degli obiettivi di crescita e di sviluppo della cultura finanziaria delle imprese si è promosso l'ampliamento della base associativa con l'inserimento nell'Associazione di imprese, banche, enti pubblici ed associazioni di categoria del mondo imprenditoriale, in grado di attivare le opportune iniziative, tra le quali riveste la massima importanza il progetto di costituzione del mercato locale a Bari⁵⁴.

Nell'ottica di assicurare gli opportuni contatti a livello europeo ed in vista anche dell'attivazione di un progetto della Comunità Europea di integrazione dei mercati mobiliari europei, l'Associazione Puglia Finanza aderisce all'Associazione Europea dei Centri Finanziari Regionali, ACFRE, per un collegamento sistematico con la Commissione CEE che, oltre a curare le politiche di sviluppo regionale, svolge un ruolo di primaria importanza per quanto riguarda gli aspetti destinati all'innovazione delle PMI, rappresentando la maggior fonte di finanziamento comunitario. Da rimarcare che la decisione del Consiglio euro-

⁵⁴ Nell'opera di sensibilizzazione del mondo imprenditoriale di particolare importanza risulta il ruolo del professionista consulente d'impresa "per indicare all'imprenditore tutti gli aspetti positivi della possibile evoluzione dell'impresa, finora costretta negli angusti confini della proprietà familiare". Intervento del dr. Giuseppe Bernoni, Presidente del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti pubblicato su "Italia Oggi" del 7 giugno 1994.

peo del novembre scorso ed in particolare le linee strategiche del Libro bianco di Jacques Delors "crescita, competitività, occupazione" hanno posto in rilievo il ruolo delle piccole e medie imprese come strumento strategico per favorire lo sviluppo economico di tutta la Comunità⁵⁵.

L'auspicio che a breve sui mercati mobiliari locali si possa parlare non più di "stato dell'arte" del progetto ma delle prime esperienze realizzative, che, stando al calendario previsto dalla CONSOB (presentazione dei progetti entro luglio ed elaborazione del regolamento nel mese di settembre) potrebbero essere attivate già nei primi mesi del 1995. Per questo ambizioso e strategico progetto, che richiede un forte coordinamento a livello nazionale assicurato dal Consorzio Camerale e dall'Istituto "Lorenzetti", è importante definire al più presto il disegno complessivo, specie riguardo alle funzioni, alle responsabilità di gestione del mercato ed alla ripartizione dei compiti tra struttura consortile nazionale e Comitati promotori locali.

Con l'emanazione del regolamento da parte della Consob si potrà realizzare la fase di sperimentazione del nuovo mercato, specie nelle piazze finanziarie già pronte per la partenza (ad esempio, Brescia, Reggio Emilia, Torino), per poi estenderne l'operatività alle altre realtà locali che indubbiamente beneficerebbero dell'esperienza fatta sul campo. Questo approccio pragmatico è molto importante per progetti del genere come si è già verificato con l'ambizioso programma di privatizzazione che è finalmente uscito dalle aule e dai convegni per imboccare la strada della realizzazione con il necessario coraggio e la dovuta

⁵⁵ Come utile guida dei diversi ed impegnativi programmi comunitari per le imprese ed in particolare per quelle piccole e medie, per migliorarne la competitività internazionale cfr. *Strumenti comunitari - Vademecum* edito da Coopération Bancaire pour l'Europe - GEIE, febbraio 1994, Bruxelles.

determinazione, nel superamento degli ostacoli e delle difficoltà insite in ogni nuova iniziativa.

Per quanto ovvio è bene ribadire che il nuovo mercato, come ogni altra manifestazione di economia esterna favorevole allo sviluppo delle imprese, deve riguardare pure il Mezzogiorno e non solo le piazze finanziarie già evolute, in quanto nell'attuale fase di integrazione comunitaria, la creazione di un solido apparato produttivo nel Mezzogiorno, contemporaneamente zona di crisi e di possibile sviluppo, è vitale per l'intero Paese.

Vi è una diffusa volontà di realizzare queste iniziative di valorizzazione del mercato perché sono giudicate in grado di concorrere ad attenuare il grave scompensamento economico, sociale e culturale dovuto allo scarso utilizzo delle risorse lavorative, che specie nel Sud hanno il triste primato negativo della disoccupazione, tra le grandi aree in ritardo di sviluppo dell'intera Europa.

Aurelio Valente

Nato a Giovinazzo (Bari) è Vice Direttore Generale della Caripuglia S.p.A. Professore a contratto di Tecnica Bancaria e Professionale presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Bari e Dottore Commercialista. Membro del Consiglio Direttivo dell'Associazione Puglia Finanza.

È autore dei volumi:

Da Einaudi a Ciampi. Le considerazioni finali dei governatori della Banca d'Italia - 1947/1986, Laterza Editori, "Biblioteca di Cultura Moderna", Bari, 1990.

La lira italiana: problemi e prospettive, Cacucci Editore, Bari, 1993.