

L'INVESTMENT BANKING: DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ E CARATTERISTICHE DEGLI OPERATORI

SOMMARIO: 1. Le caratteristiche dell'*investment banking*; 2. I fattori di sviluppo dell'*investment banking*; 3. I rapporti tra *commercial* e *investment banking*; 4. I servizi delle *investment banks*; 4.1. Un quadro di assieme; 4.2. L'assistenza nel collocamento di titoli (*underwriting*); 4.3. Le ristrutturazioni finanziarie; 4.4. *Merchant banking* e *venture capital*; 4.5. L'intermediazione in titoli; 5. La domanda di servizi di *investment banking* in Italia; 6. L'offerta di servizi di *investment banking* in Italia; 7. Gli operatori internazionali; 7.1. Caratteristiche degli operatori; 7.2. Tendenze in atto nella competizione globale; 8. Gli operatori in competizione in Italia; 8.1. Analisi dimensionale delle *investment banks* italiane; 8.2. Relazioni tra gruppi bancari e operatori indipendenti; 9. Un confronto tra operatori internazionali e domestici; 9.1. Le carenze delle *investment banks* italiane; 9.2. Analisi dei dati di bilancio; 9.3. Le strategie possibili per le *investment banks* italiane; 10. Strategie di diversificazione: l'esempio delle *investment banks* internazionali.

1. Le caratteristiche dell'*investment banking* ⁽¹⁾

La rapida espansione dimensionale dell'*investment banking*, la sua diffusione geografica e la varietà di impatti che ha sul sistema finanziario pongono questioni importanti.

L'*investment banking* costituisce un segmento altamente specializzato della finanza. La sua funzione è di collegare, attraverso i mercati finanziari, i risparmiatori e le istituzioni che gestiscono il risparmio con le imprese, che invece desiderano raccogliere fondi per finanziare i loro progetti. Le *investment banks*, inoltre, assistono i possessori di ricchezza, detenuta sotto forma di strumenti finanziari, nel riallocare i loro *assets* nei mercati finanziari, quando si presentano interessanti opportunità per migliorare la combinazione rischio/rendimento/liquidità dei loro portafogli.

Nell'espletamento di queste due fondamentali funzioni, le istituzioni presenti nell'*investment banking* operano come intermediari di mercato. Vanno distinte dalle tradizionali banche che decidono esse stesse sull'allocazione del risparmio raccolto ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Ringrazio vivamente l'*investment bank* Salomon Smith Barney per la cortese collaborazione nella raccolta dei dati necessari alla compilazione di molte delle tabelle incluse nel lavoro.

⁽²⁾ Cfr. GARDENER E. e MOLYNEUX P. (a cura di, 1996), *Investment banking: theory and practice*, Londra,

E' possibile individuare tre diversi stadi nell'evoluzione dell'*investment banking*. Il primo (intorno alla seconda metà del secolo scorso negli Stati Uniti) riguarda il business classico dell'*investment banking*, confinato interamente nella raccolta di fondi esterni per le imprese non finanziarie o per i governi statali. In tali ambiti le investment banks si sono distinte come operatori specializzati nell'organizzare l'emissione di titoli sui mercati finanziari e nel ricercare l'adesione degli investitori alla sottoscrizione dei titoli ⁽³⁾ (tale insieme di attività costituisce i servizi di *underwriting*).

Il secondo stadio (inizio secolo) riguarda l'espansione dell'*investment banking* nell'attività di *brokering*, in cui le investment banks agiscono da agenti dei venditori e degli acquirenti nello scambio di titoli sul mercato dei capitali. In questo stadio, compaiono anche la gestione privata di fondi per i clienti maggiori (*private banking*), l'attività di *market making* e l'istituzione di fondi d'investimento collettivi. Tuttavia, l'*underwriting* rimane l'area principale di attività e genera la maggior parte dei profitti.

Il terzo stadio dell'evoluzione dell'*investment banking* (tra il 1920 e il 1960) è caratterizzato da una rapida crescita delle operazioni di *corporate finance*, rivolte alla ristrutturazione industriale. Queste comprendono l'assistenza nelle fusioni e nelle acquisizioni (*Merger & Acquisitions*) e l'assunzione di partecipazioni in società non finanziarie. Si registra inoltre un'espansione delle attività di *risk management*, dovuta all'introduzione degli strumenti derivati, deputati a risolvere situazioni di rischio per le imprese clienti.

Va fatta a questo punto una precisazione sui confini entro i quali si intende limitare l'*investment banking*. A tal proposito va detto che, solitamente, ci si riferisce indistintamente agli operatori che vengono definiti *investment banks*, così come all'attività di *investment banking*. La distinzione, invece, tra queste due espressioni, lungi dall'essere un semplice esercizio definitorio, aiuta nel delimitare appunto i confini dell'attività di *investment banking*.

In base alla classificazione dei loro business che le stesse investment banks presentano nei bilanci, l'attività di *investment banking* ricomprende una serie di servizi ai clienti-imprese, tra cui il reperimento di fondi sul mercato dei capitali, l'assistenza all'emissione di titoli, la consulenza finanziaria nelle fusioni ed acquisizioni e la consulenza finanziaria in generale (valutazioni, ristrutturazioni del debito).

Oltre a questo insieme di attività, le *investment banks* forniscono una gamma molto variegata di servizi finanziari, come il project financing, la gestione di fondi d'investimento, il trading su titoli, la gestione patrimoniale per i clienti più importanti, il

Euromoney books, cap.1.

⁽³⁾ Sulla storia dell'*investment banking* vedi HAYES S.L. e HUBBARD P. (1990), *Investment banking: a tale of three cities*, Boston, Harvard Business School Press.

brokering. Sebbene queste attività siano divenute di primaria importanza in termini di profitti per le investment banks, non vanno confuse con le attività di assistenza finanziaria alle imprese, che rappresentano il *core-business* storico dell'*investment banking*. Gli intermediari che operano nella corporate finance vengono definiti investment banks perché storicamente l'attività di *investment banking* si è contrapposta al commercial banking. Oggi, però, all'attività di *investment banking* propriamente detta vengono affiancati, come vedremo meglio, ulteriori servizi finanziari.

Nel seguito del presente lavoro sarà, dunque, riservata particolare attenzione all'attività di *investment banking*, come campo elettivo di attività delle investment banks. Le attività ulteriori intraprese dalle investment banks vanno intese come delle realizzazioni ben riuscite di strategie di diversificazione ed anche di queste si terrà conto più avanti.

In generale, il ricorso dell'impresa ai servizi delle investment banks si spiega grazie alle elevate competenze di queste ultime in materia finanziaria e alla loro abilità nel reperire fonti di finanziamento. È indubbio che l'attività di consulenza sulla struttura finanziaria non è un'esclusiva delle investment banks, operando in questo settore anche altre istituzioni, come le banche commerciali e le società di consulenza. Tuttavia, il ruolo delle investment banks nella consulenza finanziaria alle imprese si distingue da quello svolto da altri operatori per una serie di fattori. Mi riferisco, in particolare:

- Agli stretti legami che le investment banks intrattengono con altre istituzioni finanziarie a livello internazionale, come banche commerciali, fondi pensione, investitori istituzionali, il che le facilita nella raccolta di capitali e nella distribuzione presso il pubblico di azioni, obbligazioni ed altri titoli;
- All'esperienza accumulata nel settore della *corporate finance*, specialmente per ciò che riguarda le grandi *investment banks* americane, che operano nel settore da molti anni e hanno gestito operazioni, come acquisizioni o collocamenti, di elevata complessità;
- Alla conoscenza di una vasta clientela *corporate*, che le pone in una posizione di favore per generare e proporre esse stesse delle operazioni ai clienti;
- Alla grande reputazione di cui godono nel portare a buon fine le operazioni, che facilita l'adesione dei finanziatori nelle raccolte di fondi;
- Alla loro presenza su tutte le piazze finanziarie mondiali e alla disponibilità di una banca dati, in materia finanziaria, difficilmente uguagliabile.

Attraverso queste capacità distintive le investment banks incidono in maniera positiva sulla gestione aziendale, riducendo tre tipologie di costo per le imprese clienti:

- *Costi di transazione*. In genere, i costi di transazione sono la ragione principale che spiega l'esistenza degli intermediari finanziari. Infatti, essi hanno un vantaggio competitivo nella produzione di servizi finanziari, dovuto a: economie di specializzazione; economie di scala nell'acquisizione di informazioni; costi di ricerca ridotti. Quest'analisi si addice

perfettamente al ruolo delle investment banks nelle acquisizioni, ad esempio. Esse possono identificare un'impresa target, valutarla e strutturare un'offerta ad un costo inferiore rispetto ad un'impresa che non svolge tale attività in via sistematica. Ci si può dunque aspettare che il ricorso all'investment bank sarà tanto più necessario quanto maggiori sono i costi di transazione. I costi di transazione crescono al crescere della complessità dell'operazione. Un'offerta ostile, la dimensione elevata dell'impresa target, la raccolta di fondi per procedere all'acquisizione, l'instaurarsi di un procedimento d'asta sulla target, il far fronte a tattiche difensive rappresentano le circostanze che rendono l'acquisizione di una complessità tale da richiedere l'intervento dell'investment bank.

- *Problemi di asimmetria informativa.* L'esigenza di ricorrere all'investment bank, in questo caso, si riferisce a tre situazioni particolari. Vi è maggiore necessità di un advisor esterno quando un'impresa intende emettere titoli su mercati finanziari in cui non gode della sufficiente notorietà per incontrare il favore degli investitori. In questo caso l'investment bank "presta" il suo *capitale di reputazione*. Oppure, nelle acquisizioni, occorre un'assistenza professionale quando la target opera in un settore diverso da quello dell'acquirente, perché più complessa sarà l'opera di valutazione. Ancora, vi è maggiore necessità dell'advisor quando si intende acquistare un solo *asset* o una *business unit*, piuttosto che un'impresa nel suo complesso. Infatti sugli assets o sulle business units, spesso, non esistono dati pubblicamente disponibili.
- *Costi contrattuali.* La dottrina economica ⁽⁴⁾ ritiene che l'instaurarsi di una trattativa bilaterale tra investment bank e cliente semplifichi la definizione delle caratteristiche contrattuali dell'operazione da porre in essere. Questo avviene perché ci si affida di sovente alle pratiche consolidate in uso presso l'intermediario, accettate grazie all'affidabilità e al prestigio di quest'ultimo.

Fatta questa premessa vedremo in seguito che in Italia il settore dell'*investment banking* è poco sviluppato rispetto al resto d'Europa e mancano operatori italiani di spessore internazionale. A seguito di ciò, in molti segmenti di attività domestica si è assistito alla forte penetrazione delle maggiori investment banks internazionali.

2. I fattori di sviluppo dell'*investment banking*

Lo sviluppo dell'*investment banking* è legato strettamente allo sviluppo dei mercati finanziari, sui quali sono centrate le sue attività. La crescita dei mercati dipende, a sua volta, dall'interazione delle sottostanti forze economiche e cornici regolamentari. Inoltre,

⁽⁴⁾ Vedi SERVEAS H. e ZENNER M. (1996), *The role of investment banks in acquisition*, in *The review of financial studies*, v. 9, n. 3.

andrebbero menzionati anche fattori istituzionali che influenzano l'esercizio e la distribuzione dei diritti di proprietà ⁽⁵⁾, quali gli assetti di corporate governance.

L'economia condiziona lo sviluppo dell'*investment banking* in diversi modi. Innanzitutto, all'aumento di reddito e ricchezza pro capite si associa un'alterazione della domanda di servizi finanziari. I risparmiatori e gli intermediari finanziari cercano dei mix di strumenti finanziari sempre più attraenti in termini di rischio/rendimento/liquidità. Inoltre, l'espandersi dei mercati finanziari favorisce una riduzione dei costi nel settore, grazie ad economie di scala nella fornitura di servizi finanziari. La riduzione dei costi costituisce un'importante fonte di vantaggio competitivo per gli operatori su scala globale. Lo sviluppo tecnologico e l'innovazione consentono, poi, di presentare sempre nuovi prodotti, che fanno progressivamente ridurre il ricorso a banche tradizionali ⁽⁶⁾.

Queste influenze tendono dunque a far crescere la domanda, così come l'offerta di servizi di *investment banking*, agendo sui costi e sulla diffusione di nuovi prodotti.

La disciplina legale può sia accelerare che decelerare questo progresso, alterando la posizione relativa dei servizi di *investment banking*, rispetto ai servizi di *commercial banking* (cioè i servizi forniti dalle banche tradizionali, incentrati sulla raccolta di depositi e la concessione di prestiti). Due punti fondamentali vanno sottolineati: la normativa fiscale, che direttamente condiziona i costi relativi e la convenienza di tutti gli strumenti finanziari, e le norme regolamentari e di vigilanza dei mercati finanziari, che possono, se improntate a pesanti controlli burocratici, svilire il diffondersi dell'innovazione finanziaria. In generale, ogni provvedimento che disincentivi l'accesso al mercato dei capitali, rendendolo oneroso o complesso, o che favorisca il ricorso al credito bancario tradizionale, costituisce un freno all'attività di *investment banking* ⁽⁷⁾.

Oltre ai fattori evidenziati, lo sviluppo dell'*investment banking* è influenzato dall'allocatione dei diritti di proprietà e dal modo in cui vengono esercitati. La trasformazione del "capitalismo proprietario" (in cui sono i proprietari a gestire le imprese, evitando conflitti d'interessi) in "capitalismo manageriale" (in cui i proprietari delegano il potere di allocare le risorse generate dalla gestione aziendale al management ⁽⁸⁾) e, poi, in "capitalismo istituzionale e finanziario" (in cui alle istituzioni finanziarie

⁽⁵⁾ Sull'argomento, vedi RUPERT R. (a cura di, 1993), *The new era of investment banking: industry structure, trends and performance*, Chicago, Probus Publishing, cap.1.

⁽⁶⁾ Ancora RUPERT R. (a cura di, 1993), *op.cit.*

⁽⁷⁾ Per le caratteristiche del trattamento fiscale italiano dei servizi di *investment banking*, si rinvia al cap. 4 dell'opera *Il settore dell'investment banking in Italia*, a cura di NARDOZZI G. e VERNA A. (1996), Torino, Osservatorio Irs sul mercato azionario.

⁽⁸⁾ Sull'argomento si può fare riferimento alla teoria del principal-agent, che evidenzia conflitti d'interesse tra azionisti e managers nelle società a larga base azionaria, in cui non è identificabile un azionista di maggioranza. In tali circostanze si verifica l'indipendenza del management. Cfr. GURLEY J.G. e EDWARD

viene riconosciuta la facoltà di interessarsi alla gestione delle risorse aziendali) favorisce il diffondersi dell'*investment banking* ⁽⁹⁾. La facoltà di influire sulla gestione societaria può venire attribuita alle istituzioni finanziarie per una serie di motivazioni, quali ad esempio: l'elevata esposizione debitoria della società, la detenzione di pacchetti rilevanti nel capitale societario, oppure la necessità di ricorrere ad un operatore specializzato nelle operazioni di finanza aziendale.

Non va dimenticato, poi, che la separazione tra proprietà e controllo conferisce importanza crescente all'abilità di ottenere dalle risorse aziendali il massimo rendimento, in un ambito competitivo internazionale. Diviene, quindi, necessario il ricorso a strutture dotate di esperienza e capacità analitiche nella corporate finance, come le investment banks, per poter operare con profitto nei mercati finanziari.

Sebbene in Italia non si rilevi ancora il fenomeno della divisione della proprietà dal controllo, nel senso che mancano esempi di indipendenza del management dagli azionisti, lo studio dei servizi di *investment banking* è importante perché ci si aspetta un notevole incremento delle privatizzazioni e delle quotazioni in borsa, senza escludere che, in futuro, anche il nostro modello possa evolvere verso quello della separazione, di stampo anglosassone ⁽¹⁰⁾.

In Italia si registra un'ampia diffusione di situazioni di controllo esercitato attraverso partecipazioni di maggioranza assoluta al capitale delle singole società. Se si analizza la distribuzione per classi dimensionali delle imprese industriali italiane secondo la percentuale di possesso del loro principale azionista, è possibile rilevare l'addensarsi dei casi su livelli dove i valori della quota sono superiori al 50% ⁽¹¹⁾. Il fenomeno risulta meno evidente nelle imprese di piccole dimensioni.

S.S. (1960), *Money in a theory of finance*, Washington D.C., The Brooking Institution; oppure MASERA R.S. (1993), *Mercato dei capitali, intermediari finanziari e informazione: la teoria e la realtà degli odierni sistemi economici*, 1° ciclo di lezioni "Emilio Moar", Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore.

⁽⁹⁾ Cfr. GARDENER E. e MOLYNEUX P. (a cura di, 1996), *op. cit.*

⁽¹⁰⁾ Considerazioni in merito possono essere reperite in: AA.VV. (1996), *Il governo delle imprese: idee (provocatorie) per un dibattito*, AREL Informazioni, n.2.

⁽¹¹⁾ Cfr. AUTORITÀ GARANTE CONC E MER. E BANCA D'ITALIA (1998), *Indagine Conoscitiva sui Servizi di Finanza Aziendale*.

Tav. 1. Distribuzione imprese industriali secondo la quota di possesso del principale azionista (1993; valori percentuali)

Dimensione della prima quota di partecipazione	Classe dimensionale dell'impresa (num. Addetti)*				Totale*	Totale ponderato per la scala produttiva**
	50-199	200-499	500-999	1000 e oltre		
0-5	1,4	0,4	0,8	0	1,2	0,6
5-49,9	33,2	15	6,7	7,5	29,3	16,8
50	10,2	5,5	5,2	3,4	9,3	5,7
50-99,9	36,1	43,9	41,9	42,6	37,4	43,4
100	19,2	35,2	45,5	46,6	22,8	33,6
Totale	100	100	100	100	100	100

* Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.** Valori riproporzionati e ponderati con la dimensione (numero di addetti) delle imprese.

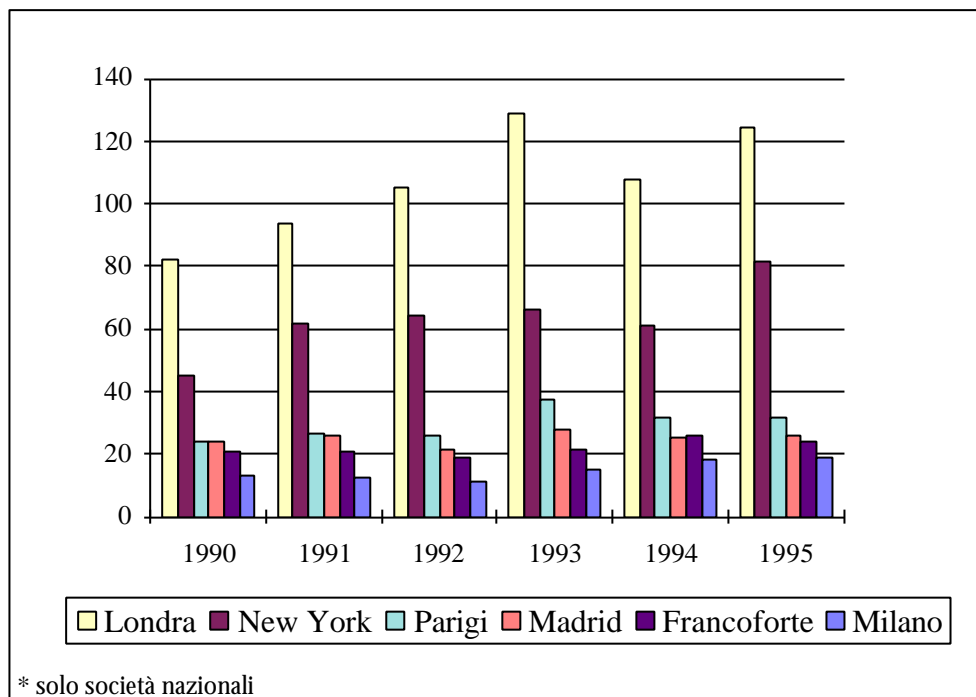
Fonte: Autorità Garante Conc e Mer. e Banca d'Italia (1998).

Dalla tabella precedente emergono forti analogie con la Germania e la Francia, dove il numero delle imprese quotate controllate con quota detenuta dal principale azionista superiore al 50% rappresenta la maggioranza (in Germania la percentuale si attesta al 65%). Al contrario, in paesi come il Giappone, gli Stati Uniti e il Regno Unito si verifica il fenomeno opposto, con una notevole diffusione, soprattutto nei paesi anglosassoni, della *public company*.

Un altro fattore da considerare è che in Italia il ricorso alla quotazione in Borsa risulta scarso. Il numero di società quotate in Italia dal 1986 in poi è rimasto pressoché invariato.

Le ridotte dimensioni della Borsa italiana risultano ancora più evidenti se si effettua un confronto con le Borse di altri paesi che, specie nel caso delle Borse di Londra e New York, mostrano livelli di capitalizzazione molto superiori. In particolare, la capitalizzazione in rapporto al prodotto interno lordo durante il periodo 1990-'96 vede l'Italia costantemente all'ultimo posto fra le piazze finanziarie più importanti ⁽¹²⁾.

(12) Vedi ancora AUTORITÀ GARANTE CONC E MER. E BANCA D'ITALIA (1998).

Fig. 1. Rapporto tra capitalizzazione di Borsa e prodotto interno lordo*

Fonte: Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca D'Italia (1998).

Un altro elemento di cui tener conto è che il sistema fiscale in Italia favorisce il finanziamento degli investimenti tramite debito rispetto al capitale azionario. Ciò si comprende facilmente se si considera che gli interessi passivi sono deducibili fiscalmente dal reddito d'impresa mentre non lo sono i costi finanziari del capitale di rischio e che, inoltre, i redditi sul capitale di rischio sono sottoposti ad un prelievo fiscale più elevato rispetto a quelli sul capitale di debito. Va aggiunto che questo favore fiscale per il capitale di debito è un incentivo all'assunzione del controllo assoluto delle imprese al fine di gestire al meglio la struttura finanziaria, in un'ottica di minimizzazione del prelievo fiscale.

Infine, per vari motivi legati alla normativa che regolava, fino al recente passato, l'operatività delle banche, manca in Italia la filosofia adatta al diffondersi dell'*investment banking*. La normativa bancaria impediva alle banche di operare come investment banks, eccetto nel segmento del collocamento di valori mobiliari. Scarsissima era anche l'attività di consulenza per fusioni e acquisizioni ⁽¹³⁾.

(13) FRATIANNI M. e SPINELLI F. (1991), *Storia monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Milano, Mondadori.

I rapporti di lungo termine con le imprese erano affidati agli istituti di credito speciale, controllati dallo Stato, alcuni dei quali si spingevano anche all'assunzione di partecipazioni nelle imprese. Questi istituti garantivano il controllo pubblico dell'economia ed hanno funzionato, fino a quando i mercati finanziari internazionali hanno richiesto una maggiore apertura e flessibilità.

In Italia si sono avuti un forte sviluppo del debito bancario a breve e un'accentuata diffusione del *multiaffidamento* (situazione che si verifica allorché il numero di banche con cui ciascuna impresa ha rapporti di credito è elevato). Tale situazione ha impedito l'instaurarsi di un rapporto di fiducia tra impresa e *banker*, che è invece indispensabile per l'affermarsi di attività, come quelle di *investment banking*, che implicano il coinvolgimento dell'intermediario finanziario in questioni cruciali della gestione aziendale.

Infine, lo sviluppo dei servizi di finanza aziendale in Italia è stato influenzato anche dalla diffusione di imprese di piccola e media dimensione. I servizi finanziari domandati da questa tipologia di imprese consistono prevalentemente nei servizi creditizi e di pagamento offerti dalle banche. Le operazioni di finanza straordinaria, come le fusioni ed acquisizioni vengono poste in essere solitamente in proprio, oppure ricorrendo al supporto di studi professionali. In sostanza, la domanda di servizi di *investment banking* delle piccole e medie imprese è stata a lungo pressoché nulla ⁽¹⁴⁾.

A favorire un rinnovamento operativo delle istituzioni creditizie è intervenuto il Testo Unico che riordina la legislazione bancaria e creditizia (approvato con d.lgs. 1 settembre 1993, n°385). La grande innovazione di questa riforma è rappresentata dalla possibilità di despecializzazione aperta alle banche. E' stata rimossa la distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale, fondata sulla durata breve o medio-lunga dei prestiti ⁽¹⁵⁾.

E' stato inoltre consentito alle banche di esercitare anche altre attività finanziarie, oltre a quella tradizionale del prestito (ad es. *leasing* e *factoring*), e, soprattutto, la possibilità di assumere partecipazioni in imprese non finanziarie ⁽¹⁶⁾ e di fornire servizi di consulenza

⁽¹⁴⁾ Per ridurre le carenze del sistema finanziario italiano sono auspicabili una serie di interventi, volti a: a) Rafforzare l'equilibrio tra capacità di controllo finanziario sull'impresa-cliente ed esposizione al rischio degli intermediari; b) Concentrare su un numero limitato di intermediari gli sforzi di accelerazione della crescita dimensionale; c) Rafforzare il ruolo dei mercati mobiliari nei processi allocativi; d) Favorire gli investimenti produttivi, invece delle rendite finanziarie. BARAVELLI M. (a cura di, 1996), *Le strategie competitive nel Corporate Banking*, Milano, Newfin, Università Bocconi.

⁽¹⁵⁾ Per una trattazione esaustiva del testo unico bancario consulta CAPRIGLIONE F. (1994), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, Cedam.

⁽¹⁶⁾ I limiti sono per ora quelli definiti dal Decreto del Ministro del Tesoro del 22 giugno 1993 e che seguono la normativa europea: partecipazioni qualificate nei limiti del 15% individuale e 60% cumulativo,

finanziaria.

Questa riforma finalmente apre la strada alla diffusione di un rapporto banca-impresa, che si basi su una maggiore stabilità. Ciò permetterebbe alle banche di mettere a disposizione delle imprese le loro competenze finanziarie, soprattutto nelle operazioni di finanza straordinaria, campo di attività elettivo delle investment banks.

Le imprese ricorrono ancora, in prevalenza, al credito bancario a breve termine, anche per coprire esigenze soddisfacibili nel mercato dei capitali. Tuttavia, una rinnovata mobilità degli assetti proprietari ⁽¹⁷⁾, sembra anticipare un nuovo interesse verso le innovazioni finanziarie. L'attività di *investment banking* presenta interessanti prospettive perché permette accesso a fonti di finanziamento differenti dal credito bancario, con modalità di rimborso e scadenze in grado di soddisfare le esigenze dell'impresa-cliente, e consente di porre in essere operazioni che influiscono anche sulla dimensione d'impresa (fusioni e acquisizioni) in una fase di internazionalizzazione dell'economia.

3. I rapporti tra *commercial* e *investment banking*

Per *commercial banking* si intende l'attività bancaria tradizionale, che consiste nel raccogliere depositi dai risparmiatori e concedere prestiti. In realtà, tale definizione non è idonea a descrivere l'attività odierna delle banche commerciali, che offrono un'ampia varietà di servizi finanziari complessi, come i prestiti sindacati e l'assistenza nell'emissione di azioni e obbligazioni.

Fino a pochi anni fa, si faceva una netta distinzione tra *commercial* e *investment banking*, specialmente negli USA e in Italia, i cui sistemi finanziari si fondavano sulla specializzazione degli intermediari. La separazione era dovuta, più che ad incompatibilità, alla legislazione che stabiliva riserve di attività per differenti istituzioni. Di fatto, la legislazione impediva agli intermediari bancari di operare sia nel *commercial banking* che nell'*investment banking*. Così, negli Stati Uniti si è affermata la separatezza tra i due tipi di istituzioni. Le investment banks statunitensi si sono affermate anche a livello internazionale, senza avere legami con banche commerciali ⁽¹⁸⁾. Solo oggi è allo studio una

rispetto ai fondi propri.

⁽¹⁷⁾ Cfr. BIANCHI M., CASAVOLA P. e CIPOLLETTA L. (1996), *La mobilità della proprietà e del controllo per le società quotate in Borsa*, in GALLI G. (a cura di), *La mobilità della società italiana*, vol. II, Roma, Sipi. Gli Autori notano che, mentre in generale il tasso di rotazione delle imprese è intorno al 2% annuo, la stessa percentuale è salita nel 1995 all'8,76% per le società quotate.

⁽¹⁸⁾ Le banche commerciali statunitensi, tuttavia, possono operare nell'*investment banking* all'estero. Questo è il caso, ad esempio, della JP Morgan che è banca commerciale negli Stati Uniti e banca d'investimento all'estero.

modifica legislativa e si inizia ad assistere a fenomeni di accorpamento tra istituzioni bancarie-assicurative e investment banks. Si pensi ad esempio al gruppo Travelers (di matrice assicurativa) che, negli ultimi due anni ha portato a termine le acquisizioni della banca commerciale Citicorp e dell'investment bank Salomon Brothers.

Le forze che hanno avviato la convergenza tra i due segmenti di attività sono state generate soprattutto dalle reazioni alla severa regolamentazione imposta dal *Glass-Steagall Act* negli USA ⁽¹⁹⁾. Il sistema finanziario ha reagito con innovazioni tese ad aggirare i vincoli imposti, permettendo alle banche di estendersi verso l'intermediazione finanziaria e agli intermediari di occupare spazi di attività bancaria, per cui oggi si registrano numerose sovrapposizioni tra commercial e *investment banking*.

In Italia, la separatezza sancita dalla legge bancaria del '36 ha condizionato l'operatività delle istituzioni finanziarie. Così, le banche erano deputate a soddisfare le esigenze finanziarie a breve termine delle imprese senza instaurare rapporti di fiducia e relazionali. Nel medio-lungo termine operavano gli istituti di credito speciale, di emanazione statale, che possono essere visti come la risposta italiana alle esigenze normalmente soddisfacenti attraverso l'*investment banking*. Dopo l'avvento della despecializzazione, favorito dalla legislazione comunitaria, in Italia si è registrato il ridimensionamento del ruolo degli istituti di credito speciale, l'affermarsi di alcune investment banks indipendenti e l'ampliamento dell'operatività dei gruppi bancari nell'assistenza finanziaria alle imprese.

In altre realtà, come quella giapponese o quella tedesca, le banche erano, invece, solite offrire alle imprese uno spettro di attività molto ampio, comprendente anche servizi di *investment banking*. In questo ambito, soprattutto quando il rapporto banca-impresa assume i connotati della relazionalità, si è soliti parlare di *Universal Banking* ⁽²⁰⁾.

I sistemi finanziari dell'Europa continentale sono evoluti verso la despecializzazione bancaria ispirandosi proprio al modello tedesco della banca universale, che costituisce il prototipo adottato dalla Direttiva europea per l'armonizzazione delle leggi bancarie (in Italia la normativa è contenuta nel Testo Unico del '93, approvato con d.lgs. n°385).

Tuttavia, in Europa non si è assistito a strategie di radicale riconversione dell'attività bancaria ⁽²¹⁾. Le banche europee sono rimaste fortemente radicate nel commercial banking, pur percependo la necessità strategica di giocare un ruolo

⁽¹⁹⁾ Nel 33-34 negli Usa con il Securities Act e il Glass-Steagal Act è stato sancito il principio della specializzazione bancaria, con la separazione delle attività di *investment banking* dall'attività bancaria tradizionale. Vedi sull'argomento KAY W. (1990), *Modern merchant banking*. Londra, Clay and Wheble's.

⁽²⁰⁾ Cfr. CANAL J. (1997), *Universal banking*. Oxford, Oxford University Press, Cap.1 e 2.

⁽²¹⁾ Vedi NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*

importante nei mercati mobiliari internazionali. Non avendo però l'esperienza né le strutture adatte per operare su tali mercati, la strada scelta è stata quella delle acquisizioni, soprattutto di società inglesi.

L'occasione è stata quella del *Big Bang*, alla fine degli anni '80, quando molte istituzioni britanniche versavano in una situazione di difficoltà finanziarie e non erano in grado di sopravvivere da sole sui mercati internazionali, pur avendo un'elevata attrattività per il capitale umano in esse investito ⁽²²⁾. In tale periodo, si sono registrate numerose operazioni di acquisizione delle investment banks in difficoltà da parte delle grandi banche commerciali europee.

4. I servizi delle *investment banks*

4.1. Un quadro di insieme

L'attività svolta dalle investment banks non si presta ad essere incorporata in un'unica definizione, accettata universalmente. Tuttavia, si può convenire sul fatto che le investment banks si rivolgono a due tipi di clientele:

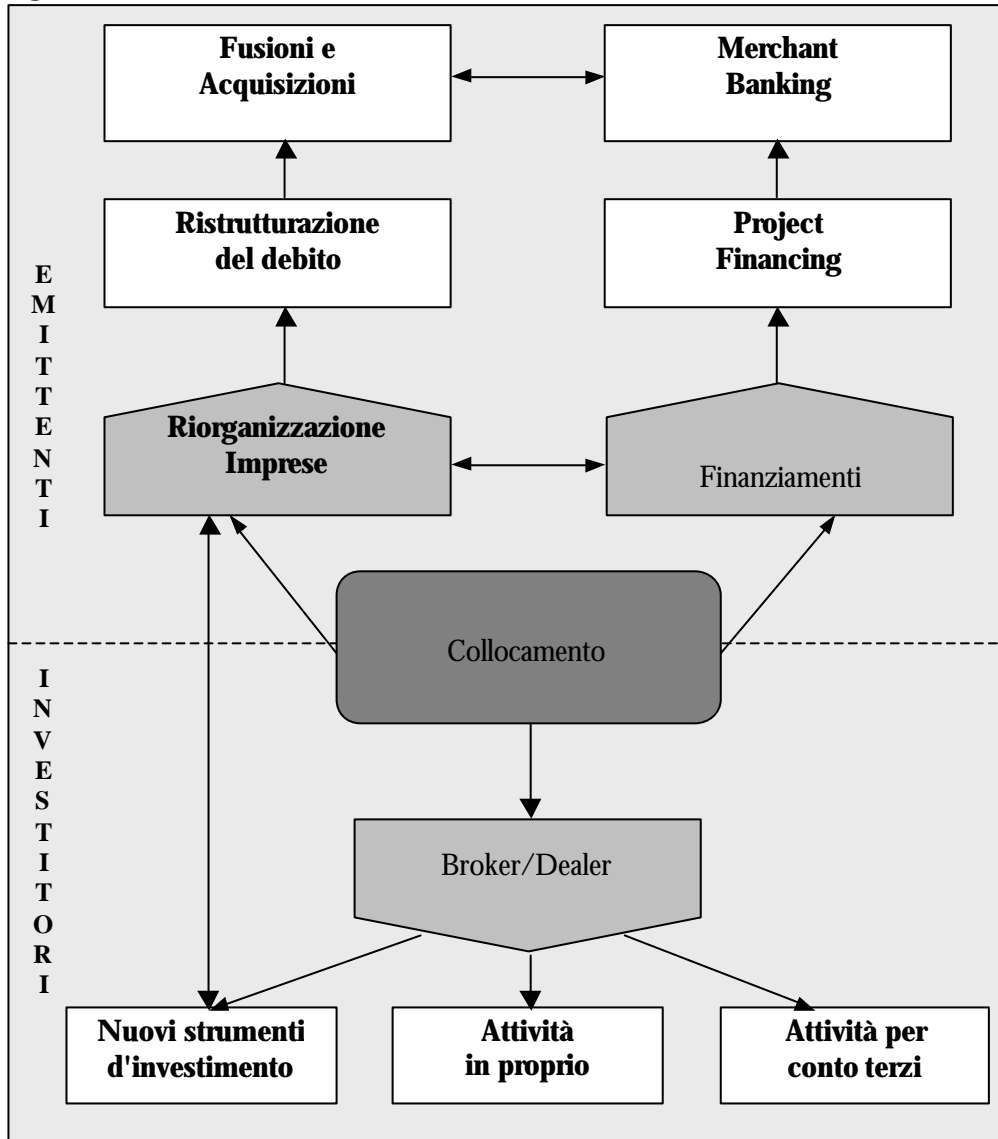
- assistono le imprese, private o pubbliche, nella copertura dei loro fabbisogni di finanziamento e nella riorganizzazione finanziaria;
- agiscono in qualità di *broker* o *dealer*, vendendo o comprando titoli per conto di investitori che desiderano impiegare i loro fondi ⁽²³⁾.

La prima categoria di servizi è però quella che tradizionalmente viene definita attività di *investment banking tout court*. Come detto, si tratta di servizi di assistenza ai clienti-imprese, che ricomprendono sia il reperimento e la gestione dei finanziamenti sia le operazioni che incidono sulla composizione e sulla titolarità del capitale, proprio o di terzi, delle imprese.

⁽²²⁾ Sul Big Bang vedi SMITH R.C. e WALTER I.(1990), *Investment banking in Europe*, Oxford, Basil Blackwell Ltd.

⁽²³⁾ Cfr. FABOZZI F.Jr. e MODIGLIANI F. (edizione italiana a cura di Macchiati A., 1995), *Mercati finanziari: strumenti e istituzioni*, Bologna, Il Mulino. Per una definizione dell'attività di *investment banking* consulta anche *The library of investment banking*, a cura di KUHN R.L. (1990), Homewood, IL, Dow-Jones-Irwin.

Fig. 2. Le attività svolte dalle *investment banks*



Fonte: schema adattato da NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*, fig. 1.1, pag18.

La tabella seguente presenta una più accurata classificazione dei servizi di *investment banking* rivolti alle imprese consentendone una chiara delimitazione ⁽²⁴⁾.

⁽²⁴⁾ Tale classificazione non pretende di essere universalmente valida, dati i forti collegamenti e le

Tav. 2. I servizi di investment banking rivolti alle imprese in Italia

UNDERWRITING NAZIONALE	RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA
Aumenti di capitale di società quotate	Fusioni ed acquisizioni
Collocamenti azionari di società di nuova quotazione	Privatizzazioni
Prestiti obbligazionari	Ristrutturazioni del debito
UNDERWRITING INTERNAZIONALE	MERCHANT BANKING
Obbligazioni internazionali in lire	Assunzione partecipazioni indirette (gestione/consulenza fondi chiusi)
Obbligazioni internazionali di emittenti italiani	Assunzione partecipazioni dirette
<u>Azioni internazionali di emittenti italiani</u>	

Fonte : schema adattato da NARDOZZI G. e VERNA A., *op.cit.*.

È opportuno descrivere brevemente i settori di attività individuati, al fine di favorire una comprensione generale della realtà operativa dell'*investment banking*.

4.2. L'assistenza nel collocamento di titoli (*underwriting*)

Le investment banks svolgono un servizio di consulenza e assistenza nella offerta di titoli azionari o obbligazionari da parte delle imprese. Questi servizi comprendono: consulenza all'emittente sui termini e sulle modalità dell'emissione; collocamento presso il pubblico o presso gli investitori istituzionali (con cui le investment banks intrattengono una fitta rete di rapporti); talvolta, comprendono anche la garanzia sul buon fine dell'operazione ⁽²⁵⁾.

La presenza dell'investment bank è indispensabile quando l'emittente dispone di un *rating* non molto elevato oppure quando intende collocare i suoi titoli su mercati esteri, in cui non gode di notorietà presso i risparmiatori. In questi casi è il buon nome

sovrapposizioni che si rilevano tra le diverse attività. Si dimostra, tuttavia, uno strumento utile a delimitare i confini delle attività di *investment banking* essendo elaborato, peraltro, sulla base dell'indagine empirica realizzata dall'Osservatorio IRS (vedi *op.cit.*).

(25) Vedi FABOZZI F.Jr. e MODIGLIANI F. (edizione italiana, 1995), *op.cit.*

dell'investment bank a fungere da garanzia per i sottoscrittori ⁽²⁶⁾.

L'attività di assistenza nelle emissioni può consistere anche nell'acquisto dei titoli in caso di domanda insufficiente. Se l'investment bank concorda l'acquisto ad un prezzo stabilito con l'emittente, l'accordo si definisce *impegno di assunzione a fermo*. Il rischio, insito in questo impegno, è che il prezzo concordato sia superiore al prezzo al quale la banca può rivendere i titoli agli investitori. Se, invece, la banca sottoscrive un *accordo di vendita al meglio* essa si impegna esclusivamente a vendere i titoli al pubblico.

I collocamenti implicano, normalmente, un rischio così elevato che la conduzione dell'operazione da parte di una sola banca rappresenterebbe un'eccessiva esposizione al rischio. Per tale ragione la banca mandataria dell'affare intraprende il collocamento formando un consorzio con altre banche. Le investment banks hanno una clientela di base (investitori istituzionali e piccoli investitori), alla quale cercano di vendere i titoli. Esse hanno inoltre una serie di fitti rapporti con altri intermediari interessati al collocamento, che invitano a partecipare al *selling group*. Tali intermediari possono acquistare i titoli ad un prezzo di concessione (inferiore al prezzo di collocamento) per poi rivenderli sul mercato.

La commissione ricavata dalla sottoscrizione di un titolo è pari alla differenza tra il prezzo pagato all'emittente e il prezzo al quale l'istituzione finanziaria riufrisce il titolo al pubblico. Tale differenza è chiamata *gross spread* ⁽²⁷⁾.

Le commissioni sono più elevate, a causa dei maggiori rischi o della maggiore complessità, per le offerte al pubblico di società precedentemente non quotate, e poco conosciute, e per le operazioni *cross-boarder* ⁽²⁸⁾. Nelle operazioni strutturate in sindacato, il *gross spread* è diviso tra i partecipanti, in misura proporzionale al ruolo ricoperto nell'operazione. I capofila (o *lead-managers*) percepiscono, talvolta, anche una commissione per lo sforzo organizzativo.

⁽²⁶⁾ Cfr. CARTER R. e MANASTER S. (1990), *Initial public offerings and underwriter reputation*, *Journal of Finance* 45, 1045-1067.

⁽²⁷⁾ Il *gross spread* solitamente si divide in: *management fee*, che spetta agli organizzatori che curano le fasi preliminari del collocamento, *underwriting fee*, che spetta a chi sottoscrive i titoli e *selling concession*, che spetta agli intermediari che collocano i titoli al pubblico.

⁽²⁸⁾ Cioè quelle operazioni in cui intervengono clienti provenienti da paesi differenti.

TAV. 3. Principali bookrunners di eurobonds (15/11/97 - 15/11/98)

	Ammontare (US\$ milioni)	numero di emissioni	quota % sull'ammontare
Merrill Lynch & Co	124644	332	14,5
Morgan Stanley & Co Inc	110104	391	12,8
Goldman Sachs & Co	103451	146	12,1
JP Morgan	101586	189	11,8
Warburg Dillon Read	97414	293	11,4
Credit Suisse First Boston	78956	276	9,2
Salomon Smith Barney International	68203	129	8,0
Lehman Brothers	66802	206	7,8
Deutsche Morgan Grenfell	62698	208	7,3
ABN AMRO	57416	141	6,7
Paribas	54028	129	6,3
Barclays Capital	37985	106	4,4
Bear Stearns & Co	28594	62	3,3
Nomura Securities Co Ltd	24914	103	2,9
HSBC Group	23901	95	2,8
Dresdner Kleinwort Benson	21299	54	2,5
Commerzbank AG	17491	53	2,0
Societe Generale	16423	61	1,9
ING Barings	12354	76	1,4
Chase Manhattan Corp	12305	75	1,4
Totale	857323	3775	

Fonte : Salomon Smith Barney (1998)

Non tutte le operazioni di sottoscrizione sono realizzate con il tradizionale processo consortile. Nelle sottoscrizioni obbligazionarie si può rilevare la modalità operativa del *bought deal*. In sostanza, una banca presenta un'offerta di acquisto a un potenziale emittente per una certa quantità di titoli a un certo tasso d'interesse e a una certa scadenza. All'emittente è concesso un giorno, all'incirca, per accettare l'offerta. Se accetta, la banca d'investimento può vendere i titoli ad altre banche che poi li distribuiranno oppure può distribuirli essa stessa ai suoi clienti. Solitamente la banca proponente dovrà aver già venduto gran parte dei titoli, prima di formalizzare l'offerta, onde evitare rischi di perdite.

Un'altra variazione è rappresentata dal sistema ad asta. In tal caso un emittente rende noti i termini di una particolare emissione e le parti interessate possono presentare le loro offerte per aggiudicarsi l'operazione. Tali offerte comprendono il prezzo che le banche sono disponibili a pagare per i titoli e il quantitativo che le interessa. L'offerta andrà ovviamente all'offerente che ha proposto la combinazione prezzo-quantità più gradita all'emittente ⁽²⁹⁾.

(29) Quella proposta è solo una descrizione sommaria dell'attività di underwriting, a causa dei limiti della presente trattazione. Per chi desidera approfondire l'argomento, è possibile consultare numerosi testi, tra cui: GARDENER E. e MOLYNEUX P. (1996), *op.cit.* e SMITH R.C. e WALTER I. (1990), *Global financial services*, New York, Harper Business.

Tav. 4. Principali bookrunners di azioni internazionali (01/11/97 - 30/10/98)

	Ammontare (US\$ milioni)	numero di emissioni	quota % sull'ammontare
Goldman Sachs	185299	255	36,1
Merrill Lynch	178912	344	34,9
Morgan Stanley Dean Witter	174922	262	34,1
Salomon Smith Barney	145940	347	28,5
CS First Boston	140883	177	27,5
Warburg Dillon Read	92757	162	18,1
JP Morgan	90627	84	17,7
ABN Amro	90192	108	17,6
Deutsche MG	79729	123	15,5
Lehman Brothers	70312	167	13,7
Bankers Trust	63806	172	12,4
CISF - Banco de Investimento	47696	5	9,3
Banco Portugues Investimento	46809	4	9,1
Donaldson, Lufkin & Jenrette	46199	191	9,0
Banco Essi	46131	3	9,0
Caixa Geral De Depositos	45386	2	8,9
Banco Bilbao Vizcaya	39748	19	7,8
Dresdner Kleinwort Benson	38527	73	7,5
Argentaria Bolsa	37127	16	7,2
Banco Santander	36048	12	7,0
Totale del settore	512825	2022	

Fonte: Salomon Smith Banneve (1998)

Oltre alla sottoscrizione di titoli per la distribuzione al pubblico, le investment banks operano con un limitato numero di investitori istituzionali, quali le compagnie di assicurazione, le società di investimento e i fondi pensione. Talvolta è preferibile ricorrere a questi operatori piuttosto che agli investitori individuali per collocare i titoli delle imprese. Questo può accadere perché l'impresa è poco nota al pubblico, perché si preferisce far entrare nella compagine sociale soggetti con competenze finanziarie, che detengono la partecipazione più a lungo, perché si intende collocare un pacchetto di azioni rilevante presso pochi investitori ed anche perché il collocamento privato è contornato da imposizioni legislative meno stringenti. Le investment banks possono essere coinvolte nella ricerca dei potenziali investitori così come nella progettazione delle modalità dell'emissione. Oppure, se l'emittente ha già individuato gli investitori, l'investment bank può espletare solo una funzione consultiva.

4.3. Le ristrutturazioni finanziarie

Come è stato sottolineato, le ristrutturazioni finanziarie, ai fini di questo lavoro, consistono in fusioni ed acquisizioni, privatizzazioni e ristrutturazioni del debito.

Le investment banks svolgono un ruolo importante in tutte le operazioni di fusione o acquisizione, data l'ingente quantità di capitali che queste operazioni richiedono. Spesso, infatti, si assiste all'emissione di titoli di debito da parte delle società acquirenti

per convogliare ulteriori risorse nelle operazioni di acquisizione ⁽³⁰⁾, rispetto al credito ordinario concesso dalle banche commerciali. Il ricorso al debito, anche sotto forma cartolare, è ancora più rilevante se l'operazione assume la forma del *Leveraged Buyout* ⁽³¹⁾, che costituisce una modalità operativa in cui l'acquisizione avviene con un notevole ricorso al debito.

I servizi offerti dalle investment banks in questo tipo di operazioni consistono in: ricerca di potenziali candidati per le fusioni ed acquisizioni; consulenza sui termini monetari dello scambio; assistenza per evitare scalate ostili; assistenza nel reperimento di fondi ed emissione di titoli di debito.

Le banche d'investimento assistono, inoltre, le autorità statali nella vendita ai privati delle azioni delle imprese pubbliche. Si tratta, solitamente, di operazioni di notevole dimensione, in cui la presenza dell'investment bank si rende necessaria, per la fitta rete di rapporti che può vantare con altre banche ed istituzioni finanziarie e per la buona reputazione di cui gode presso gli investitori.

Tav. 5 Worldwide M&A advisers (28/10/97 – 28/10/98)

	Valore delle operazioni (\$m)	Quota di mercato	n. di operazioni
Goldman, Sachs & Co.	981930,8	33,1	395
Merrill Lynch & Co.	719341,3	24,2	354
Morgan Stanley Dean Witter	640019,5	21,6	419
Salomon Smith Barney	491912,1	16,6	327
Credit Suisse First Boston	396740,0	13,4	281
Lazard Houses	319476,6	10,8	214
Lehman Brothers	306887,9	10,3	215
JP Morgan & Co. Inc.	256360,9	8,6	256
Bear, Stearns	230181,5	7,8	91
Warburg Dillon Read	197076,9	6,6	271
Donaldson, Lufkin & Jenrette	184526,7	6,2	299
Chase Manhattan Corporation	117197,9	3,9	102
Deutsche Bank	101684,3	3,4	180
Bank of America Corp	92506,8	3,1	107
Rothschild Group	76639,0	2,6	170
BT Alex. Brown/Wolfensohn	69951,3	2,4	161
Schroder Group	67504,4	2,3	130
Wasserstein, Perella	64553,5	2,2	70

⁽³⁰⁾ Vedi WILLIAMSON J. (1988), *Merger and acquisition*, cap. 13 in *The investment banking handbook*, a cura di WILLIAMSON J.P., New York, John Wiley & Sons.

⁽³¹⁾ Sull'argomento confronta MONTI E. (1997), *Il Leveraged buyout*, Roma, LUISS Guido Carli; oppure LAW W. (1988), *Leveraged buyouts*, cap.12 in WILLIAMSON J. (a cura di), *op.cit.*

BankBoston	50838,5	1,7	54
Societe Generale	44148,5	1,5	115
Totale del settore	2967330		5346

Fonte: Salomon Smith Banrney(1998)

In sostanza, l'investment bank è chiamata a garantire il collocamento di una notevole quantità di titoli azionari ed, inoltre, a studiare la recettività del mercato, affinché il prezzo proposto per le azioni sia giudicato congruo.

I vantaggi economici per le banche d'investimento sono generati dalle commissioni di sottoscrizione, dalle commissioni derivanti dall'attività di ricerca di acquirenti e dalle commissioni per attività di consulenza.

Nelle ristrutturazioni del debito rientrano, invece, una serie di operazioni che influiscono sulla composizione del passivo delle imprese. Per le imprese in salute, si tratta di ricercare una composizione patrimoniale che ne aumenti il valore di mercato. Per le imprese in crisi, si tratta di ricercare una soluzione finanziaria che consenta all'impresa di ridurre la sua esposizione debitoria, consentendole di evitare il fallimento ⁽³²⁾.

Anche in questo caso l'assistenza di un intermediario si rende necessaria per la sua competenza nella finanza aziendale e per la possibilità di reperire risorse sul mercato dei capitali.

Si possono ricomprendere nelle operazioni di ristrutturazione del debito i seguenti interventi:

- modifiche della composizione del patrimonio, attraverso l'emissione di diverse tipologie di titoli, destinate a diverse tipologie di sottoscrittori;
- modifiche del valore e delle condizioni del debito, attraverso il consolidamento dei debiti o attraverso l'assunzione di nuovi debiti;
- conversione del credito in azioni o in obbligazioni convertibili;
- modifiche delle garanzie offerte ai creditori ⁽³³⁾.

4.4. Merchant banking e venture capital

L'attività di *merchant banking* consiste nell'impiego dei propri fondi, da parte dell'investment bank, per acquisire una partecipazione azionaria oppure una posizione

⁽³²⁾ Cfr. FORESTIERI G. (a cura di, 1995), *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, Milano, Egea.

⁽³³⁾ Vedi anche BELLO M. (1999), *Le operazioni di ristrutturazione del debito*, Roma, Ceradi-Luiss, (in corso di pubblicazione).

creditrice nei confronti di una società non finanziaria ⁽³⁴⁾.

Lo scopo della partecipazione è solitamente limitato all'ottenimento di *capital gains* all'atto della rivendita, nei sistemi anglosassoni. E' invece quello di creare rapporti di reciproca interdipendenza nei modelli di tipo tedesco, in cui prevale la figura della banca universale ⁽³⁵⁾.

Quando l'attività di merchant banking si connota per l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni di minoranza in società non quotate in borsa, che operano in settori ad elevato contenuto tecnologico, si parla più propriamente di "venture capital" ⁽³⁶⁾.

In tal caso, la società di venture capital ha interesse ad una valorizzazione della partecipazione, per poi smobilizzarla ⁽³⁷⁾.

4.5. L'intermediazione in titoli

Sebbene l'attività di investimento in titoli non rientri nell'*investment banking tout court*, le principali case di *investment banking* internazionali ricoprono posizioni di primo piano nella compravendita di titoli, nella gestione del risparmio e anche nell'innovazione finanziaria.

La compravendita di titoli consiste nell'acquisto e nella successiva vendita di titoli sul mercato dei capitali, per conto proprio (*dealing*) o di terzi (*brokering*), e comprende anche la disponibilità ad acquistare e a vendere valori mobiliari a prezzi determinati (*market making*). I vantaggi economici derivanti da queste attività sono generati dai differenziali denaro-lettera e dall'apprezzamento dei titoli detenuti in scorte. Ovviamente, se i titoli si deprezzano in termini di valore, si verificherà una diminuzione dei ricavi. Per proteggersi contro questo tipo di perdita, le investment banks attuano delle strategie di copertura. Esistono varie strategie impiegate dagli operatori per generare reddito dalle posizioni finanziarie rispetto a uno o più titoli: l'"arbitraggio sicuro" (quando un titolo è scambiato a prezzi diversi su diversi mercati), l'"arbitraggio rischioso" (quando riguarda titoli di società in fallimento o oggetto di acquisizioni) e la "speculazione".

⁽³⁴⁾In Gran Bretagna si tende ad indicare con merchant banking, la totalità dei servizi di *investment banking*. Vedi NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*

⁽³⁵⁾ Cfr. ECCLES R.G. e CRANE D. (1988), *Doing deals: investment banks at work*, Boston, Harvard Business School Press.

⁽³⁶⁾ Vedi MONTI E. e MESSINA C. (1996), *La finanza per l'impresa*, Torino, Utet, pag.14.

⁽³⁷⁾ Ai fini del presente lavoro è sufficiente questa definizione del merchant banking. Chi desidera analizzare più approfonditamente le problematiche di tale attività può consultare KAY W. (1990), *op.cit.*

Le banche d'investimento hanno inoltre creato delle sussidiarie per la gestione di patrimoni, come i fondi d'investimento e i fondi pensionistici, per conto sia di investitori individuali che di investitori istituzionali. Dalle attività di gestione monetaria derivano provvigioni sulla base di una percentuale delle attività finanziarie gestite. Nell'ambito di questa attività, le investment banks hanno sviluppato abilità nella copertura del rischio, offrendo strumenti innovativi, che combinano i derivati semplici, come *futures* e *options*, e che sono scambiati *over the counter*.

5. La domanda di servizi di *investment banking* in Italia

La Borsa italiana risulta di dimensioni ridotte rispetto alle principali Borse europee sia per il numero di società quotate che per la capitalizzazione dei titoli in rapporto al prodotto nazionale. Tuttavia dal 1994-95, le operazioni di collocamento di titoli azionari nella Borsa Valori italiana hanno fatto registrare ammontari di consistenza rilevante, grazie soprattutto alle dismissioni delle partecipazioni statali.

Tav. 6. Collocamenti di valori azionari nel mercato borsistico

Anno	Controvalore (mld di lire)	Capitalizzazione (mld di lire)	Quota (%) su capitalizz.
1990	9.099	168.135	5,4
1991	5.075	177.917	2,9
1992	5.346	173.235	3,1
1993	18.186	234.256	7,8
1994	23.068	293.566	7,9
1995	14.196	325.568	4,4
1996	13.861	386.157	2,6
Totale	88.831	1.758.834	4,8

Fonte : Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

Suddividendo le operazioni di collocamento in operazioni di ammissione a quotazione e aumenti di capitale è possibile approfondire l'analisi della domanda nei due tipi di operazioni.

Con riferimento alle operazioni di ammissione a quotazione, dal 1994 si è assistito a una ripresa del numero di imprese ammesse in Borsa. Le nuove entranti sono prevalentemente imprese manifatturiere di dimensioni medio-piccole, con fatturato tra 60

e 300 miliardi ⁽³⁸⁾ non appartenenti a gruppi industriali precedentemente quotati. Si tratta di un elemento di novità rispetto agli anni '80, durante i quali i principali gruppi avevano quotato numerose imprese controllate.

Il controvalore delle operazioni di ammissione a quotazione avvenute a partire dal 1990 rappresenta comunque una percentuale alquanto ridotta rispetto alla capitalizzazione di Borsa.

Tav. 7. Collocamenti per operazioni di ammissione a quotazione

Anno	Controvalore (mld di lire)	Capitalizzazione (mld di lire)	Quota (%)
1990	31	168.135	0,02
1991	278	177.917	0,16
1992	1.659	173.235	0,96
1993	0	234.256	0,00
1994	6.365	293.566	2,17
1995	6.992	325.568	2,15
1996	2.917	386.157	0,75
Totale	18.243	1.758.834	1,04

Fonte: Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

La scarsa domanda di quotazione in Borsa in Italia è spiegabile con un certo grado di avversione degli imprenditori per le condizioni di trasparenza connesse all'ammissione al mercato regolamentato. La ripresa del numero di imprese ammesse a quotazione registrata negli ultimi due anni è stata favorita anche dagli incentivi fiscali previsti dalla legge n. 489/94 (cosiddetta legge Tremonti). Il numero di imprese che avrebbero potuto beneficiare delle agevolazioni previste dalla legge è considerevolmente superiore rispetto al numero di imprese che hanno fatto domanda di ammissione ⁽³⁹⁾.

L'autofinanziamento è ritenuto sufficiente dalle medie imprese per finanziare il normale sviluppo dell'azienda. Inoltre, il credito bancario in termini di quantità disponibile e di costo costituisce, tenuto conto dell'attuale regime fiscale, un'alternativa economicamente più conveniente rispetto al ricorso al capitale di rischio. Gli imprenditori temono anche le conseguenze che l'ammissione in Borsa può avere sull'assetto di controllo dell'impresa. È stato sottolineato dalla dottrina che il mantenimento del

⁽³⁸⁾ Le società quotate nel 1996 sono una banca (Popolare di Spoleto), due società del gruppo Fininvest (Mediaset e Mediolanum), sette imprese manifatturiere di media dimensione (Riccheti, Interpump, Irc, Reno de' Medici, Roland Europe, Esaote, Savino del Bene, Zucchini), un'impresa municipalizzata (Amga). Cfr. CONSOB (1997), *Relazione Annuale*.

⁽³⁹⁾ Vedi AUTORITÀ GARANTE CONC. E MER. E BANCA D'ITALIA (1998), *op.cit.*

controllo integrale di una società, laddove possibile, consente una maggiore velocità nell'adozione delle strategie dell'impresa, un migliore controllo dei costi e permette di evitare il fenomeno dell'elevata volatilità dei corsi delle azioni quotate, che potrebbe favorire *take-overs* ostili. I rischi di perdita del controllo possono generalmente essere prevenuti laddove la quotazione venga realizzata continuando a mantenere nelle mani dell'azionista di riferimento una maggioranza assoluta del capitale sociale. Questi casi sono particolarmente frequenti nella Borsa italiana.

In Italia, con la quotazione dell'IMI e dell'INA nel 1994, dell'ENI nel 1995 e, di seguito, con le note operazioni di dismissione di partecipazioni statali, una porzione importante della domanda di servizi per l'ammissione alla quotazione, in termini di controvalore, è pervenuta dal Tesoro ⁽⁴⁰⁾.

⁽⁴⁰⁾ La domanda di servizi di assistenza per l'ammissione a quotazione e per il collocamento di titoli in connessione alle privatizzazioni presenta alcuni aspetti di specificità. In particolare, le modalità e le procedure di dismissione, compresa la scelta degli intermediari, sono disciplinate da una delibera CIPE del 30 dicembre 1992, che stabilisce:

- Alla *determinazione del valore delle partecipazioni da dismettere* dovrà provvedersi con l'assistenza di uno o più primari intermediari specializzati, nazionali o internazionali;
- La *guida del consorzio di collocamento* dovrà essere affidata a soggetti diversi da quelli incaricati della valutazione che dovranno comunque partecipare al consorzio;
- Ai fini dell'affidamento degli incarichi dovranno essere in ogni caso acquisite *offerte di non meno di tre specialisti nazionali e/o esteri*, di cui almeno uno italiano, salva la facoltà di affidare l'incarico direttamente allo specialista che ha già svolto analogo incarico per precedenti operazioni di dismissione di azioni della stessa società. Negli altri casi la *compresenza di almeno uno specialista nazionale* potrà essere assicurata per il migliore collocamento delle azioni sul mercato italiano;
- La *vendita a trattativa privata* può essere utilizzata solamente ove ricorrano interessi pubblici di particolare rilevanza.

Come illustrato nella successiva TAV., nei servizi di assistenza ai collocamenti in Borsa è stato dato un ampio ruolo, sia nella funzione di advisor che in quella di *global coordinator*, a intermediari esteri. Tra i *global coordinators* italiani che hanno affiancato soggetti esteri ha sinora assunto un ruolo di particolare rilievo l'IMI.

Tav. 8. Principali dismissioni di partecipazioni pubbliche realizzate nella Borsa italiana (1993-1998)

Società	Anno	Tipo di collocamenti	Controvalore (mld)
Credito italiano	1993	Mercato secondario	1.719
Banca Commerciale It.	1994	Mercato secondario	2.743
INA	1994	Mercato secondario/OPV	4.500
IMI	1994-96	Mercato secondario/OPV	2.885
ENI	1995	Mercato secondario/OPV	6.300
ENI (II ^a tranche)	1996	Mercato secondario	4.333
ENI (III ^a tranche)	1997	OPV	13.300
Telecom Italia	1997	Mercato secondario/ OPV	22.883

Fonte: Elaborazioni proprie da Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

Tav. 9. Operazioni di dismissione e privatizzazione realizzate nella Borsa italiana: la scelta degli intermediari (1993-1997)

Società		
Credito italiano (1993)	OPV Valutatore: JP Morgan Advisor: Merrill Lynch Global Coordinator: Credito Italiano/Goldman Sachs (tranche estera)	
Banca Commerciale It. (1993)	OPV Valutatore: JP Morgan Advisor: Lehman Brothers Global Coordinator: Comit/ Lehman Brothers (tranche estera)	
INA (1994-95)	OPV Advisor: Schroders Joint global coordinator: Goldman Sachs/IMI Domestic Coordinator: Comit/ Credit/San Paolo	Trattativa diretta Advisor: Fox Pitt Kelton/ Akros Global Coordinator: Schroders
IMI (1994-96)	OPV Advisor: Credit Suisse First Boston Global Coordinator: SG Warburg-IMI	Trattativa diretta Advisor: CS First Boston/Vitale Borghesi Global Coordinator: IMI
ENI (1995-97)	OPV Advisor: Rothschild e Eptaconsors Global Coordinator: CS First Boston/ IMI	II tranche Advisor: Rothschild Global Coordinator: CS First Boston/IMI
Telecom Italia (1997)	OPV Advisors: Morgan Stanley e Euromobiliare Coordinators: Mediobanca e BZW	Trattativa privata Advisors: Morgan Stanley e Euromobiliare

Fonte: Elaborazioni proprie da Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998).

Se si analizzano gli aumenti di capitale, tra il 1990 e il 1996 sono stati raccolti in Borsa 70.588 miliardi, in larga misura attraverso aumenti di capitale di società già quotate realizzati dai maggiori gruppi privati italiani. Queste operazioni sono spesso riconducibili all'esigenza di ridurre il peso dell'indebitamento bancario; in particolare, gli aumenti di capitale di maggiori dimensioni risultano collegati a progetti di ristrutturazione di gruppi industriali.

Tav. 10. Collocamento di valori azionari di società già quotate

Anno	Controvalore (mld. di lire)	Capitalizzazione (mld. di lire)	Quota (%) su capitalizzazione
1990	9.068	168.135	5,4
1991	4.797	177.917	2,7
1992	3.686	173.235	2,1
1993	18.186	234.256	7,7
1994	16.703	293.566	5,7
1995	7.204	325.568	2,2
1996	10.943	386.157	2,8
Totale	70.588	1.758.834	4

Fonte : Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

Anche alcune delle operazioni di dismissione di partecipazioni pubbliche hanno dato luogo a collocamenti in Borsa di titoli di società già quotate.

Passando invece ad esaminare la domanda di servizi di assistenza nelle operazioni di fusione e acquisizione, assume un rilievo centrale la funzione di ricerca di potenziali imprese acquirenti o target. La scelta di avvalersi di un intermediario specializzato deriva dalla carenza di informazioni, specie nelle operazioni che interessano imprese appartenenti a settori di attività diversi o nelle operazioni di dimensione rilevante.

In Italia il ricorso all'autoproduzione risulta infatti molto diffuso soltanto con riferimento alle operazioni, in cui sono coinvolte società di dimensioni limitate ⁽⁴¹⁾. Nel 1994, su un campione di imprese industriali italiane con almeno 50 addetti, è risultato che quasi la metà delle imprese acquisite o acquirenti intervistate non si sarebbero avvalse, ai fini della cessione/acquisizione, di alcun intermediario ⁽⁴²⁾. Nelle operazioni di acquisizione e fusione di società realizzate in Italia nel quinquennio 1991-'95, si rileva la presenza di intermediari in poco più del 20% dei casi ⁽⁴³⁾. Dalla tavola seguente emerge nel dettaglio qual è la percentuale delle imprese che ricorrono all'assistenza di intermediari specializzati per classi dimensionali.

Tav. 11. Percentuale delle operazioni di fusione e acquisizione in cui si è registrato il ricorso all'intermediario, in base al fatturato delle imprese interessate (1991-1995)

		Fatturato consolidato del gruppo cedente	
Fatturato		> 1.000 mld.	< 1.000 mld
consolidato	> 1.000 mld.	47,1%	20,0%
del gruppo	< 1.000 mld.	31,0%	11,8%
acquirente			

Fonte: Elaborazioni proprie da Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

Uno sguardo, infine può essere rivolto alle operazioni di ristrutturazione del debito. Nella prima metà degli anni Novanta l'aggravarsi delle condizioni economiche generali ha contribuito a rendere precaria la situazione finanziaria di numerose imprese di grandi dimensioni, che avevano intrapreso processi di espansione attraverso l'acquisizione di altre imprese, facendo ricorso alla leva finanziaria. Tra il 1992 e il 1995 i casi di

(41) Un caso che viene spesso citato è quello di Finanza e Futuro, società di gestione di fondi ceduta alla Deutsche Bank dal gruppo Cofide per un importo complessivo pari a 400 miliardi di lire.

(42) BARCA F., BIANCO M., CANNARI L., CESARI R., GOLA C., MANITTA G., SALVO G., SIGNORINI L.F. (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Vol. 1, *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Bologna, Il Mulino.

(43) Cfr. AUTORITÀ GARANTE CONC. E MER. E BANCA D'ITALIA (1998), *op.cit.*

ristrutturazione di imprese che si trovavano in una situazione di crisi finanziaria sono stati oltre settanta, per un controvalore complessivo in termini di debito di 80.000 miliardi ⁽⁴⁴⁾. Oltre un terzo di tali debiti si riferisce ad alcuni tra i maggiori gruppi industriali italiani (Ferruzzi, Fiat, Fininvest).

Nella scelta dell'intermediario al quale affidare la predisposizione del piano di ristrutturazione è essenziale l'assenso dei creditori, anche se formalmente il mandato viene conferito dalla proprietà. Tra i fattori di competitività che possono rilevare nella scelta dell'intermediario, vanno considerati, in base alla prassi operativa, l'assenza di conflitti di interesse rispetto alla realizzazione dell'operazione, la capacità di coinvolgimento e aggregazione dei soggetti creditori, la conoscenza delle particolarità giuridiche ed economiche connesse alle operazioni di ristrutturazione.

Tav. 12. La gestione straordinaria del debito in Italia: le operazioni più rilevanti (1992-1994)

Gruppo	Debiti (mld)	Soluzione	Advisor
Ferruzzi-Montedison	25000	S	Mediobanca
Efim	16000	L.S.	Professionisti
Ilva	7255	A.C.	IMI
Fedit	4000	L.C.A.	Piano Capaldo
Ligresti	1500	S	Mediobanca
Cameli-Gerolimich	1200	L.S.	Banca Intern. Lombarda
Fimpar-Ciga	1200	S	Mediobanca
Sottrici	1130	S	Vitale & Borghesi
Arvedj	1100	S	Mediobanca
Uno Holding	1000	L.S.	Akros
Cabassi	1000	S	Mediobanca
Dalle Carbonare	900	S	BIL
Casillo	900/1000	L.S./F.	Kpmg Peat Marwick

Legenda:
 S: soluzione stragiudiziale
 L.S.: liquidazione stragiudiziale
 L.C.A.: liquidazione coatta amministrativa
 A.C.: amministrazione controllata
 F: procedura di fallimento

Fonte : Forestieri (1995)

6. L'offerta di servizi di *investment banking* in Italia

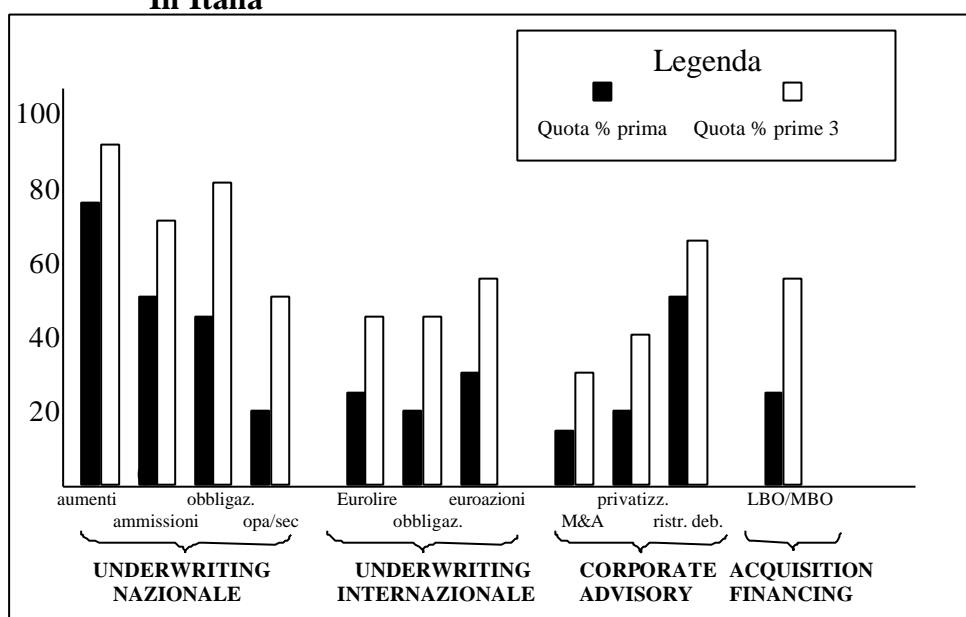
Il settore dell'*investment banking* in Italia è caratterizzato dalla presenza di una molteplicità di soggetti, tra loro disomogenei. Vi sono infatti operatori esteri, operatori bancari, pubblici o privati e operatori non bancari, che si contendono il mercato dei servizi alle imprese.

⁽⁴⁴⁾ Vedi NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*

Tuttavia, a discapito dell'elevato numero di attori presenti sul mercato, il settore dell'*investment banking* è stato storicamente caratterizzato da un elevato grado di concentrazione. Con l'eccezione delle operazioni di fusione e acquisizione, i primi tre intermediari coprono più del 40 % del mercato ⁽⁴⁵⁾.

Nei segmenti dell'*underwriting* nazionale, fino a qualche anno fa, si registrava il ruolo predominante delle banche italiane che coprivano il 90% del mercato, mentre era marginale il ruolo degli operatori esteri e di quelli non bancari.

FIG. 3. Il grado di concentrazione del settore dell'investment banking In Italia



Fonte: IRS (1996)

Dalle due tabelle seguenti emerge il ruolo di leadership di Mediobanca, cui sono associate quote di mercato molto superiori a quelle degli altri istituti, in quanto si è aggiudicata tutte le operazioni di importo maggiore ⁽⁴⁶⁾.

(45) NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*, cap. 3.

(46) Consulta, per maggiori dettagli, DE CECCO M. e FERRI G. (1996), *Le banche d'affari in Italia*, Bologna, Il Mulino, cap. 3.

Tav. 13. Collocamenti di titoli azionari in Borsa di società già quotate: primi dieci operatori per controvalore delle operazioni (1990-96)

leader	controvalore collocamenti (miliardi di lire)	quota (%) su controvalore	quota (%) su numero di operazioni
Mediobanca	29.910	64,5	51,8
IMI	6.788	14,6	5,7
Banca Commerciale Italiana	4.675	10,1	13,5
Credito Italiano	1.703	3,7	2,1
Centrofinanziaria	595	1,3	n.d.
Banca di Roma	500	1,1	1,4
Crediop	414	0,9	1,4
UBS Limited	370	0,8	n.d.
Prime	312	0,7	n.d.
Rasfin	187	0,4	n.d.
Altri	937	2	
Totale intermediato	46.391	100	
Totale complessivo	70.588		

Fonte : Autorità Garante Conc. e Mer. e Banca d'Italia (1998)

Tav. 14. Obbligazioni nazionali 1991-1995: quote di mercato primi dieci

direzione consorzio	raccolta (mld. di lire)	%raccolta	n°operazioni	%operazioni
MEDIOBANCA	5190	41,6	7	30,4
COMIT	2650	21,2	4	17,4
CREDIT	2000	16	3	13
CARIPLO	750	6	2	8,7
CREDIOP	500	4	1	4,3
COFIRI SIM	500	4	1	4,3
BANCA DI ROMA	500	4	1	4,3
EUROMOBILIARE	250	2	1	4,3
BANCA AGR. MANTOVANA	52	0,4	1	4,3
NESSUN CONSORZIO	80	0,6	2	8,7

Fonte: IRS (1996)

Se si considerano le ammissioni a quotazione, la situazione cambia leggermente: emergono le posizioni primarie di Imi, Goldman Sachs e Sbc Warburg, dato dovuto interamente alle operazioni relative all'Ina, all'Eni e alla stessa Imi. Al netto di queste tre operazioni, tuttavia, Mediobanca resta leader anche in questo segmento.

Tav. 15. Ammissioni a quotazione 1985-1995: quote di mercato primi dieci

coordinatore	raccolta (mld. i lire)	%raccolta	% di mercato	n° operazioni	% operazioni
IMI	9253	42,8	45,07	4	2,3
MEDIOBANCA	3300	15,3	16,07	22	12,6
GOLDMAN SACHS	1548	7,2	7,54	1	0,6
COMIT	1444	6,7	7,03	32	18,4
S.G.WARBURG	1192	5,5	5,81	1	0,6
BANCA DI ROMA	525	2,4	2,56	10	5,8
SIGE	478	2,2	2,33	13	7,5
BANCA CARIGE	374	1,7	1,82	3	0,6
PASFIN	224	1,0	1,09	1	7,5
FINBANCARIA	220	1,0	1,07	4	1,7

Fonte: IRS (1996)

Il settore dell'*investment banking* in Italia sembra essere caratterizzato, alla luce dell'analisi del recente passato, dalla presenza di pochi operatori, che detengono quote di mercato elevate, cui seguono numerosi piccoli operatori. Se si considera però che ad oggi in quasi tutti i segmenti di attività la presenza degli operatori esteri è in aumento, si può osservare che il grado di concentrazione tende a ridursi e non si assiste all'affermazione dominante di un unico soggetto. Un esempio è costituito proprio dalle recenti *initial public offerings* (ammissioni a quotazione), in cui il panorama degli intermediari appare abbastanza variegato.

Tav. 16. Italian Ipos (01/01/98 - 2/11/98)

coordinatore	tot. valore mld.lire	% totale	n° operazioni	% operazioni
GOLDMAN SACHS	2675	49,2	2	6,8
WARBURG DILLON READ	1894	34,9	3	10,3
CARIPLO	1462	26,9	2	6,8
COMIT	1134	20,9	7	24,1
IMI	774	14,2	7	24,1
HSBC	639	11,7	3	10,3
MEDIOSIM	639	11,7	3	10,3
DEUTSCHE BANK	558	10,3	3	10,3
SAN PAOLO	435	8,0	6	20,7
BNL	255	4,7	2	6,8

(Nella costruzione della tabella è stato adoperato un cambio dollaro-lira pari a 1\$=1700£)

Fonte: Salomon Smith Barney (1998)

Nel comparto dell'underwriting globale (con riferimento alle operazioni in cui gli emittenti nostrani si rivolgono sia al mercato nazionale che ai mercati finanziari esteri), le attività di *investment banking* sono svolte in prevalenza da intermediari esteri, che coprono il 60% del mercato e addirittura l'80% delle emissioni obbligazionarie internazionali di società italiane. Gli operatori italiani conservano un ruolo rilevante solo nelle emissioni in eurolire ⁽⁴⁷⁾.

Tav 17. Azioni nazionali ed internazionali emettenti italiani (01/11/97 - 30/10/98)

Managers	raccolta mld.lire	% raccolta	n° operazioni	% operazioni
ABN AMRO	25170	71,2	4	12,1
BANKERS TRUST	24352	68,9	2	6,1
PARIBAS	15400	43,7	5	15,1
WARBURG DR	15362	43,5	6	18,2
MORGAN STANLEY DW	13539	38,3	4	12,1
CREDIT SUISSE FB	13429	38	3	9,1
DEUTSCHE BANK	12758	36,1	3	9,1
MERRILL LYNCH	12170	34,4	2	6,1
LEHMAN BROTHERS	12163	34,4	2	6,1
GOLDMAN SACHS	6890	19,5	6	18,2

(Nella costruzione della tabella è stato adoperato un cambio dollaro-lira pari a 1\$=1700£)

Fonte: Salomon Smith Barney (1998)

⁽⁴⁷⁾ Sempre NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*, cap. 3.

Tav. 18. Obbligazioni nazionali ed internazionali emettenti italiani (01/11/97 - 30/10/98)

Managers	raccolta mld.lire	% raccolta	n° operazioni	% operazioni
WARBURG DR	19305	63,9	15	28,3
PARIBAS	18255	60,4	18	34,0
JP MORGAN	17492	57,9	11	20,8
DEUTSCHE BANK	17001	56,2	10	18,9
MORGAN STANLEY DW	14583	48,2	12	22,6
GOLDMAN SACHS	12539	41,5	6	11,3
ABN AMRO	8882	29,4	6	11,3
NOMURA	7801	25,8	5	9,4
CAISSE DES DEPOTS	7239	23,9	1	1,9
SAN PAOLO	7239	23,9	1	1,9

(Nella costruzione della tabella è stato adoperato un cambio dollaro-lira pari a 1\$=1700£)

Fonte : Salomon Smith Barney (1998)

TAV. 19. Obbligazioni denominate in lire (01/11/97 - 30/10/98)

Managers	raccolta mld.lire	% raccolta	n° operazioni	% operazioni
CARIPLO	18623	44,3	66	30,3
BANCO AMBROSIANO	17108	40,7	61	28
COMIT	16092	38,3	51	23,4
CREDIT	15632	37,2	43	19,7
JP MORGAN	14351	34,1	38	17,4
DEUTSCHE BANK	13374	31,8	58	26,6
MORGAN STANLEY DW	12326	29,3	51	23,4
ICCREA	11876	28,2	44	20,2
BNL	11558	27,5	35	16,1
CARISBO	10589	25,2	28	12,8

(Nella costruzione della tabella è stato adoperato un cambio dollaro-lira pari a 1\$=1700£)

Fonte : Salomon Smith Barney (1998)

La presenza dell'estero è dominante anche nel comparto delle fusioni ed acquisizioni. Vi è, invece, ancora una volta la leadership degli operatori nazionali nel segmento delle ristrutturazioni del debito.

Tav. 20. Acquisizioni e fusioni (01/11/97 - 30/10/98)

intermediario	Valore mld lire	Quota di mercato	n° operazioni	% operazioni
GOLDMAN SACHS	46787	53,6	7	1,8
CREDIT SUISSE FB	31347	35,9	8	2,0
ROTHSCHILD GROUP	22955	26,3	11	2,8
LAZARD HOUSES	21636	24,8	14	3,5
MERRIL LYNCH	19905	22,8	7	1,8
SCHRODER GROUP	18630	21,3	5	1,3
MORGAN STANLEY DW	18380	21,1	12	3,0
MEDIOBANCA	12357	14,2	3	0,8
SOCIETE GENERALE	11902	13,6	2	0,5
WARBURG DR	6932	7,9	11	2,8

(Nella costruzione della tabella è stato adoperato un cambio dollaro-lira pari a 1\$=1700£)

Fonte: Salomon Smith Barney (1998)

Per ciò che concerne poi le operazioni di LBO/MBO va rilevata nuovamente una cospicua presenza di intermediari esteri cui fa da un ruolo non primario degli operatori bancari italiani.

Tav. 21. Ristrutturazioni del debito 1992-1995: quote di mercato primi dieci

Advisor	debiti mld.lire	% ammontare	n° operazioni	% operazioni
MEDIOBANCA	38345	47,92	11	15,49
IMI	7583	9,48	3	4,23
BANCA DI ROMA	4578	5,72	4	5,63
BIL	3112	3,89	9	12,68
BAIN GALLO CUNEO	2562	3,2	8	11,27
AKROS	1700	2,12	2	2,82
BANKERS TRUST	1530	1,91	5	7,04
VITALE BORGHESI	1310	1,64	2	2,82
KPMG PEAT MARWICH	950	1,19	1	1,41
CREDIT MERCHANT	273	0,34	5	7,04

Fonte: IRS (1996)

Tav. 22. Operazioni di LBO/MBO 1993-1995: quote di mercato

intermediario	ammontare	% ammontare	n° operazioni	% operazioni
INVEST	378	21,5	5	6,3
BARING CAPITAL	300	17,1	2	2,5
COMIT	262	14,9	4	5,1
CITICORP	113	6,4	1	1,3
B&S VENTURE	88	5	4	5,1
SAN PAOLO FINANCE	60	3,4	1	1,3
SOFIPA	52	2,9	5	6,3
CHASE GEMINA	46	2,6	3	3,8
NATWEST	45	2,6	1	1,3
EUROPA INVESTIMENTI	44	2,5	2	2,5

Fonte: IRS (1996)

7. Gli operatori internazionali

7.1. Caratteristiche degli operatori

Le attività di *corporate finance* vengono esercitate da istituzioni di *investment banking*, specializzate e indipendenti, oppure dalle cosiddette *universal banks*, istituzioni che svolgono sia l'attività tradizionale di *commercial banking* che quella di *investment banking*. In Italia il legislatore, come abbiamo visto, ha ampliato le opportunità operative delle banche, ma ancora mantiene delle restrizioni per alcune attività ⁽⁴⁸⁾. Facendo riferimento agli Stati Uniti, le principali *investment banks* si sono storicamente affermate come istituzioni indipendenti ⁽⁴⁹⁾ dalle banche commerciali.

Con riguardo alla composizione patrimoniale, si può affermare che le imprese del settore sono caratterizzate da elevati rapporti di indebitamento. La disponibilità di capitali

⁽⁴⁸⁾ Un esempio è costituito dalla riserva legale per l'attività di gestione dei fondi chiusi, disciplinata dalla legge 14 agosto 1993 n. 344. Si possono ancora ricordare le gestioni di patrimoni comuni realizzate attraverso i fondi aperti (l. 23 marzo 1983 n. 77, modificata dal d. lgs. 25 gennaio 1992 n. 83) o le Sicav (introdotte in Italia col d. lgs. 25 gennaio 1992 n. 84). Infine, abbiamo le attività di sollecitazione del pubblico risparmio, nonché della negoziazione titoli per conto terzi ed altre, riservate, in maniera non sempre esclusiva, alle SIM dalla l. 2 gennaio 1991 n.1. Le leggi citate sono in scadenza per l'entrata in vigore del decr. legisl. 24 febbraio 1998, n.58 (Testo Unico della Finanza) e la loro abrogazione è subordinata all'emanazione di futuri regolamenti o simili.

⁽⁴⁹⁾ Negli Stati Uniti, a differenza che in Italia e in Europa, vi è una netta separazione legale (dovuta al *Glass-Steagall Act*) tra attività di *investment* e *commercial banking*. In pratica, come sottolineato da CANALS J. (1997) in *Universal banking* questa separazione è superata grazie all'innovazione finanziaria.

è una necessità che deriva dalla dilatazione dei costi di struttura, fenomeno legato alla globalizzazione delle attività di *investment banking*, e dalla crescente importanza del *trading*, che richiede una situazione patrimoniale in grado di coprire eventuali perdite.

La tabella 23 presenta il patrimonio consolidato, il capitale azionario e il livello di indebitamento di alcune delle maggiori banche d'investimento registrato alla fine del 1997⁽⁵⁰⁾. Il grado di indebitamento si spiega con la necessità di notevoli fonti a breve per finanziare l'acquisto di titoli azionari e obbligazionari, da rivendere poi sul mercato, nell'attività di trading. La fonte primaria per i crediti a breve è rappresentata dai pronti contro termine⁽⁵¹⁾.

Le entrate, invece, delle banche d'investimento sono generate dalle commissioni, dal differenziale di interesse e dal rendimento sul capitale.

Tav. 23. La struttura del capitale di alcune investment banks (in milioni di dollari) alla fine del 1997

Banker	Patrimonio consolidato totale	Capitale azionario	Capitale di debito	Incidenza dell' indebitamento (%)
Cs First Boston	310.000	7.300	302.700	97,6
Merrill Lyinch & Co.	283.863	8.329	275.534	97,1
Shearson Lehman Brothers	151.705	4.523	147.182	97,0
Goldman Sachs & Co.	171.864	6.107	165.757	96,4
JP Morgan	262.159	11.404	250.755	95,6
Morgan Stanley	302.287	13.956	288.331	95,4
ING	310.745	24.572	286.173	92,1
HSBC Investment Banking	471.686	68.642	403.044	85,4
UBS Corporate Finance	90.450	17.550	72.900	80,6

Fonte: Elaborazioni proprie dagli Annual Reports 1997.

Proseguendo l'analisi dell'esperienza americana, è possibile osservare che gli aspetti salienti per la competizione nel settore, oltre alla disponibilità di capitali, sono:

- *Relazionalità*, che consiste in un intensificarsi di rapporti collaborativi tra investment banks e imprese clienti;
- *Vocazione internazionale*, derivante dalla necessità di ricercare fondi là dove sono disponibili;
- *Innovazione*, che è la conseguenza del notevole sviluppo del processo di *securitization* delle

⁽⁵⁰⁾ La tabella è frutto di elaborazioni personali sulla base dei dati pubblicati negli Annual Reports.

⁽⁵¹⁾ I pronti contro termine sono di due tipi: pronti contro termine d'impiego, in cui l'intermediario acquista titoli con l'impegno di rivenderli a scadenza, e pronti contro termine di finanziamento, in cui l'intermediario vende titoli con l'impegno di riacquistarli a scadenza.

attività finanziarie ⁽⁵²⁾.

Dal punto di vista organizzativo, le investment banks si contraddistinguono tipicamente per l'elevata professionalità in alcune operazioni o su strumenti innovativi, le ridotte dimensioni, una grande flessibilità operativa, un assetto gerarchico semplificato, agile e snello e, quindi, processi decisionali veloci e decentrati ⁽⁵³⁾.

Con riguardo all'assetto organizzativo, prevale la presenza di teams specializzati in particolari segmenti di attività o prodotti, formati da analisti che costantemente studiano l'andamento dei mercati finanziari (tramite terminali collegati a reti telematiche). Grazie alla tecnologia *on-line* sono in grado di acquistare e vendere prodotti finanziari e di strutturarli in prodotti complessi molto rapidamente.

7.2. Tendenze in atto nella competizione globale

La crescente competizione nel settore e la tendenza all'internazionalizzazione dell'offerta di servizi finanziari richiedono l'impiego di ingenti risorse per operare nell'*investment banking* a livello globale. Solo un limitato numero di operatori sembra disporre di capitali sufficienti e della capacità di sostenere i rischi, che un'offerta globale di servizi presenta. Questi probabilmente includono le grandi investment banks americane ed alcuni operatori europei e nipponici. Le investment banks americane hanno dei vantaggi legati ad una rilevante presenza nell'offerta di prodotti internazionali, ad una efficiente rete di distribuzione in molti paesi ed al ruolo guida del dollaro nei flussi d'investimento mondiali.

La tabella 25 illustra la dimensione delle grandi investment banks statunitensi o "bulge-bracket firms". La solidità patrimoniale di Merrill Lynch, Salomon Brothers, Lehman Brothers e Morgan Stanley è evidente e questa è una delle ragioni per cui queste società, in particolare, sono indicate come gli operatori di maggiore successo nell'*investment banking* globale nei prossimi anni ⁽⁵⁴⁾. Esse hanno i capitali, le competenze, l'esperienza e una capillare diffusione, che rendono difficile per le piccole strutture europee competere.

Per avere un termine di paragone, basti notare che solo alcune investment banks britanniche avvicinano, come dimensione, Donaldson, Lufkin & Jenrette.

⁽⁵²⁾ Vedi CHERNOW R. (1990), *The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance*, New York, Simon & Schuster.

⁽⁵³⁾ MONTI E. e MESSINA C. (1996), *La Finanza per l'impresa*, Torino, Utet.

⁽⁵⁴⁾ GARDENER E. e MOLYNEUX P. (a cura di, 1996), *op. cit.*

TAV. 24. La "Big League"

	Capitale \$bn	Dipendenti
Merrill Lynch	6.892	43800
Morgan Stanley	6.538	9600
Goldman Sachs	5.380*	8200
Salomon Inc.	4.857*	8600
Lehman Brothers	3.874	8512
Bear Stearns	2.895	7600
Smith Barney	2.758	28000
CS First Boston	1.933	6000
Paine Webber	1.730	14500
Donaldson, Lufkin & Jenrette	1.647	4600

Fonte: Bankscope (1997) - *dati relativi al 31/12/95.

Passando ad analizzare il mercato europeo va detto che l'Italia è l'unico tra i primi paesi industrializzati a non avere un *global player* nell'*investment banking* internazionale. I *big* provengono soprattutto da Usa e Gran Bretagna, ma non mancano operatori controllati da giapponesi, svizzeri, tedeschi, francesi e olandesi.

Ad esempio, la giapponese Nikko Securities detiene una quota del 6,2% sul mercato dell'*euroequity*. Poi vi sono una serie di grosse banche europee che hanno acquisito imprese di *investment banking* statunitensi o britanniche.

Una delle prime a intraprendere questa strategia è stato il Credit Suisse: nell'88 vi è stata una fusione con l'*investment bank* statunitense First Boston. Oggi c'è la Cs holding che controlla entrambe. Anche le altre due grandi banche svizzere, Ubs e Sbc, hanno percorso una strada analoga. La prima acquisendo Phillips & Drew, un nome scomparso a favore di Ubs Capital Market, la seconda rilevando la Warburg, l'unica *investment bank* britannica con una strategia globale, all'altezza delle statunitensi ⁽⁵⁵⁾.

Nell'89, poi, la Deutsche Bank ha acquistato la Morgan Grenfell, specializzata in fusioni e acquisizioni. La stessa Deutsche Bank, di recente, ha portato a termine l'ulteriore acquisizione dell'*investment bank* statunitense Bankers Trust. Sempre in Germania la Dresdner Bank nel '95 ha acquistato l'altra britannica Kleinworth Benson, specializzata nelle privatizzazioni.

In Inghilterra, la Midland è stata acquistata dalla Hsbc, integrando anche le attività di Samuel Montagu e James Capel. Altro nome di spicco è quello della Barclays de Zoete Wedd (BZW), nata quando la Barclays ha fatto sue due società di medie dimensioni.

In Francia, primeggiano Paribas e Bnp, mentre in Olanda la Abn Amro ha

⁽⁵⁵⁾ Le stesse Ubs e Sbc hanno proceduto, a loro volta, a realizzare un'operazione di fusione.

acquistato, nei primi anni '90, l'inglese Hoare Govett e alcuni operatori minori. Sempre olandese è il gruppo Ing che ha acquistato l'inglese Barings, che stava attraversando una crisi a causa di operazioni altamente speculative ⁽⁵⁶⁾.

Tav. 25. Attori globali in competizione in Europa (ultimi 12 mesi)

Fusioni e acquisizioni		Emissioni di obbligazioni		Emissioni di azioni	
Intermediario	Quota di mercato	Intermediario	Quota di mercato	Intermediario	Quota di mercato
Morgan Stanley Dean Witter	29,2	Warburg Dillon Read	12,9	Goldman Sachs & Co	22,7
Goldman, Sachs & Co.	24,3	Deutsche Morgan Grenfell	8,4	Morgan Stanley & Co Inc	15,6
Merrill Lynch & Co.	17,5	Paribas	8,2	Warburg Dillon Read	15,4
JP Morgan & Co. Inc.	16,6	Merrill Lynch & Co	8,1	Merrill Lynch & Co	11,1
Credit Suisse First Boston	14,2	Morgan Stanley & Co Inc	8,1	Credit Suisse First Boston	9,7
Warburg Dillon Read	11,7	Goldman Sachs & Co	7,7	JP Morgan	7,4
Deutsche Bank	10,4	JP Morgan	7,6	Nikko Securities Co Ltd	6,2
Lazard Houses	8,0	ABN AMRO	7,6	Dresdner Kleinwort Benson	5,5
Schroder Group	7,3	Credit Suisse First Boston	6,9	Salomon Smith Barney	5,4
Rothschild Group	7,2	Barclays Capital	6,1	Deutsche Morgan Grenfell	5,4
Chase Manhattan Corporation	6,4	Lehman Brothers	4,7	ABN AMRO	5,1
Salomon Smith Barney	5,7	Salomon Smith Barney	4,2	Banco Bilbao Vizcaya SA	5,0
Wasserstein, Perella	3,7	Nomura Securities Co Ltd	3,8	Argentaria - CBE	5,0
Lehman Brothers	3,7	Dresdner Kleinwort Benson	3,8	Lazard	3,7
PricewaterhouseCoopers	3,4	Societe Generale	2,9	La Caixa de Barcelona	3,1
Dresdner Kleinwort Benson	3,3	HSBC Group	2,9	Lehman Brothers	2,9
Societe Generale	3,2	Commerzbank AG	2,4	Mediobanca	2,5
ING Barings	2,3	ING Barings	2,0	Schroders	2,1
ABN AMRO/Hoare Govett	2,2	CDC Marches	1,6	ING Barings	1,9
Paribas	2,1	Chase Manhattan Corp	1,6	Cazenove & Co	1,7

Fonte : Elaborazioni proprie da Salomon Smith Barney (1998)

8. Gli operatori in competizione in Italia

Come è stato sottolineato, l'Italia è l'unico tra i primi paesi industrializzati a non avere un global player nell'*investment banking* internazionale. I soli segmenti di mercato per ora al riparo dalla concorrenza estera sono le emissioni in lire e le operazioni di ristrutturazione del debito. In cima alla classifica degli operatori italiani c'è Mediobanca, interlocutore privilegiato dei grandi gruppi industriali, ai quali deve la sua posizione

⁽⁵⁶⁾ Cfr. OLIVIERI A. e ZAGORDI R. (1997), *Investment banking l'Italia non c'è*, Il Sole-24 Ore, 1 Aprile, pag.27. Sull'*investment banking* in Europa vedi HUNT D. (1995), *What future for Europe's investment banks?*, The McKinsey Quarterly n. 1.

dominante ⁽⁵⁷⁾. Posizione dominante che peraltro sembra incontrare difficoltà nel perpetrarsi, a causa della sempre più rilevante presenza di operatori esteri e della scarsa attitudine di Mediobanca a strutturare operazioni internazionali.

Il numero di intermediari nell'*investment banking*, si è sensibilmente ridotto negli ultimi anni, per due ragioni: il processo di fusioni, incorporazioni e acquisizioni e l'uscita dal settore di molti operatori "occasionalisti". È però vero che è cresciuto il numero di quelli specializzati e professionali, con un conseguente ampliamento dell'offerta di servizi e un aumento della concorrenzialità. Si può concludere che il settore dell'*investment banking* sta vivendo un processo di complessiva maturazione, segnalata anche dalla crescente presenza in Italia di case straniere.

Secondo la citata ricerca effettuata dall'IRS, vi sarebbero 157 operatori attivi in Italia nel campo dell'*underwriting* e della corporate finance. Prescindendo dalle società appartenenti allo stesso gruppo, questo numero si riduce a 116, più della metà (62) fa capo a un gruppo estero. La quota che fa capo a gruppi bancari (il 50% circa) è sostanzialmente analoga, sia per gli intermediari italiani che per quelli esteri. Ma mentre per questi ultimi si tratta in buona parte del risultato di acquisizioni di investment banks indipendenti, di cui è stata generalmente salvaguardata l'autonomia organizzativa, nei gruppi bancari italiani è invece in atto la tendenza a riassorbire le funzioni di *investment banking* presso la casa madre o istituti del gruppo ⁽⁵⁸⁾.

⁽⁵⁷⁾ OLIVIERI A. e ZAGORDI R. (1997), *op.cit.*

⁽⁵⁸⁾ L'analisi degli assetti proprietari faceva anche emergere, fino a qualche tempo fa, l'esistenza di due "poli" antagonisti. Alla cosiddetta "Galassia del Nord" (Comit, Credit, Banca di Roma, Mediobanca, Generali) e al polo Cariplo, San Paolo, Monte dei Paschi, Imi e Ina facevano capo complessivamente 13 degli operatori censiti, cioè un quarto di quelli italiani. La permanenza di questi due "poli" è tuttavia in discussione, in seguito alle recenti riorganizzazioni del settore bancario italiano.

Tav. 26. Gli operatori (*) dell'investment banking in Italia

	Totale	Underwriting		Ristrutturazione proprietaria/finanziaria	
	Censiti	nazionale	internazionale	corporate advisory (M&A/Ristrutt.deb.)	Acquisition financing/ merchant banking (LBO/MBO, Fondi chiusi)
ITALIANI	54				
Bancari	24	23	12	9	10
privati	13	13	6	5	4
pubblici	4	4	1	1	2
fondazioni	7	7	5	3	3
Non bancari	30	18	1	23	8
privati	27	16	1	23	8
(di cui controllati dai primi 5 gruppi industriali (***))	5	5			1
pubblici	3	2			
ESTERI	62				
Bancari (**)	28	9	21	13	7
Non bancari	34	4	12	25	7

(*) Si fa riferimento ai gruppi e non alle singole società che li compongono

(**) Compreso un gruppo assicurativo

(***) Si tratta dei primi 5 gruppi privati per fatturato in base alle classifiche di Mediobanca

Fonte: IRS (1996)

Da segnalare che nel settore è in atto un processo di concentrazione con l'accorpamento delle attività di *investment banking* presso pochi gruppi che vantavano già una presenza consolidata sul mercato. Questo fenomeno permette di individuare già da ora gli operatori che potranno emergere in futuro come *leader* di un settore molto articolato ⁽⁵⁹⁾.

(59) Considerazioni a riguardo possono trovarsi in CONIGLIANI C. e LANCIOTTI G. (1990), *La concentrazione bancaria in Italia*, Bologna, Il Mulino.

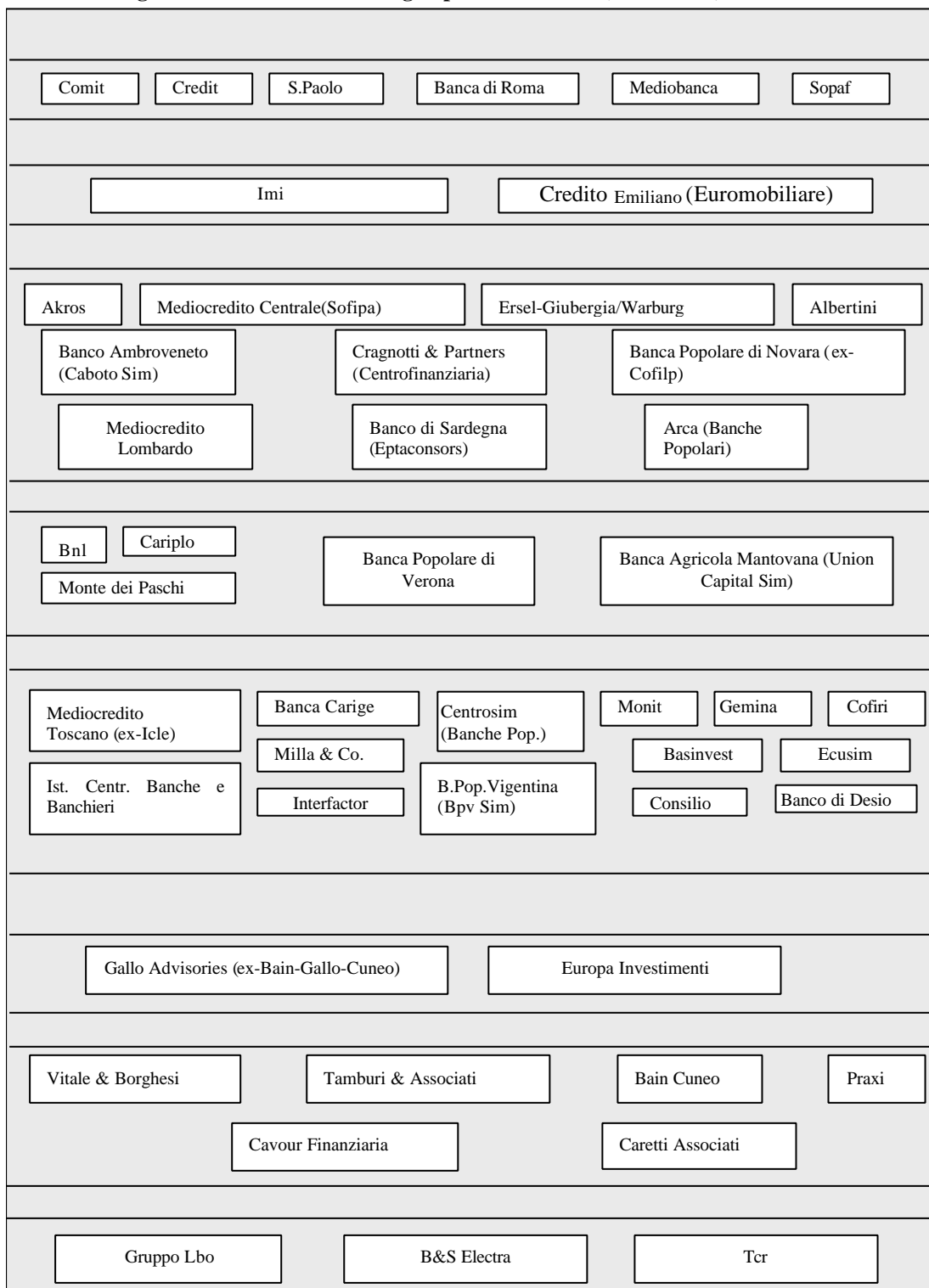
Si tratta delle banche che facevano ⁽⁶⁰⁾ parte del gruppo Mediobanca (lo stesso istituto di Via Filodrammatici, Comit, Credit, Banca di Roma), Imi e San Paolo, un istituto di credito di medie dimensioni (Credem-Euromobiliare) e un solo operatore non bancario (Sopaf).

Per tutti questi intermediari, che pure stanno aumentando il proprio "portafoglio prodotti" ed entrando in nuovi segmenti di mercato, sembra però ormai persa la sfida di diventare global player, al pari delle grandi case americane o delle grandi banche europee: la loro presenza sui mercati internazionali è marginale e per di più in riduzione negli ultimi due anni.

È ancora aperta, invece, la sfida per la conquista di un ruolo primario nelle operazioni sui mercati nazionali o originati dalle imprese italiane: è su questo terreno che si giocherà la partita nei prossimi anni.

⁽⁶⁰⁾ Credit, Comit e Banca di Roma attraversano una fase di riorganizzazione, che fa prevedere un progressivo allontanamento dalla sfera d'azione di Mediobanca. Credit ha fondato il gruppo Unicredit, di cui fanno parte anche Rolo Banca, Banca CRT, CassaMarca e CariVerona. Comit è in procinto di realizzare un'aggregazione con il gruppo Intesa (di cui fanno parte Cariplo e Banco Ambrosiano Veneto) e Banca di Roma ha stretto un'alleanza strategica con ABN-Amro (che è entrata nel capitale dell'istituto capitolino con una partecipazione pari a circa il 9%).

FIG. 4. Il grado di diversificazione degli operatori italiani (Fonte: IRS)



8.1. *Analisi dimensionale delle investment banks italiane*

Un primo indicatore dimensionale che assume rilievo nell'analisi delle investment banks italiane è il patrimonio netto. Per la verità, il patrimonio netto potrebbe considerarsi poco adatto a valutare la dimensione di un'investment bank. Infatti l'attività di *investment banking* è caratterizzata da competenze intangibili, espresse dalle capacità analitiche del capitale umano, per cui i beni tangibili possono risultare poco rilevanti ⁽⁶¹⁾.

Si può, tuttavia, obiettare che il patrimonio resta importante per la necessità di disporre di ingenti capitali con cui finanziare l'attività di trading, che è divenuta un'importante fonte di guadagni per le investment banks.

Dalla tabella 27 emerge un grande divario esistente tra Mediobanca e le altre investment banks censite. Inoltre si può evidenziare che solo sette operatori superano i duecento miliardi di patrimonio. Questo dato sta a dimostrare la dimensione non elevata delle unità operanti.

⁽⁶¹⁾ Considerazioni in merito si trovano in LANDI A. (1991), *Dimensioni costi e profitti delle banche italiane*, Bologna, Il Mulino.

Tav. 27. Dimensione delle investment banks italiane per patrimonio

(dati in milioni di lire)			
MEDIOBANCA	3846376	FINCOMIT	104941
SAN PAOLO FINANCE	454811	EUROMOBILIARE	94951
SOPAF	405421	CREDIT MERCHANT	66980
AKROS	341113	ING-SVILUPPO	62231
SIGE INVESTIMENTI	316201	MERIDIANA FINANZA	61585
SOFIPA	230728	BASINVEST	56779
BIL	229156	FINLOMBARDA	31705
CREDIPAR	191844	FINEC	28986
CENTRO FINANZIARIA	156778	FINEUROPE	22962
EPTACONSORS	133064		
ARCA	130017		
ERSEL	123890		
FINBAN	107681		
COFILP	107471		

Fonte: IRS (1996)

Ulteriori considerazioni derivano dall'analisi dei costi di struttura, comprensivi di costi del personale e costi amministrativi. In un *business labour intensive* come l'*investment banking*, questi costi esprimono le risorse impegnate nell'attività produttiva, che coincide appunto con l'opera prestata dai professionisti impiegati.

Questo dato risulta, nel complesso, estremamente differente da quello che è emerso osservando il patrimonio. Qui si ha una graduatoria in cui la distanza degli altri operatori da Mediobanca si riduce notevolmente ed emerge una posizione di primo piano per i tre principali operatori privati (Akros, Sopaf ed Euromobiliare).

I diversi risultati emersi dai due confronti sono riconducibili a differenze strategiche tra operatori di matrice bancaria e non bancaria. Gli operatori non bancari tendono ad operare in un maggior numero di segmenti dell'*investment banking*, dall'assistenza alle imprese alla negoziazione titoli, per conto proprio o per conto terzi. Queste società, dunque, si avvicinano allo schema delle investment banks internazionali, ovviamente su scala ridotta. Ciò spiega il forte impiego di risorse umane ⁽⁶²⁾.

(62) CAPRA L. e PESARESI N. (1995) *Banche d'affari e altre istituzioni non bancarie nel mercato delle imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino.

TAV. 28. Dimensione delle investment banks italiane per costi di struttura

(dati in milioni di lire)

	personale	personale+amministrativi	A	B
MEDIOBANCA	52572	109569	1	1
AKROS	25965	58958	2	4
SOPAF	21195	42132	3	3
EUROMOBILIARE	15599	32381	4	16
BIL	12515	21688	5	7
EPTACONSORS	8706	18029	6	10
SAN PAOLO FINANCE	6671	9627	7	2
COFILP	5652	14522	8	12
ERSEL	5450	11858	9	14
ING-SVILUPPO	5367	11324	10	18
ARCA	4957	11345	11	11
SOFIPA	4741	8729	12	6
FINEUROP	2934	4122	13	23
FINLOMBARDA	2742	1070	14	21
CENTRO FINANZIARIA	2728	4267	15	9
MERIDIANA FINANZA	2388	6621	16	19
FINBAN	2324	3549	17	13
CREDIT MERCHANT	1880	3137	18	17
SIGE INVESTIMENTI	1770	4314	19	5
CREDIPAR	1677	1787	20	8
BASINVEST	1032	2431	21	20
FINCOMIT	367	2938	22	15
FINEC	237	517	23	22

Colonna A: graduatoria sulla base dei costi del personale

Colonna B: graduatoria sulla base del patrimonio

Fonte: IRS (1996)

Le investment banks a matrice bancaria appaiono, invece, focalizzate su singoli segmenti e presentano, solitamente, in bilancio anche partecipazioni nelle imprese assistite, il che richiede un'elevata disponibilità di risorse immobilizzate.

L'analisi degli operatori risulta comunque non completa, giacché non si può prescindere dal considerare i gruppi bancari, i quali tendono ad operare nei diversi segmenti dell'*investment banking* anche direttamente, scavalcando le loro controllate.

8.2. Relazioni tra gruppi bancari e operatori indipendenti

La mappa di operatori considerata nel precedente paragrafo, comprende intermediari di natura molto diversa: SIM, finanziarie di partecipazione, società di consulenza, istituti di credito. Il tratto che le accomuna è la specificità operativa nell'*investment banking*.

Tuttavia, per completare l'analisi si rende necessario considerare la presenza dei gruppi bancari. Infatti, nel nostro sistema finanziario le banche hanno sempre ricoperto un ruolo importante nelle operazioni di *investment banking*. Inoltre, dopo l'affermazione del principio della despecializzazione operativa sancita dal Testo Unico, è da prevedere che le

banche si troveranno a dover prendere un'importante scelta strategica: continuare ad operare con società distaccate nell'*investment banking* o incorporare le società specializzate controllate ⁽⁶³⁾.

Il processo di consolidamento è, peraltro, già iniziato con le incorporazioni di S.Paolo Finance in Crediop, di Credit Merchant in Credit, di Fincomit in Comit e di Sige Investimenti nell'IMI.

Diviene, dunque, più opportuno estendere l'analisi per ricomprendere, oltre agli operatori specializzati nell'*investment banking*, anche i gruppi bancari, nonostante i problemi che possono derivare dall'effettuare una comparazione dimensionale tra soggetti disomogenei.

Gli istituti di credito sono di dimensioni ben più rilevanti rispetto alle società che offrono esclusivamente servizi nella corporate finance, per cui un raffronto basato sul patrimonio o sui costi strutturali sarebbe poco significativo. Un confronto interessante è comunque possibile, se si analizzano i dati di bilancio degli istituti di credito e delle società di *investment banking*, per comprendere come si distribuiscono i ricavi del settore, generati soprattutto da commissioni e *spreads*.

Dalla tabella seguente emerge una netta superiorità dei ricavi conseguiti dai gruppi bancari. Questo significa che il ruolo delle banche resta primario nel settore dell'*investment banking* italiano.

È anche vero che i ricavi bancari provengono in misura predominante dal margine d'interesse, il che dimostra che gli sforzi nell'*investment banking* sono ancora limitati. Tuttavia, non si può negare che lo stato attuale del settore dell'*investment banking* in Italia sembra far prevedere, più che il costituirsi di investment banks autonome sul modello anglosassone, l'ampliarsi delle tradizionali attività bancarie verso il mercato dei servizi finanziari alle imprese ⁽⁶⁴⁾.

Del resto, questo è stato l'auspicio del legislatore comunitario, quando si è trattato di elaborare la seconda direttiva in materia creditizia, da cui è derivato il Testo Unico del '93.

⁽⁶³⁾ Cfr. DE CECCO M. e FERRI G. (1994), *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, Temi di discussione n. 242, Roma, Banca d'Italia.

⁽⁶⁴⁾ Di questo avviso sono CAPRA L. e PESARESI N. (1995), *op.cit.*

Tav. 29. Un confronto tra i ricavi di banche e investment banks

(dati in miliardi di lire, esercizio 1997)

	margin e d'interesse	trading su titoli	negoz.titoli	collocamento	consulenza
SOPAF	-0,20	8,70	12,50	0,40	6,70
MEDIOBANCA	511,00	3,60	1,30	35,20	18,60
AKROS	16,00	14,20	22,50	10,60	0,10
IMI	1108,40	-468,00	25,70	180,10	25,80
MEDIA CAMPIONE INV. BANKS	408,80	-110,40	15,50	56,60	12,80
CREDIT	4381,10	47,30	174,20	251,90	1,10
INTESA	1604,70	324,80	48,80	76,00	1,00
BNL	3722,50	640,60	104,40	81,40	6,20
COMIT	4925,10	239,60	141,20	146,50	25,70
MEDIA CAMPIONE GRUPPI BANCARI	3326,87	101,78	58,89	49,41	3,40

Fonte : Elaborazioni proprie da Bilanci 1997.

Inoltre, le banche italiane dispongono, rispetto agli operatori specializzati, di una serie di relazioni con le imprese e di informazioni, che sembrano costituire un vantaggio notevole, sempre che le banche siano capaci di riconvertire il loro rapporto con le imprese da distaccato a relazionale ⁽⁶⁵⁾.

9. Un confronto tra operatori internazionali e domestici

9.1. Le carenze delle investment banks italiane

Se si effettua un confronto tra investment banks italiane e internazionali, quello che emerge immediatamente dall'analisi è che le investment banks italiane sono delle istituzioni di dimensioni notevolmente inferiori rispetto ai principali operatori su scala mondiale. Per dimensioni intendo riferirmi sia all'entità dei mezzi finanziari impiegati che all'ampiezza del raggio d'azione. I due fenomeni sono ovviamente collegati, in quanto il fatto stesso che l'operatività delle investment banks italiane è limitata quasi esclusivamente a transazioni domestiche riduce le esigenze di mezzi finanziari rispetto ad operatori che devono finanziare una rete di affiliate di dimensione mondiale. La necessità di fonti di finanziamento è, inoltre, inferiore per le investment banks italiane se si

⁽⁶⁵⁾ Vedi CORIGLIANO R. (1991), *Le relazioni banca-impresa. Assetto creditizio ed efficienza allocativa*, Milano, Egea.

considera che, come abbiamo visto, solo pochi operatori offrono una vasta gamma di servizi. Tendono per lo più a prevalere operatori che servono solo alcuni segmenti di attività o solo alcune classi di clientela.

Per quanto riguarda i servizi offerti, l'*investment banking* italiano non sembra avere ancora acquisito la vocazione internazionale, che è uno dei caratteri propri di questo settore all'estero. Alcune operazioni, quali la quotazione di società italiane su piazze estere, sembrano inoltre del tutto precluse agli intermediari del nostro Paese. Anche nel settore delle fusioni e delle acquisizioni, l'alta quota di mercato che gli operatori esteri riescono ad aggiudicarsi riflette in buona parte l'incapacità degli intermediari italiani di soddisfare la crescente domanda di operazioni *cross-boarder*.

Nel complesso sono pochissimi gli intermediari del nostro Paese in grado di assistere le imprese nelle attività di carattere internazionale. Questo è stato il principale argomento su cui hanno fatto leva le investment banks internazionali per conquistare spazi in Italia.

Le privatizzazioni sono state un altro importante canale di penetrazione. E, infine, altro fattore che ha consentito alle banche estere di ampliare la loro presenza sul mercato è stata la crescente domanda di servizi da parte delle imprese di medie dimensioni, alla quale gli operatori nazionali non sempre hanno dato una risposta adeguata ⁽⁶⁶⁾.

La quota di mercato delle investment banks internazionali supera il 75% nelle acquisizioni, il 60% nell'underwriting internazionale e il 35% nel leveraged e management buy-out ⁽⁶⁷⁾.

Infine, come più volte sottolineato, va ricordata la necessità di instaurare rapporti basati sulla relazionalità e sulla fiducia reciproca con i clienti più importanti, ai quali occorre proporsi come fornitori esclusivi di servizi nella corporate finance. Per far ciò le investment banks internazionali hanno puntato sulla costruzione di una solida immagine di professionalità che può difficilmente essere acquisita dai nuovi entranti nel settore.

9.2. Analisi dei dati di bilancio

Alcune delle differenze che sussistono tra investment banks domestiche e internazionali emergono abbastanza chiaramente se si analizzano i dati pubblicati nei bilanci. In particolare, è possibile esaminare la distribuzione dei ricavi tra le diverse attività, individuando così le priorità operative dei diversi soggetti. È, inoltre, possibile

⁽⁶⁶⁾ Sul rapporto tra servizi di corporate finance e PMI si può consultare BISONI C., CANOVI L., FORNACIARI E. e LANDI A. (1994), *Banca e impresa nei mercati finanziari locali. Un'indagine sui servizi finanziari alle imprese della provincia di Modena*, Bologna, Il Mulino.

⁽⁶⁷⁾ NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *op.cit.*, cap. 3.

effettuare confronti dimensionali e analizzare le differenti strutture finanziarie.

Nell'intento di procedere a quest'analisi sono state prese in considerazione 10 investment banks, di cui 6 provenienti da USA o Europa e 4 dall'Italia. Degli operatori italiani, Mediobanca e Imi sono di matrice bancaria, mentre Sopaf ed Akros sono istituti di matrice non bancaria, di dimensioni inferiori ma comunque interessanti da studiare perché dotati di una struttura operativa che ripropone, in piccolo, quella delle investment banks internazionali.

La prima parte dell'analisi riguarda gli aspetti economici, attinenti cioè direttamente all'attività svolta; la seconda riguarda, invece, gli aspetti finanziari, vale a dire la composizione delle fonti di finanziamento e degli impieghi, in termini di durata. I dati si riferiscono ai bilanci del 1997 e sono, per lo più, espressi in termini percentuali, in quanto gli operatori presi in considerazione presentano dimensioni e caratteristiche operative tra loro differenti.

Osservando la tabella 31, il primo dato che merita una certa sottolineatura è la dimensione relativa delle investment banks considerate. In base al valore degli attivi di bilancio emerge il notevole divario dimensionale che esiste tra operatori italiani ed esteri. Le attività di Salomon e di Merrill Lynch superano di 13 e 13,6 volte rispettivamente le attività di Mediobanca. Questo dato è dovuto soprattutto al fatto che le investment banks internazionali operano su scala mondiale, con sedi localizzate in ogni continente.

Tav. 30. Un'analisi economica dei dati 1997

	1	2	3	4	5	6
	Attività (mld lire)	ROE	Incidenza inv.banking su ric.netti	Incidenza margine interessi	Incidenza trading	Costi personale e amm. (mld lire)
OPERATORI INTERNAZIONALI						
Salomon Smith Barney	470.900	20,5%	19,3%	13,8%	22,8%	10.264 (32% dei costi)
Merrill Lynch	497.792	26,8%	17,5%	6,5%	24,1%	13.535 (27,8%)
Schroders	30.155	25%	43,4%	12,2%	6,5%	2.223 (n.r.)
Lehman Brothers	257.899	17%	34%	16,1%	36,7%	3.339 (12,3%)
Morgan Stanley	513.600	22%	18,2%	18,7%	31,5%	10.232 (26,3)
CS First Boston	527.200	18%	20,7%	n.r.	47,4%	10.106 (n.r.)
OPERATORI NAZIONALI						
Mediobanca	36.528	2,9%	7,8%	74,5%	4,2%	129 (5,2%)
Imi	91.177	9,8%	15,1%	50,3%	3,3%	689 (11,5%)
Sopaf	496	-34%	10,1%	45,7%	1%	18,1 (8,8%)
Akros	1.256	15,3%	12%	23,9%	36,9%	46,7 (39,3%)

Fonte: Elaborazioni proprie dagli Annual Reports e Bilanci 1997.

Dalla colonna 2 si evince che le investment banks internazionali conseguono generalmente risultati migliori, in termini di rendimento per gli azionisti. Comprendere i motivi di questo divario di redditività non è semplice, a causa delle differenti dimensioni

degli operatori considerati. Gli operatori esteri, che competono a livello globale, sono in grado di sfruttare economie di scala e di scopo nell'offerta dei loro servizi e tali fenomeni possono spiegare i differenti livelli di redditività. Tuttavia, difficilmente si può evincere dall'analisi dei dati di bilancio di un esercizio il contributo dato dalle economie suddette alla redditività ⁽⁶⁸⁾.

Piuttosto, è interessante analizzare l'influenza sulla redditività delle scelte operative effettuate dagli istituti, in quanto ai servizi offerti e alle operazioni intraprese. Delle considerazioni a riguardo possono farsi analizzando il peso percentuale sui ricavi operativi al netto degli interessi passivi di tre tipologie di operazioni, comuni sia agli intermediari nazionali che internazionali: *investment banking*, trading e raccolta/impiego di fondi monetari.

È interessante rilevare che le investment banks internazionali incassano una percentuale molto rilevante dei loro ricavi dall'*investment banking* tout court (collocamento titoli e consulenza per fusioni ed acquisizioni) e dal trading. Questo è dovuto, come detto, sia alle previsioni normative che per anni hanno ristretto l'ambito operativo delle investment banks americane, sia alla caratteristica degli operatori internazionali di essere propriamente intermediari di mercato, attivi presso le Borse Valori e in grado di assistere le imprese nel soddisfare le loro esigenze di corporate finance più complesse.

L'operatività degli intermediari italiani è ancora, come si vede, caratterizzata dal prevalere del margine d'interesse sui ricavi netti e ciò significa che in Italia non solo le imprese hanno difficoltà a discostarsi dal credito ordinario come fonte di finanziamento privilegiata ma anche gli intermediari finanziari maggiormente rivolti al mercato mantengono una forte presenza nei settori tradizionali del credito.

Nei settori tradizionali, come ad esempio la partecipazione a prestiti sindacati o la sottoscrizione di titoli in occasione di collocamenti azionari o obbligazionari, ci si imbatte però in una competizione che vede impegnate con posizioni di vantaggio le grandi banche commerciali. Questo fattore, insieme alla generalizzata riduzione dei tassi d'interesse, può far prevedere una riduzione del margine d'interesse. Si richiede dunque una maggiore presenza nei settori non tradizionali per le investment banks italiane, per ricercare una maggiore redditività.

Le scelte operative hanno conseguenze anche in termini di costo. Le attività di *investment banking* o di trading sono attività *labour intensive*, nel senso che si basano sull'abilità del personale impiegato. I costi fissi si riducono drasticamente rispetto alle attività bancarie tradizionali, non occorrendo una rete diffusa di sportelli. Il fenomeno è ben descritto dai dati della colonna 6. I costi del personale e amministrativi sono notevolmente superiori per le investment banks internazionali, che nonostante tutto

⁽⁶⁸⁾ Sulle economie di scala nell'offerta di servizi finanziari vedi il paragrafo 10.

mostrano una redditività superiore. Anche Schroders, che ha dimensioni simili a quelle di Mediobanca, mostra costi del personale e amministrativi di un'entità notevolmente superiore a quelli dell'istituto milanese. Questo è un segnale della caratteristica di business labour intensive dell'*investment banking* internazionale, non ancora condivisa dalle nostre investment banks. La sola Akros risulta allineata ai valori rilevati per le investment banks internazionali.

Tav. 31. Un'analisi patrimoniale e finanziaria dei dati 1997

	7	8	9	10	11
	Titoli disponibili (% su attivo)	Partecipazioni (% su attivo)	Attività correnti (%)	Grado di indebitamento (%)	Grado di indebitamento a breve (%)
OPERATORI INTERNAZIONALI					
Salomon Smith Barney	50,1%	n.r.	97%	96,8%	92,9%
Merrill Lynch	36,5%	0,14%	94%	97,1%	81%
Schroders	24,5%	n.r.	97%	90,1%	86,9%
Lehman Brothers	50,7%	n.r.	99%	97%	83,7%
Morgan Stanley	75,4%	n.r.	97,6%	95,4%	91,2%
CS First Boston	26,5%	2,1%	96%	97,7%	92,3%
OPERATORI NAZIONALI					
Mediobanca	16,8%	9,4%	51%	86,4%	57,5%
Imi	18,9%	1,5%	30,1%	91,7%	47,1%
Sopaf	7,9%	12,7%	57,9%	52,3%	30,6%
Akros	22,2%	n.r.	83,7%	94,3%	22,1%

Fonte: Elaborazioni proprie dagli Annual Reports e Bilanci 1997.

Una conferma delle osservazioni fatte finora si ha se si osservano i dati patrimoniali. Come si vede dalla colonna 7 le investment banks internazionali detengono un'ammontare rilevante delle attività di bilancio sotto forma di titoli (obbligazioni, azioni, strumenti derivati). Notevole è anche il divario che sussiste se si prende in considerazione la categoria più ampia delle attività correnti, cioè quelle attività deputate a trasformarsi in denaro nel breve termine ⁽⁶⁹⁾.

Questa differenza nella composizione dell'attivo conferisce alle investment banks internazionali un grado di liquidità superiore, indispensabile per ridurre i rischi legati alle oscillazioni dei mercati finanziari. Con una struttura improntata al breve termine gli operatori esteri sono in grado di modificare agevolmente il loro portafoglio di attività, alla ricerca della combinazione che, di volta in volta, rappresenta una configurazione preferenziale in termini di rischio/rendimento/liquidità.

L'esigenza di mantenere in bilancio una così elevata quota di impieghi a breve è

(69) Le attività correnti comprendono i titoli di debito detenuti per essere successivamente rivenduti o a breve scadenza, i titoli azionari detenuti per essere successivamente rivenduti, i crediti a breve termine, i pronti contro termine a breve e i ratei e risconti attivi.

anche una necessità che consegue dall'aver intrapreso l'attività di trading. Le investment banks internazionali scambiano quotidianamente numerosi titoli e, ad ogni istante, ne detengono altrettanto numerosi in portafoglio. Le percentuali apparentemente elevate degli attivi correnti si comprendono meglio se si tiene conto del fatto che una parte di questi titoli rappresenta una sorta di scorta minima che non scende al di sotto di un certo ammontare, per consentire l'attività di *market making*⁽⁷⁰⁾.

Le investment banks italiane presentano valori generalmente inferiori per quanto riguarda l'incidenza delle attività correnti. Il motivo è legato al fatto che, nella realtà italiana, l'*investment banking* ha avuto una diversa evoluzione. Innanzitutto, il principio di "specializzazione" sancito dalla legge bancaria del '36 e il rapporto impersonale che si è andato instaurando tra intermediari e imprese hanno scoraggiato il diffondersi di investment banks operanti ad ampio raggio. Al contrario, si è assegnato alle investment banks uno spazio operativo ben definito.

L'operatività delle investment banks nazionali è stata peraltro influenzata dalle caratteristiche del nostro sistema finanziario, caratterizzato dal prevalere del credito bancario a breve termine e dallo scarso sviluppo del mercato mobiliare. Tale situazione ha generalmente determinato per le imprese una scarsa disponibilità di capitali di rischio e una struttura patrimoniale orientata al breve termine.

Pertanto, la necessità di introdurre strumenti finanziari adeguati alle esigenze delle imprese italiane ha orientato lo sviluppo delle investment banks italiane prevalentemente all'attività di partecipazione al capitale proprio delle imprese e, solo in second'ordine, all'attività di intermediazione mobiliare. La situazione attuale è il risultato di un passato caratterizzato dai problemi esposti, su cui però è intervenuto il recente sviluppo dei mercati mobiliari.

Ed è così che troviamo una quota rilevante degli attivi di bilancio delle investment banks del nostro paese rappresentata da partecipazioni (escluse quelle in imprese appartenenti allo stesso gruppo), mentre tale attività è assente o quasi dai bilanci delle investment banks internazionali. L'attività di assunzione di partecipazioni (merchant banking) ha un'ottica rivolta al lungo termine che mal si addice a strutture operanti prevalentemente a breve termine come le investment banks internazionali⁽⁷¹⁾.

Un'ultima analisi può essere fatta osservando la struttura delle fonti di finanziamento, che evidenzia livelli di indebitamento elevati. È questa una caratteristica comune sia agli operatori italiani che internazionali e si spiega con la necessità di disporre di fonti di finanziamento compatibili con la composizione dell'attivo. Fa eccezione, ad esempio Sopaf, che però può essere definita una società a proprietà ancora familiare.

(70) Il concetto è simile a quello di scorta economico/tecnica per le imprese industriali.

(71) Nel panorama internazionale il merchant banking è esercitato, per lo più, da istituzioni ad hoc.

Prevalgono dunque fonti di finanziamento a breve termine, necessarie a finanziare l'attività di compravendita di titoli. L'indebitamento a breve assume livelli molto più elevati nei bilanci delle investment banks internazionali, per le ragioni esaminate, e la fonte principale tra quelle a breve è rappresentata dai pronti contro termine.

Gli operatori italiani presentano un grado di indebitamento a medio-lungo termine generalmente più elevato e composto da due voci fondamentali: indebitamento verso le banche e obbligazioni. Ancora una volta occorre rilevare un aspetto della dipendenza temporale che caratterizza il settore dell'*investment banking* italiano. Infatti, storicamente le investment banks italiane si sono sviluppate per iniziativa dello Stato o di banche commerciali per operare nel medio-lungo termine. Molto spesso le banche, generalmente di emanazione statale, conferivano anche i mezzi finanziari necessari all'operatività delle investment banks. Così si spiega il perché ancora oggi le investment banks si trovino indebitate nei confronti di enti creditizi. Per le obbligazioni il discorso è leggermente diverso e attiene al fatto che il mercato delle obbligazioni delle imprese industriali è poco sviluppato mentre è abbastanza liquido il mercato delle obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie.

Alla luce di quanto esposto, sembra potersi affermare che l'analisi delle differenze tra operatori nazionali ed internazionali emerse dai dati di bilancio è utile a comprendere meglio le differenze che in effetti esistono tra le due categorie. In particolare, è emerso che le differenze non vanno ascritte esclusivamente a scelte strategiche intraprese dagli attori in gioco ma piuttosto sono la conseguenza di differenze sistemiche. Resta pur vero che, anche nella realtà attuale caratterizzata dal dischiudersi dei vincoli che prima ostacolavano lo sviluppo degli intermediari di mercato, le investment banks italiane non hanno saputo riconvertire del tutto le loro caratteristiche operative. Risulta ora d'interesse primario, date queste premesse, per la verità non molto incoraggianti, provare a capire come si orienteranno nel futuro le investment banks italiane.

9.3. *Le strategie possibili per le investment banks italiane*

Il ritardo da recuperare e, per contro, i tempi serrati scanditi dall'integrazione dei mercati suggeriscono alle banche italiane di scegliere rapidamente tra due opzioni possibili, anche traendo profitto dall'esperienza delle banche estere. La dimensione attuale delle banche italiane non consente loro di puntare ad una leadership globale nell'*investment banking*, per cui dovrebbero indirizzarsi o verso la leadership internazionale nelle operazioni in lire, o generate da emittenti italiani, oppure verso una presenza opportunistica ⁽⁷²⁾.

⁽⁷²⁾ In questo senso CAPUANO M. e NICASTRO R. (McKinsey Consulting, 1996), *Investment banking Mondo Economica*, 22 luglio 1996, pag. 56.

- *Leadership internazionale su lira/emittenti italiani.* Secondo questa opzione le banche dovrebbero mirare a una leadership sui segmenti relativi a titoli, valuta ed emittenti del proprio Paese. Si tratta di una strategia molto naturale e non troppo proibitiva. In termini strategici, tuttavia, diviene necessario essere competitivi su tutti i segmenti dell'area lira/Italia. Nell'*investment banking* esistono forti economie di scala e di scopo per cui è difficile essere competitivi su un singolo segmento. Si richiedono, dunque, competenze lungo tutto lo spettro di attività che vanno dalla ricerca, al trading, alla vendita e alla consulenza. Va, poi, adeguatamente sviluppato il trading proprio, che può essere fonte di oltre la metà dei profitti complessivi dell'*investment banking*. Indispensabile è anche la capacità di operare sui derivati, per controllare i rischi di mercato e di controparte.

Infine, occorre essere presenti sulle principali piazze finanziarie estere per distribuire prodotti agli investitori istituzionali ivi localizzati.

In termini di risorse, appare indicato importare professionalità dall'esterno, in quanto difficilmente sviluppabili con rapidità in casa. Occorre, inoltre, sviluppare sistemi di remunerazione e incentivazione delle risorse avanzati e orientati alla performance.

Infine, è necessario valutare la possibilità di separare le attività di commercial ed *investment banking*, a causa delle divergenze culturali. Le banche italiane sembrano gradire questa soluzione, che può portare a sviluppare l'attività di *investment banking* attraverso le SIM controllate.

- *Presenza opportunistica.* Questa opzione consiste in un supporto alla clientela corporate, con l'attenzione rivolta a singole opportunità o nicchie di mercato. In questo ambito è possibile focalizzarsi su un singolo strumento, ad esempio titoli di Stato o strumenti derivati, approvvigionandosi all'ingrosso a condizioni bassissime e rivendendolo con un elevato *mark-up*. Oppure si può intraprendere una stretta relazione con alcuni clienti importanti ed intervenire a far parte di tutte le operazioni di *investment banking*, in cui questi clienti vengono coinvolti ⁽⁷³⁾.

(73) Vedi, in tema di strategie bancarie, anche *Problemi attuali di strategia nell'attività bancaria* (1989), in AA.VV., *Strategie e politiche aziendali*, Bologna, Clueb; e BARAVELLI M. (1996), *op.cit.*

10. Strategie di diversificazione: l'esempio delle *investment banks* internazionali

L'attività di *investment banker* consente di sviluppare elevate competenze finanziarie e richiede una capillare diffusione sui mercati internazionali nonché una profonda conoscenza dei mercati azionari. Queste caratteristiche fanno delle *investment banks* dei candidati di primo piano a ricoprire un ruolo guida nei mercati finanziari integrati che vanno delineandosi ai giorni nostri.

È convinzione diffusa che l'espansione dei mercati richiede la presenza di operatori di dimensioni sempre più rilevanti in grado di sfruttare le economie di scala nella produzione di servizi finanziari e di diversificare le attività per stabilizzare i profitti. Le possibili fonti di vantaggi legati alla diversificazione per le *investment banks* potrebbero essere le seguenti:

- Economie distributive grazie alla disponibilità di una rete mondiale attraverso cui commercializzare prodotti finanziari provenienti da Stati Uniti o Regno Unito;
- Economie nella ricerca azionaria, che può servire sia i business che riguardano l'investimento in titoli sia l'attività di ricerca di imprese nelle fusioni ed acquisizioni;
- La possibilità di fornire ai clienti una gamma completa di servizi di assistenza finanziaria, col conseguente obiettivo di fidelizzazione;
- Economie nell'innovazione finanziaria, grazie all'applicazione dei nuovi strumenti su una più vasta gamma di attività;
- Per lo stesso motivo, si registrano economie anche nella produzione di servizi di gestione del rischio;
- Economie nella raccolta e nell'impiego di fondi, nel senso che la diversificazione delle attività consente la disponibilità di maggiori risorse nonché maggiori possibilità di impiego.

Dall'analisi dell'operatività delle principali *investment banks* internazionali, è possibile rilevare che i business verso cui si estende l'attività delle *investment banks* sono:

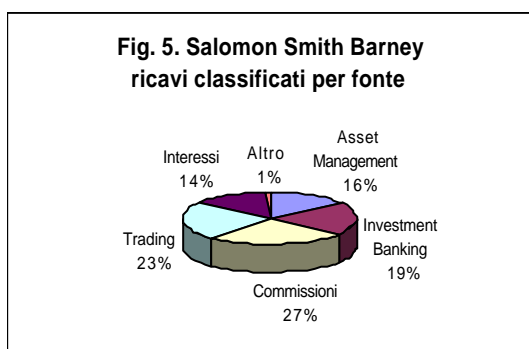
1. Attività bancaria tradizionale, concernente la raccolta di depositi e la concessione di prestiti, ove consentito;
2. Attività assicurativa;
3. Attività di compravendita di titoli;
4. Venture capital;
5. Gestione patrimoniale per i clienti maggiori;
6. Consulenza finanziaria per le piccole e medie imprese;

7. Sviluppo di prodotti derivati e risk management;

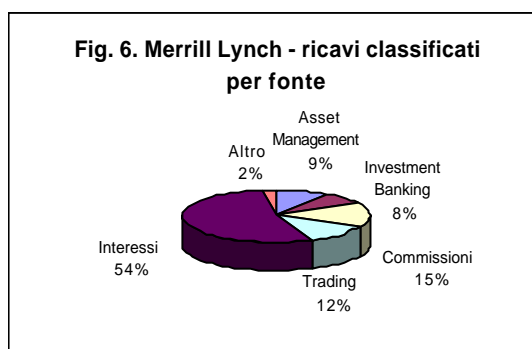
8. Asset management ⁽⁷⁴⁾.

Per quanto riguarda le prime due attività elencate, è per la verità più frequente il caso in cui operatori di matrice bancaria o assicurativa si dimostrino interessati all'acquisizione di un'investment bank, sia perché sono dotati di risorse maggiori sia per l'aspirazione di adottare il modello della banca universale. In quest'ottica vanno lette le acquisizioni, ad esempio, della Morgan Grenfell da parte della Deutsche Bank, della Warburg da parte della Swiss Bank e della First Boston da parte del Credit Suisse.

Le attività elencate dal punto 3 al punto 7 sono attività ormai radicate all'interno del settore dell'*investment banking*, che si affiancano al core business in maniera sinergica e talvolta divengono fonti di profitto anche più rilevanti del core business stesso. Vediamo, ad esempio, come si distribuiscono i ricavi di due bulge bracket firms, Merrill Lynch e Salomon Smith Barney.



Fonte: Elaborazioni proprie da Annual Report 1997.



Fonte: Elaborazioni proprie da Annual Report 1997.

Il tratto più interessante è sicuramente la recente tendenza a diversificare nell'attività di asset management, sia attraverso lo sviluppo di divisioni interne alle investment banks che attraverso acquisizioni. Con asset management si intende l'attività di gestione di fondi e può svolgersi attraverso l'istituzione di fondi pensione, di fondi d'investimento aperti o chiusi o anche di società assicurative. I fondi in gestione vengono investiti in titoli azionari e obbligazionari, privati o pubblici, a breve o a lungo termine. Le competenze distintive in questo segmento riguardano la conoscenza dei mercati e dei titoli quotati, le capacità di copertura dai rischi, le abilità di marketing e di relazione verso i clienti e la capillarità distributiva. Si tratta in sostanza di competenze che le investment banks possiedono.

Se si considera poi che il settore è in crescita a causa della riduzione generalizzata

⁽⁷⁴⁾ Tale elenco di attività emerge dall'analisi degli annual reports di alcune investment banks estere.

dei sussidi statali e che richiede una disponibilità limitata di capitali iniziali, si spiega l'interesse delle investment banks verso questa attività. Dalla tabella seguente emerge il livello del Roe per le attività di asset management e di *investment banking* in Europa. Si osservi come, a fronte di una quota inferiore di capitale allocata nell'asset management il Roe di quest'attività risulti maggiore. Ciò fa presumere un'ulteriore espansione degli investimenti nell'asset management.

Tav. 32. Confronto tra asset management e *investment banking* in Europa nel 1997

Banca	Asset Management		Investment banking	
	Cap. allocato (%)	Roe (%)	Cap. allocato (%)	Roe (%)
SocGen	11	21	10	19
BNP	10	20	9	17
Paribas	6	19	12	12
Deutsche	9	22	22	8
Dresdner	6	28	18	16
Commerzbank	6	22	12	20
BHV	4	18	2	14
ABN-Amro	2	25	12	24
Santander	8	20	8	19
BBV	6	25	7	20
Credit Suisse	17	50	25	30
HSBC	12	25	5	16
Barclays	5	15	15	(5)
Natwest	13	6	13	(72)
Lloyds-TSB	2	25	2	28
Halifax	6	20	1	15
Abbey National	2	25	0	14
Totale	7%	23%	10%	15%

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Warburg Dillon Read.

Risale al dicembre scorso una delle operazioni più rilevanti, in relazione all'estensione dell'attività delle investment banks verso l'asset management. Si tratta dell'acquisizione di Mercury Asset Management, una primaria società britannica di gestione di fondi d'investimento e fondi pensione, da parte di Merrill Lynch, una bulge bracket firm. La rilevanza dell'operazione è evidente se si considera che gli assets gestiti da Merrill Lynch ammontano, dopo l'acquisizione, a 446 miliardi di dollari e i ricavi da asset management in bilancio già nel '97 hanno superato quelli derivanti dall'*investment banking* (2,8 miliardi di dollari contro 2,7) ⁽⁷⁵⁾.

In seguito a quest'acquisizione, le investment banks hanno concordato sulla necessità strategica di intensificare gli sforzi nell'asset management. Le ragioni addotte per giustificare tale necessità sono state fondamentalmente due:

- La maggiore stabilità dei ricavi rispetto a quelli di *investment banking* e l'entità rilevante dei

⁽⁷⁵⁾ Cfr. MERRILL LYNCH (1997), Annual Report.

ricavi stessi;

- La possibilità di entrare in contatto con un numero elevato di imprese, grazie alla partecipazione al capitale sociale ⁽⁷⁶⁾.

Alcune investment banks già avevano all'interno strutture dedicate all'asset management, come Goldman Sachs, Schroders o Salomon Smith Barney. Altre invece hanno dato vita ad un'intensa fase di acquisizioni di istituzioni operanti nell'asset management. Molto spesso, poi, le acquisizioni si sono dimostrate un'opportunità di crescita per le stesse istituzioni di asset management acquisite. Queste, infatti, erano solite offrire i loro servizi ad una clientela per lo più nazionale. L'entrare a far parte di un'investment bank localizzata globalmente ha consentito il conseguimento di importanti economie distributive, nonché di economie di scala nell'innovazione e nei costi del lavoro.

Di seguito vengono elencate le operazioni più rilevanti che di recente hanno visto coinvolte istituzioni operanti nell'asset management.

Tav. 33. Recenti acquisizioni di asset managers

Acquirente	Target	Ammontare (\$m)
Morgan Stanley	Dean Witter Discover	10.573
Travelers Group	Salomon/Smith Barney	9.000
Axa	Union des Assurances de Paris	7.800
Franklin Templeton	Mutual Series	6.100
Merrill Lynch	Mercury Asset Management	5.200
Bankers Trust	Alex Brown	2.000
Royal Bank of Canada	London Insurance	1.740
Zurich Insurance	Scudder Stevens	1.700
Invesco	Aim Management Group	1.600
NationsBank	Montgomery Securities	1.200
J.P. Morgan	American Century	900
Morgan Stanley	Van Kamper American Capital	800
Swiss Bank	Dillon Read & Co.	600
NatWest	Greenwich Capital Holdings	600

Fonte: Elaborazioni proprie da dati Financial Times, 23 gennaio 1998.

Alla luce di quanto esposto, sembra emergere la tendenza a costituire gruppi finanziari di dimensioni notevoli, in grado di offrire un'ampia varietà di servizi finanziari e di operare a livello globale. Non sembra comunque possibile, a priori, stabilire se tale tendenza sia anche una necessità irrinunciabile, in quanto la dimensione globale diviene profittevole allorquando si superano le difficoltà gestionali e si riescono effettivamente a sfruttare le economie di scala. È dunque possibile che istituzioni di minori dimensioni riescano a sopravvivere con profitto nel settore dell'*investment banking*, grazie alla qualità

(76) Sull'argomento vedi MARTINSON J. (1998), *Thriving cross-border cultivation*, *Financial Times*, 23 Gennaio.

del servizio offerto e alla flessibilità nel servire le esigenze dei clienti.

La ricerca della dimensione ottimale da parte degli operatori bancari sta interessando anche il settore bancario italiano (basti pensare all'aggregazione tra San Paolo e Imi, alla creazione di Banca Intesa e di Unicredito), dove sembra prevalere come all'estero la ricerca di dimensioni elevate. Per le istituzioni italiane si tratta comunque di dimensioni notevolmente inferiori a quelle dei grandi gruppi finanziari internazionali e, dunque, l'espansione dimensionale può anche spiegarsi con la necessità di raggiungere una dimensione tale da consentire una presenza, se pur limitata, sui mercati internazionali.

La scelta tra banca universale e istituzione specializzata sembra dunque propendere attualmente per la prima alternativa anche se sarà poi il mercato a stabilire, sia a livello italiano che internazionale, qual è la conformazione più adeguata a competere nell'offerta di servizi finanziari ⁽⁷⁷⁾.

⁽⁷⁷⁾ Una discussione approfondita sull'argomento si è avuta in occasione del 9° forum dell'EBR, il 7 luglio 1998 presso l'ABI in Roma.

Bibliografia

- AA. VV. (1995), *The new financial landscape*, Parigi, OECD Documents.
- AA. VV. (1996), *Il governo delle imprese: idee (provocatorie) per un dibattito*, AREL Informazioni, n.2.
- AA. VV. (1989), *Strategie e politiche aziendali*, Bologna, Clueb.
- ARPE F., COSTAMAGNA C., PORCARI C. (1998), *L'offerta di servizi di consulenza alle imprese*, Milano, ASSB, quaderno n.155.
- AUERBACH A. J. (a cura di, 1988), *Mergers and Acquisition*, Chicago, Chicago University Press.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO E BANCA D'ITALIA (a cura di 1988), *Indagine conoscitiva sui servizi di finanza aziendale*
- BALOSSINI C. E. (1987), *banche d'affari, modelli stranieri ed esperienze italiane*, Milano, Giuffrè.
- BARAVELLI M. (a cura di, 1996), *Le strategie competitive nel Corporate Banking*, Milano, Newfin, Università Bocconi.
- BARCA F., BIANCO M., CANNARI L., CESARI R., GOLA C., MANITTA G., SALVO G., SIGNORINI L. F. (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Vol. 1: *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Bologna, Il Mulino.
- BARCA F. (a cura di, 1994), *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia.
- BEATTY R. e RITTER J. (1986), *Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings*, *Journal of financial economics*, 15, 213-232.
- BELLO M. (1999), *Le operazioni di ristrutturazione del debito*, Roma, Ceradi-Luiss.
- BISONI C., CANOVI L., FORNACIARI E. e LANDI A. (1994), *Banca e impresa nei mercati finanziari locali. Un'indagine sui servizi finanziari alle imprese della provincia di Modena*, Bologna, Il Mulino.
- BLOCH E. (1989), *Inside investment banking*, Homewood, IL, Dow Jones-Irwin.
- BOOTH J.R. e SMITH R.I. (1986), *Capital raising, underwriting and the certification hypothesis*, *Journal of financial economics*, 15, 261-281.
- BREALEY R. A. e MYERS S. C. (1996), *Principles of corporate finance*, New York, McGraw-Hill.
- CANALS J. (1997), *Universal banking*, Oxford, Oxford University Press.
- CAPRA L. e PESARESI N. (1995) *Banche d'affari e altre istituzioni non bancarie nel mercato delle imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- CAPRIGLIONE F. (1994), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*,

Padova, Cedam.

CAPUANO M. e NICASTRO R. (McKinsey Consulting, 1996), *Investment banking, Mondo Economico*, 22 luglio, pag. 56.

CARTER R. e MANASTER S. (1990), *Initial public offerings and underwriter reputation, Journal of Finance*, 45, 1045-1067.

CHAPMAN S.D. (1985), *The rise of merchant banking*, Londra, Allen e Unwin.

CHERNOW R. (1990), *The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance*, New York, Simon & Schuster.

CONIGLIANI C. e LANCIOTTI G. (1990), *La concentrazione bancaria in Italia*, Bologna, Il Mulino.

CONSOB (1997), *Relazione Annuale*.

COPELAND T. e WESTON J. F. (1996), *Financial Theory and Corporate Policy*, New York, Addison-Wesley.

CORIGLIANO R. (1991), *Le relazioni banca-impresa. Assetto creditizio ed efficienza allocativa*, Milano, Egea.

CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (1997), *Annual Report*.

DE CECCO M. e FERRI G. (1996), *Le banche d'affari in Italia*, Bologna, Il Mulino.

DE CECCO M. e FERRI G. (1994), *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, Temi di discussione n. 242, Roma, Banca d'Italia.

ECCLES R.G. e CRANE D. (1988), *Doing deals: Investment Banks at Work*, Boston, Harvard Business School Press.

FABOZZI F.JR. e MODIGLIANI F. (edizione italiana a cura di Macchiati A., 1995), *Mercati finanziari: strumenti e istituzioni*, Bologna, Il Mulino.

FORESTIERI G. (a cura di, 1995), *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, Milano, Egea.

FRATIANNI M. e SPINELLI F. (1991), *Storia monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Milano, Mondadori.

GALLI G. (a cura di, 1996), *La mobilità della società italiana*, vol. II, Roma, Sipi.

GARDENER E. e MOLYNEUX P. (a cura di, 1996), *Investment banking: theory and practice*, Londra, Euromoney books.

GOLDMAN SACHS (1997), *Annual Report*.

GURLEY J.G. e EDWARD S.S. (1960), *Money in a theory of finance*, Washington D.C., The Brooking Institution.

HAYES S.L. e HUBBARD P. (1990), *Investment banking: a tale of three cities*, Boston, Harvard Business School Press.

- HOFFMAN P. (1984), *The dealmakers: inside the world of investment banking*, Garden City, Doubleday.
- HSBC (1997), *Annual Report*.
- HUNT D. (1995), *What future for Europe's investment banks?*, *The McKinsey Quarterly*, number 1.
- ING (1997), *Annual Report*.
- IP MORGAN (1997), *Annual Report*.
- KAY W. (1990), *Modern merchant banking*, Londra, Clay and Wheble's.
- KUHN R.L. (a cura di, 1990), *The library of investment banking*, Homewood, IL, Dow-Jones-Irwin.
- KUMAR P.C. e TSETSEKOS G.P. (1993), *Asymmetric information, investment banking contracts and the certification hypothesis*, *Journal of banking and finance*, 17, 117-129.
- LANDI A. (1991), *Dimensioni costi e profitti delle banche italiane*, Bologna, Il Mulino.
- LEHMAN BROTHERS (1997), *Annual Report*.
- MARTINSON J. (1998), *Thriving cross-border cultivation*, *Financial Times*, 23 Gennaio.
- MASERA R. (1991), *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Bari, Laterza.
- MASERA R.S. (1993), *Mercato dei capitali, intermediari finanziari e informazione: la teoria e la realtà degli odierni sistemi economici*, 1° ciclo di lezioni "Emilio Moar", Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore.
- MASERA R.S. (1997), *L'integrazione monetaria e finanziaria dell'Italia in Europa*, Saggi di Finanza, Milano, IMI e Il Sole-24 Ore
- MAYER C. (1996), *Corporate governance, competition and performance*, OECD ECONOMIC DEPARTMENT, Working Papers n. 164.
- MERRILL LYNCH (1997), *Annual Report*.
- MONTI E. (1994), *I mercati derivati e i titoli sintetici*, Roma, LUISS Guido Carli.
- MONTI E. (1997), *Il Leveraged buyout*, Roma, LUISS Guido Carli.
- MONTI E. e MESSINA C. (1996), *La Finanza per l'impresa*, Torino, Utet.
- MONTI E. e ONADO M. (1989), *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- MORGAN STANLEY (1997), *Annual Report*.
- NARDOZZI G. e VERNA A. (a cura di, 1996), *Il settore dell'investment banking in Italia*, Torino, Osservatorio Irs sul mercato azionario.
- NEUBERGER B.M. e LA CHAPPELLE C.A. (1983), *Unseasoned new issue price performance on*

three tiers: 1975-1980, Financial management, 12, 23-28.

OLIVIERI A. e ZAGORDI R. (1997), *Investment banking, l'Italia non c'è*, *Il Sole-24 Ore*, 1 Aprile, pag.27.

ONADO M. (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, Bologna, Il Mulino.

ROCK K. (1986), *Why new issues are underpriced*, *Journal of financial economics*, 15, 187-212.

ROSS S.A., WESTERFIELD R.W. e JAFFE J.F. (1997), *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino.

RUOZI R. (a cura di, 1994), *La gestione della banca*, Milano, Egea.

RUPERT R.H. (a cura di, 1993), *The new era of investment banking: industry structure, trends and performance*, Chicago, Probus Publishing.

SABINE M. (1987), *Corporate Finance: Going public and issuing new equity and takeovers, mergers and disposals*, Londra, Butterworths.

SERVEAS H. e ZENNER M. (1996), *The role of investment banks in acquisition*, *The review of financial studies*, v. 9, n. 3.

SMITH R.C. e WALTER I. (1990), *Global financial services*, New York, Harper Business.

SMITH R.C. E WALTER I. (1990), *Investment banking in Europe*, Oxford, Basil Blackwell Ltd.

SMITH R.C. e WALTER I. (1997), *Global Banking*, New York, Harper Business.

UBS (1997), *Annual Report*.

WILLIAMSON J.P. (a cura di, 1988), *The investment banking handbook*, New York, John Wiley & Sons.