Fondazione “Angelo Colocci” Università degli Studi di Macerata

Le fondazioni bancarie di fronte alla crisi finanziaria: prime riflessioni

Intervento del Presidente della Compagnia di San Paolo
Angelo Benessia

Seconda Conferenza “Angelo Colocci”
di diritto, economia, banca e finanza

Jesi, 17 ottobre 2009,
Sala Convegni Fondazione Angelo Colocci

INDICE

1. INTRODUZIONE 1

2. "IMPERIAL NO MORE": LA CRISI DEL MODELLO MONOCRATICO 3

2.1 LE RAGIONI DELL'EROSIONE DEL POTERE DEI CEOS 3
2.2 EFFETTI SULLA GOVERNANCE DELLE PUBLIC COMPANIES 5
2.3 FENOMENOLOGIA DEI CAMBIAMENTI DI POTERE 7
2.4 IL CARATTERE PERMANENTE DELL'EROSIONE DEL POTERE DEI CEOS 8

3. UN RAFFRONTO CON LA SITUAZIONE ITALIANA 9

3.1 CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA E INVESTITORI ISTITUZIONALI IN ITALIA 9
3.2 EFFETTI SULLA GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE 11
3.3 FENOMENOLOGIA DEI CAMBIAMENTI DI POTERE 14

4. L'IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA SUL MODELLO ORGANIZZATIVO DELLA *PUBLIC COMPANY* 15

4.1 IL DIBATTITO INTERNAZIONALE RELATIVO ALLE RIFORME DEL SISTEMA REGOLATORIO 15
4.2 IL CASO AIG 17
4.3 UN CASO VIRTUOSO: LE REGOLE DELLA BANCA D'ITALIA DEL MARZO 2008 19

5. LE FONDAZIONI DI ORIGINE BANCARIA: *STOCKHOLDERS* ATIPICI? 21

5.1 PRIMO PROFILO: LA FONDAZIONE STOCKHOLDER 21
5.2 SECONDO PROFILO: LA FONDAZIONE STOCKHOLDER AVENTE CURA (ESCLUSIVA) DEGLI INTERESSI DEGLI STAKEHOLDERS 22

6. LA RILEVANZA DEL TERRITORIO NEI RAPPORTI TRA FONDAZIONI E BANCA CONFERITARIA 23

6.1 LA FUNZIONE CREDITIZIA IN RELAZIONE ALLO SVILUPPO ECONOMICO DEL TERRITORIO 23
6.2 PERSEGUIMENTO DELL'INTERESSE SOCIALE E CONTEMPERAMENTO DI INTERESSI DIVERSI DI CUI SONO PORTATORI GLI AZIONISTI 27

7. QUASI UNA CONCLUSIONE: LA CONCERTAZIONE E I PATTI DI STABILITÀ 28

1. Introduzione

Il sostantivo "crisi" è di derivazione greca, da κρίνω, "separare", ma anche, per traslato, "giudicare". Ogni giudizio implica infatti una separazione, un taglio fra opposte ragioni, come risulta chiaro dal francese "*trancher*", o dal tedesco "*Entscheidung*". Del resto il "crinale" non è che lo spartiacque, e ogni crisi fa da crinale fra un prima che si crede irripetibile e un dopo dai confini ancora incerti.

La divagazione etimologica è naturalmente soltanto un pretesto per ricordare come ogni crisi implica lo sforzo di spiegarne le cause[1] e, individuate che esse siano, la necessità di un giudizio.

La grave crisi che le economie mondiali stanno ancora attraversando, potendosi al più ritenere che sia superata la fase di emergenza[2], non sfugge a questo paradigma.

Questo è dunque il momento del giudizio, ossia del riesame critico dei comportamenti, dei modelli ai quali essi si sono ispirati, delle regole che li hanno guidati. Un giudizio che deve analizzare le carenze e proporre rimedi.

E' una fase che si è svolta e si svolge a vari livelli: da quello dei governi che hanno deciso gli interventi di emergenza, ai regolatori nazionali e non solo, agli attori economici che operano sul mercato. Fra questi ultimi, in Italia, le fondazioni di origine bancaria stanno anch'esse svolgendo una attenta analisi del contesto in cui esse operano ponendosi nella prospettiva che loro compete: quella di soggetti aventi lo status della

---

[1] Una convincente ricostruzione delle cause della attuale finanziaria ed economica che, terminata forse l'emergenza, continua ad affliggere le economie mondiali, si legge nell'intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Anna Maria Tarantola, "*Banca e Mercato, quali prospettive?*", Relazione al Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile del Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, pag. 8 e ss., consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia a: *http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/tarantola_260909.pdf.*

[2] L'osservazione è tratta da un inciso a pag. 17 della "Lezione Onorato Castellino" del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, tenuta il 13 ottobre 2009, al Collegio Carlo Alberto (Ente partecipato dalla Compagnia di San Paolo) sul tema "*I motivi dell'assicurazione sociale*", consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia, a:

http://www.bancaditalia.it/interventi/integov/2009/draghi_131009/Moncalieri_13_10_09.pdf.

persona giuridica privata chiamata dalla legge istitutiva a svolgere compiti di interesse generale.

E' l'entità e la composizione del loro patrimonio a suggerire una accurata riflessione.

Le 88 fondazioni di origine bancaria censite nel nostro Paese contabilizzavano al 31 dicembre 2007 un patrimonio complessivo di 48,8 miliardi di euro[3], per un valore di mercato corrispondente a circa 77 miliardi di euro. Il 25,9% del totale degli attivi, pari a 14,9 miliardi di euro, era rappresentato, a quella data, da partecipazioni bancarie, in genere nella banca conferitaria[4]. Il valore contabile della partecipazione nella banca conferitaria, per alcune fondazioni anche fra le maggiori, si posiziona intorno al 50% del valore contabile dell'intero patrimonio, rappresentato per il resto da attività fruttifere investite in strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni bancarie.

Bastano i pochi dati ora rammentati per cogliere la rilevanza delle fondazioni di origine bancaria quali investitori istituzionali e in particolare quali soci stabili (e stabilizzatori)[5] delle banche risultanti dal processo di consolidamento che proprio le fondazioni hanno portato a termine contribuendo a creare grandi attori dotati di un grado di solidità che costituisce un punto di forza del nostro sistema creditizio[6].

---

[3] I dati quantitativi riferiti alle fondazioni di origine bancaria sono tratti dal tredicesimo rapporto ACRI diffuso nel congresso di Siena del 10-11 giugno 2009, consultabile a:

http://www.acri.it/17_ann/17_ann_files/13_Cap3.pdf.

[4] Diamo per scontata la nozione di società bancaria conferitaria, come definita nell'art. 1, comma 1, lett. *f*) del d. lgs. 17 maggio 1999, n. 153.

[5] Cfr., al riguardo, V. Calandra Buonaura, "*Assetti proprietari e capitale delle banche: la prospettiva del privatista*", in V. Calandra Buonaura e G. Napolitano, "*Gli impatti della crisi sugli assetti proprietari e sul capitale delle banche*", interventi tenuti nell'ambito del seminario su "*'Bankin' in the rain' Il sistema bancario in un mondo che cambia*", Castello dell'Oscano, Perugia, 13 marzo 2009, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa e Università Cattolica del Sacro Cuore, quaderno n. 247, pag. 7: "*Sotto questo profilo, non credo che si possa più sostenere che la presenza delle fondazioni bancarie nel capitale delle nostre banche, non più in veste di controllanti, ma di investitori istituzionali di lungo periodo, costituisce una anomalia. Da un lato non ha impedito l'apertura al mercato ed una rapida crescita, anche sul piano competitivo, dei nostri maggiori istituti; dall'altro, ha rappresentato un importante fattore di sostegno e di stabilità che ha consentito di supplire ad un intervento pubblico decisamente più tardivo e meno consistente di quello che si è verificato negli altri maggiori paesi europei.*".

[6] Per un riferimento esplicito alla solidità delle banche italiane cfr. A. M. Tarantola, cit. (nt. 1), pag. 17.

Proprio a partire da questa angolazione vorrei svolgere alcune riflessioni che hanno per oggetto in primo luogo il modello monocratico di governo dell'impresa e dell'impresa bancaria in modo particolare, muovendo da una digressione sullo stato attuale degli studi specialistici nella letteratura americana, per passare quindi ad alcune considerazioni ritagliate sul modello monocratico nell'ordinamento italiano.

Passerò quindi a descrivere brevemente l'impatto della crisi finanziaria sul modello organizzativo della *public company*, con uno sguardo attento alla capacità di intervento dimostrata dalla Banca d'Italia proprio in tema di organizzazione e governo societario delle banche con le Disposizioni di vigilanza del 4 marzo 2008.

Tratterò infine della natura degli interessi di cui sono portatrici le fondazioni bancarie in rapporto al territorio, con la conseguente loro qualificazione di *stakeholders* della banca conferitaria. Da qui sarà naturale muovere per un tentativo di analisi sul contemperamento dell'interesse sociale, nell'ottica della gestione della banca, con gli interessi diversi e contigui, di cui siano portatrici le fondazioni azioniste.

Le conclusioni saranno appena abbozzate, dovendosi riconoscere che la materia è in evoluzione e che il dibattito è soltanto all'inizio.

2. "Imperial no more"[7]: la crisi del modello monocratico

2.1 *Le ragioni dell'erosione del potere dei CEOs*

Negli Stati Uniti, alcuni autori si sono proposti di descrivere e spiegare, anche dal punto di vista quantitativo, il fenomeno della progressiva perdita di potere dei CEOs delle c.d. *public companies*[8]. Alla base del ridimensionamento del ruolo degli "amministratori

[7] L'espressione riproduce il titolo dell'articolo di D. Marcus apparso sul sito *http://www.thedeal.com/newsweekly/insights/imperial-no-more.php*.

[8] M. Kahan & E. Rock, "*Embattled CEOs*", (2008), *New York University Law and Economics Working Papers*, Paper 153, consultabile a: *http://lsr.nellco.org/nyu_lewp/153*.

delegati" delle corporations americane vi sarebbero, in particolare, alcuni elementi strutturali.

La progressiva concentrazione degli assetti proprietari costituirebbe il primo, e di gran lunga più rilevante, elemento di limitazione del potere degli amministratori: il progressivo scomparire degli azionisti individuali, tendenzialmente inerti di fronte alle scelte dei c.d. "manager forti", e l'emergere, sempre più marcato, di investitori istituzionali intenzionati e in grado di esercitare, anche di concerto, i propri diritti di *voice* all'interno della grande *corporation*, costituiscono, come è evidente, una realtà con la quale i CEOs debbono misurarsi[9].

Un elemento è di particolare interesse sotto quest'aspetto: i dati analizzati confermerebbero che, negli Stati Uniti, è piuttosto vicino il momento della vera e propria scomparsa (o "estinzione") di quella categoria che, nel nostro ordinamento, è definita dei "piccoli azionisti". In altre parole sarebbe ormai un ricordo del passato il fenomeno della larga prevalenza nella compagine sociale di soggetti che, data la minima frazione di capitale detenuta, sono (razionalmente) disinteressati a partecipare alla democrazia capitalistica mediante l'esercizio dei diritti di voto[10].

La comparsa degli *hedge funds*, geneticamente portati a contestare le scelte del *management* sarebbe il secondo, non trascurabile, motivo di perdita di potere dei CEOs[11].

L'attivismo degli investitori istituzionali, che si esplica sia mediante la pressione per l'adozione di cambiamenti di *governance*, sia mediante la sempre più frequente

---

[9] Gli aa. citati alla nota precedente osservano che si registra un costante incremento delle partecipazioni detenute da investitori istituzionali (8% del 1950; 19% nel 1970, 37% nel 1990 e ben 60% nel 2006). La percentuale detenuta dalle "famiglie" (ossia, secondo la Federal Reserve, la categoria residuale rispetto alle altre categorie di azionisti) è invece declinata dal 90% nel 1950; al 78% nel 1950; al 56% nel 1970; al 37% nel 1990; al 27% nel 2006. M. Kahan & E. Rock, cit. (nt. 8), pag. 9.

[10] *Id.*, pag. 9.

[11] *Id.*, pagg. 11-13.

opposizione alle scelte del *management* costituirebbe il terzo profilo del processo analizzato[12].

Il ruolo delle "*proxy advisory firms*" rappresenta l'ultimo motivo di discontinuità rispetto al passato, nel senso del ridimensionamento del potere (quasi imperiale) di cui godevano in passato i CEOs delle grandi società.

Le "*proxy advisory firms*" sono società che forniscono professionalmente raccomandazioni ai propri clienti, tra cui i principali investitori istituzionali, in relazione all'elezione delle cariche sociali, all'adozione di scelte di *governance*, a fusioni, e ad altre materie sottoposte all'assemblea degli azionisti. Esse costituiscono – data la loro capacità di orientare gli azionisti nelle scelte di voto – una realtà con cui i CEOs devono sempre più fare i conti[13].

2.2 *Effetti sulla* governance *delle* public companies

La perdita di potere degli amministratori si *manifesta* sotto diversi profili.

Il primo aspetto è quello dei mutamenti strutturali della *governance* delle società quotate. In questo contesto è tuttavia bene precisare che il mutamento delle regole di *corporate governance* si atteggia *non solo quale effetto* della perdita di potere dei CEOs, bensì *anche quale autonoma causa*, voluta dal legislatore, del riequilibrarsi dei poteri nella *corporation*.

Con riferimento alla *governance* ricordiamo alcuni aspetti: (a) il progressivo abbandono delle previsioni statutarie che prevedevano consigli di amministrazione "classificati" (ossia rinnovati ciascun anno per una frazione di un terzo, di modo tale che occorrano due anni rinnovare la maggioranza del consiglio)[14]; (b) l'introduzione di regole di nomina degli amministratori che prevedono l'elezione non più di chi consegua *la*

---

[12] *Id.*, pagg. 13-18.

[13] *Id.*, pag. 19.

[14] *Id.*, pagg. 20-22.

maggioranza dei voti a favore (*plurality*), bensì solo di chi consegua *più voti a favore che astensioni o dissensi* (*majority*)[15] – con conseguente possibilità, per gli azionisti, di non riconfermare, selettivamente, questo o quell'amministratore il cui operato sia risultato non gradito[16]; (c) più in generale, l'iniziativa diretta degli azionisti volta all'adozione di delibere, quali modifiche statutarie[17] (le c.d. "*shareholders proposals*", spesso volte all'inclusione all'ordine del giorno di questioni quali l'abbandono di una "*poison pill*", ovvero l'abbandono di altri meccanismi di difesa)[18].

Il rafforzamento del potere degli azionisti si è poi manifestato con riferimento a diversi strumenti regolatori volti a incrementarne le prerogative: dalla riforma della raccolta delle deleghe di voto[19] alla proposta di riforma del voto da parte degli intermediari finanziari titolari di conti su cui sono registrati gli strumenti finanziari dei clienti (i c.d. "broker")[20].

In secondo luogo, sotto il profilo dell'operato dei consigli di amministrazione, si è osservato che – correlativamente al progressivo incremento della presenza di consiglieri indipendenti, specie con riferimento ai comitati per il controllo interno, al comitato per le remunerazioni e al comitato nomine – gli amministratori indipendenti starebbero emergendo quale "centro di potere indipendente dal CEO"[21], dato il diverso atteggiarsi dei flussi informativi, non più rivenienti dal solo amministratore delegato, e dato il ruolo

---

15 Secondo il nostro ordinamento, invece, con riferimento alle società quotate, «*Lo statuto prevede che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati*»: art. 147-*ter* d. lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, il "TUF".

Cfr. anche il Titolo V-*bis* del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e succ. modif., il "Regolamento Emittenti".

Al riguardo v. anche la recente Comunicazione Consob n. 9017893 del 26 febbraio 2009.

16 M. Kahan & E. Rock, cit. (nt. 8), pagg. 22-24.

17 Ossia dei c.d. *bylaws*.

18 Le shareholders proposals sono disciplinante dalla Rule 14a-8, adottata ai sensi del Securities and Exchange Act del 1934.

19 M. Kahan & E. Rock, cit. (nt. 8), pagg. 26-28.

20 *Id.*, pagg. 28-37.

21 *Id.*, pag. 42.

di valutazione e controllo dell'operato del CEO svolto dagli indipendenti, spesso operanti anche senza la presenza del CEO, come richiesto dalle regole delle borse valori[22].

L'ultimo profilo di cambiamento del potere dei CEO è relativo alle regole relative ai compensi percepiti dagli amministratori. Nel 2006 la S.E.C. ha infatti adottato nuove regole volte a una maggiore trasparenza dei compensi degli amministratori[23], e a una maggiore chiarezza del materiale a disposizione degli azionisti con riferimento ai compensi.

2.3 *Fenomenologia dei cambiamenti di potere*

Sotto il profilo "qualitativo", questi effetti della perdita di potere dei CEOs si esplicherebbero sotto diversi aspetti.

Il potere dei CEO può infatti essere analiticamente scomposto in tre elementi[24]:

1) Chi prende le decisioni? (assunzione delle decisioni);
2) Chi prende le decisioni sarà chiamato a risponderne? (sindacato sulle decisioni);
3) Quali sono il perimetro, l'ampiezza, e l'intensità delle decisioni che i CEO possono assumere?

Sotto il profilo dell'assunzione delle decisioni, si assisterebbe a una crescente *concertazione* delle maggiori scelte decisionali con i principali azionisti[25], oltre alla perdita del potere *esclusivo* di formazione dell'ordine del giorno dell'assemblea.

---

22 *Id.*, pagg. 42-43.

23 S.E.C. Release Nos. 33-8732A (2006), disponibile a: *http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf.*

24 M. Kahan & E. Rock, cit. (nt. 8), pagg. 5-8.

25 *Id.*, pagg. 51-52.

Il fenomeno della "concertazione" deve naturalmente fare i conti con le regole relative alla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate, tanto nell'ordinamento nordamericano (Rule 10b-5), quanto nel nostro ordinamento (cfr. in particolare l'art. 181 TUF relativo alla nozione di informazione privilegiata).

Sotto il profilo del sindacato sulle decisioni, vi sarebbe una tendenza consolidata a giudicare *ex post* le scelte dei CEOs: scelte di non perseguire un'alleanza o, in generale, errori decisionali – pur restando generalmente estranei a profili di responsabilità, dato il paradigma della *business judgment rule* – possono facilmente "costare il posto" all'amministratore o suscitare la reazione degli investitori istituzionali[26].

Sotto il profilo del perimetro, dell'ampiezza, e dell'intensità del potere, sarebbe in atto un *trend* di perdita di potere dei CEOs, soprattutto sotto il profilo della collegialità di adozione delle decisioni sulle materie più rilevanti (ampiezza), sia sotto il profilo dell'abilità del CEO di "imporre" le proprie scelte (intensità)[27].

2.4 *Il carattere permanente dell'erosione del potere dei CEOs*

Il cambiamento che abbiamo descritto, lungi dall'essere meramente temporaneo, sarebbe strutturale: ciò sarebbe determinato dal carattere profondo dei mutamenti economici nell'azionariato delle *public companies*, dalla natura regolamentare delle innovazioni di *governance*, così come dalla difficoltà che le società che abbiano adottato le *resolutions* proposte dagli azionisti comunque avrebbero, anche dal punto di vista dell'immagine, ove mai volessero "tornare sui propri passi"[28].

Sul nesso tra dialogo con gli azionisti e tutela delle informazioni privilegiate v. anche il "Codice di Autodisciplina delle società quotate", 2006, del Comitato per la Corporate Governance, Borsa Italiana s.p.a. ("Codice di Autodisciplina (2006)"), Commento a Principio 11 ("*Rapporti con gli azionisti*"), in base al quale "*Il Comitato ritiene che sia nell'interesse degli emittenti instaurare un dialogo continuativo con la generalità degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali, nel rispetto delle norme e procedure che disciplinano la divulgazione di informazioni privilegiate*".

[26] M. Kahan & E. Rock, cit. (nt. 8), pagg. 54-55.

[27] *Id.*, pagg. 53-54.

[28] *Id.*, pagg. 55 e ss.

3. Un raffronto con la situazione italiana

3.1 *Concentrazione proprietaria e investitori istituzionali in Italia*

In quale misura le forze economiche che abbiamo menzionato con riferimento all'ordinamento nordamericano (concentrazione degli assetti proprietari, comparsa degli *hedge funds*, attivismo degli investitori istituzionali e ruolo delle *proxy advisory firms*) sono operanti nel nostro ordinamento?

Rispondere compiutamente alla domanda sarebbe compito, oltre che particolarmente difficile, eccessivo rispetto ai fini di questo intervento. Mi limiterò quindi ad alcune semplici osservazioni.

Assetti proprietari. Come è noto, l'Italia è reduce da un processo di privatizzazione che, durante gli anni '90, ha riguardato diversi settori, tra i quali quello bancario. Ciò non implica tuttavia che le società quotate italiane si siano progressivamente indirizzate verso il modello della *public company.*

In un recente studio a cura dell'*Area Studi e relazioni internazionali e dei Nuclei regionali per la ricerca economica* della Banca d'Italia, si osserva che "*negli ultimi anni non vi è stata una significativa evoluzione nella struttura proprietaria e del controllo delle società quotate italiane. La quota detenuta dal maggiore azionista risulta sostanzialmente stabile per il complesso delle società quotate e in riduzione solo per le grandi imprese. Nel confronto con i principali paesi la concentrazione nelle società non finanziarie resta elevata.*"[29].

E' stato osservato che in Italia si assisterebbe:

(i) a "*un aumento del peso degli investitori esteri, dall'1 per cento nel 2003 al 6 nel 2007*"[30], e a

---

[29] AA. VV., "*Rapporto sulle tendenze del sistema produttivo italiano*", in Questioni di Economia e Finanza, a cura della Banca d'Italia, n. 45 (aprile 2009), pag. 72. disponibile a: *http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qf_45/QEF_45.pdf.*

[30] *Ibid.*

(ii) a "*una diminuzione della quota delle persone fisiche e di altre imprese non finanziarie*", benché rimanga "*più alta che all'estero la presenza dello Stato*"[31].

Altri elementi caratterizzanti sarebbero la riduzione del ruolo dei gruppi piramidali, la diminuzione della diffusione delle azioni di risparmio e privilegiate, e il maggior rilievo delle coalizioni e dei patti di sindacato[32].

Nel recente studio di M. Bianchi e M. Bianco[33] si osserva che "*(...) negli ultimi quindici anni* [periodo analizzato 1990-2005, n.d.r.] *è cresciuta la proprietà diffusa e, quindi, sia pure entro certi limiti, la contendibilità delle imprese (anche se restano molte le imprese in cui il capitale è detenuto in modo maggioritario da un solo azionista o da patto di sindacato). E' aumentata la separazione tra proprietà e controllo, ma in misura contenuta. La stabilità del controllo viene assicurata in misura maggiore attraverso strutture coalizionali piuttosto che attraverso gruppi piramidali: la leva del controllo si è ridotta soprattutto nei grandi gruppi privati; è aumentato il numero (e il peso) delle imprese controllate da una coalizione di soci (formalizzata in un patto di sindacato o meno).*".

Sul piano del confronto con altri sistemi europei (Francia, Spagna, Germania), si osserverebbe, comunque, una maggiore concentrazione della proprietà delle società quotate italiane[34].

L'evoluzione degli assetti proprietari sarebbe invece parzialmente differente per ciò che attiene le banche, essendo stato osservato che "*(...) i mutamenti più rilevanti sono*

---

31 *Ibid.*

32 *Ibid.*, citando Bianchi M., M. Bianco, S. Giacomelli, A.M. Pacces e S. Trento, "*Proprietà e controllo delle imprese in Italia*", Il Mulino, Bologna, 2005.

33 M. Bianchi e M. Bianco, "*Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*", (2007), disponibile a: *http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=52&cf=1*.

34 *Id.*, pag. 7.

costituiti, da un lato, dalla privatizzazione della proprietà, dall'altro dalla crescita della componente estera"[35].

Infine, sempre con riferimento agli assetti proprietari delle banche, "*(...) le differenze fondamentali rispetto agli altri paesi riguardano la maggiore presenza delle assicurazioni, il ruolo delle Fondazioni e, di nuovo, la presenza di società non finanziarie nella proprietà delle banche, quasi assente negli altri paesi*"[36].

Attivismo degli investitori istituzionali. In secondo luogo, comincia a registrarsi un certo attivismo degli investitori istituzionali non più soltanto tramite *exit*, ma anche mediante strumenti di *voice*; e al riguardo anche le fondazioni di origine bancaria (benché probabilmente non ritenute "investitori istituzionali" nel citato studio a cura di Bianchi e Bianco)[37] devono svolgere adeguate riflessioni sulla loro capacità di orientamento.

3.2 *Effetti sulla* governance *delle società quotate*

Come nell'esperienza nordamericana, i cambiamenti alle regole di *governance* sono tanto causa quanto effetto del processo di ridimensionamento del paradigma di gestione monocratica della società aperta: è ragionevole supporre, in base alla esperienza empirica, che gli investitori istituzionali saranno chiamati in misura crescente a fare uso degli strumenti loro apprestati dall'ordinamento[38].

---

35 *Id.*, pag. 5.

36 *Id.*, pag. 8.

37 Sullo "*scarso peso*" degli investitori istituzionali all'interno delle nostre società quotate: M. Bianchi e M. Bianco, cit. (nt. 33), pag. 7.

38 Cfr. Codice di Autodisciplina (2006), Commento al Principio 11 ("Rapporti con gli azionisti"), in base al quale "*Il Comitato ritiene che non rientri nella sua competenza prendere in considerazione i comportamenti degli investitori istituzionali. Il Comitato, peraltro, è dell'opinione che il riconoscimento da parte loro della importanza delle regole di governo societario contenute in questo Codice possa costituire elemento significativo ai fini di una più convinta e diffusa applicazione dei principi del Codice stesso da parte degli emittenti.*".

Al riguardo si pensi ad alcune innovazioni di matrice legislativa (ad esempio il voto di lista[39], il consigliere di minoranza nell'ambito dei consigli di amministrazione delle società quotate[40], l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte della minoranza[41]), all'impatto dei principi del Codice di Autodisciplina delle società quotate[42], e, da ultimo – con riferimento a una normativa settoriale – alle Disposizioni di vigilanza sul governo societario adottate, nel marzo 2008, dalla Banca d'Italia[43].

Con riferimento al TUF, le norme relative all'elezione degli organi sociali (voto di lista, consiglieri e sindaci di minoranza) sono volte a garantire una maggiore rappresentanza degli azionisti, e consentono di portare nella sede dell'amministrazione e del controllo dell'impresa le istanze degli azionisti rilevanti.

Con riferimento al Codice di Autodisciplina, una limitazione delle prerogative dell'amministratore delegato/CEO può derivare da alcune raccomandazioni: (a) quelle che ampliano notevolmente (rispetto alle competenze non delegabili dal consiglio, di cui all'art. 2381, comma 4, cod. civ.) i compiti riservati alla competenza collegiale del consiglio di amministrazione[44]. Tali disposizioni sono volte alla creazione di una "dialettica interna" non esclusivamente riferita, e "diretta", da parte del consigliere

---

39 Cfr. l'art. 147-*ter*, comma 1, TUF e il Titolo V-*bis* del Regolamento Emittenti. Peraltro la disciplina normativa non specifica (lasciando liberi gli emittenti a questo riguardo) quale debba essere il meccanismo applicativo del voto di lista, potendosi optare per il sistema maggioritario (con premi), ovvero per il sistema proporzionale (metodo *D'Hondt*).

40 Cfr. l'art. 147-*ter*, comma 3, TUF e il Titolo V-*bis* del Regolamento Emittenti.

41 Cfr. l'art. 148, comma 2, TUF e il Titolo V-*bis* del Regolamento Emittenti. Il comma 2-*bis* prevede poi che «*Il presidente del collegio sindacale è nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza*». Il comma 4-*bis* dispone che il comma 2 (elezione del sindaco di minoranza) si applichi al consiglio di sorveglianza. Cfr. anche l'art. 144-*sexies* del Regolamento Emittenti.

42 Cfr., Assonime, "*Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2008)*", (febbraio 2009), disponibile a:

http://www.assonime.it/AssonimeWEB/public/initAction.do?evento=getDocumentAttach&idSelectedDocument=210648&idSelectedAttach=210649.

43 Si tratta delle "*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*", adottate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 ("Disposizioni di Vigilanza") disponibili a:

http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/gov_soc_ban/disposizioni_040308.pdf.

44 Codice di Autodisciplina (2006), Criterio applicativo 1.C.1.

delegato/CEO[45]; (b) quelle relative alla composizione dei comitati, per le nomine[46], per la remunerazione[47] e per il controllo interno[48], (almeno) in maggioranza composti da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice[49]; (c) da ultimo, in simmetria rispetto all'esperienza americana appena ricordata, l'affermarsi della prassi delle "*riunioni di soli amministratori indipendenti per la discussione di temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del consiglio di amministrazione o alla gestione sociale*"[50]; (d) le regole relative alla determinazione dei compensi[51].

Si tratta di linee direttrici ampiamente confermate dalle recenti Disposizioni di vigilanza adottate dalla Banca d'Italia, che – sia pure con riferimento alle sole banche – ha prescritto una regolamentazione particolarmente rigorosa. A tal riguardo merita ricordare: (a) la non delegabilità delle materie di cui alla Linea applicativa 2.1, lett. b)[52]; (b) la necessaria istituzione dei comitati interni, sia pure con riferimento alle «*realtà*

---

45 Il Codice di Autodisciplina (2006), Commento al Principio 2, specifica che "*La* best practice *internazionale raccomanda di evitare la concentrazione di cariche in una sola persona senza adeguati contrappesi; in particolare, viene sovente raccomandata la separazione dei ruoli di presidente e di* chief executive officer *(CEO), quest'ultimo inteso come amministratore che, in virtù delle deleghe ricevute e dell'esercizio in concreto delle stesse, è il principale responsabile della gestione dell'emittente.*".

46 Codice di Autodisciplina (2006), Principio 6.P.2.: «*Il consiglio di amministrazione valuta se costituire al proprio interno un comitato per le nomine, composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti.*».

47 Codice di Autodisciplina (2006), Principio 7.P.3.: «*Il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.*».

48 Codice di Autodisciplina (2006), Principio 8.P.4.: «*(...) il consiglio di amministrazione costituisce un comitato per il controllo interno, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.*».

49 Cfr. il Codice di Autodisciplina, Principio 3.

50 Codice di Autodisciplina (2006), Commento al Principio 2.

51 Codice di Autodisciplina (2006), Principio 7.

52 La disposizione prevede che «*Oltre alle attribuzioni non delegabili per legge, non possono formare oggetto di delega: le decisioni concernenti le linee e le operazioni strategiche e i piani industriali e finanziari, la nomina del direttore generale, l'assunzione e la cessione di partecipazioni di rilievo, l'approvazione e la modifica dei principali regolamenti interni, l'eventuale costituzione di comitati interni agli organi aziendali, la nomina del responsabile delle funzioni di revisione interna e di conformità. Nell'ambito delle società capogruppo potranno essere delegate le operazioni comportanti variazioni non significative del perimetro del gruppo.*».

aziendali di maggiori dimensioni o connotate da un'elevata complessità operativa»[53]; (c) il Principio 3, 4° cpv., in base al quale «*La presenza di un numero adeguato di componenti non esecutivi (...) con ruoli e compiti ben definiti, che svolgano efficacemente la funzione di contrappeso nei confronti degli esecutivi e del* management *della banca, favorisce la dialettica interna all'organo di appartenenza, specie quando a un unico organo aziendale sia attribuito l'esercizio di più funzioni (di supervisione strategica e di gestione)*»; (d) la disciplina in materia di compensi[54], sulla quale si avrà modo di tornare nel prosieguo.

3.3 *Fenomenologia dei cambiamenti di potere*

Riprendiamo la "tassonomia" adottata, con riferimento, questa volta, all'ordinamento italiano.

1) Chi prende le decisioni? (assunzione delle decisioni);
2) Chi prende le decisioni sarà chiamato a risponderne? (sindacato sulle decisioni);
3) Quali sono il perimetro, l'ampiezza, e l'intensità delle decisioni che gli amministratori delegato/CEO possono assumere?

Sotto il profilo dell'assunzione delle decisioni, assistiamo certamente a un riequilibrarsi dei rapporti interorganici a favore degli organi collegiali. Oltre alle già ricordate maggiori competenze collegiali del consiglio di amministrazione, si assiste a un mutato sistema di riporti (non più solo agli organi delegati, ma anche direttamente agli organi)[55], e al consolidarsi dei poteri propulsivi dei comitati su specifiche materie.

---

[53] Disposizioni di Vigilanza, Linea applicativa 3, lett. f).

[54] Cfr. Disposizioni di Vigilanza, Paragrafo 4.

[55] Cfr. le Disposizioni di Vigilanza, Linea applicativa 5, lett. b): «*Con appositi regolamenti devono essere disciplinati almeno i seguenti aspetti: (...) individuazione dei soggetti tenuti a inviare, su base regolare, flussi informativi agli organi aziendali, prevedendo in particolare che i responsabili delle funzioni di controllo nell'ambito della struttura organizzativa della banca devono riferire direttamente agli organi di controllo, di gestione e di supervisione strategica.*».

Sotto il profilo del sindacato sulle decisioni, mentre nell'esperienza americana si registrano noti casi di CEO "fired" (licenziati) per scelte gestionali non condivise dagli investitori istituzionali[56], nell'esperienza italiana si conoscono pochi casi di "allontanamento" di un CEO per inadeguatezza gestionale nel corso del suo mandato.

Sotto il profilo del perimetro, dell'ampiezza e dell'intensità del potere, non pare ravvisabile una diminuzione di potere quanto a *perimetro*, visto, anzi, l'aumento delle dimensioni delle imprese (specie a seguito delle concentrazioni verificatesi: si pensi, appunto, al settore bancario); quanto a ampiezza e intensità del potere si riscontra invece, come già osservato, un aumento dei limiti "interni" all'esercizio del potere (sotto forma di limiti alle materie delegabili), oltre che l'emergere di dialettiche interorganiche non solo tra amministratore delegato / consiglio, ma anche, con riferimento all'esercizio della gestione operativa, alla compresenza di più amministratori delegati ovvero di un amministratore delegato e di un direttore generale[57].

4. L'impatto della crisi finanziaria sul modello organizzativo della *public company*

4.1 *Il dibattito internazionale relativo alle riforme del sistema regolatorio*

Il 15 settembre 2008 veniva depositata la domanda di protezione ai sensi del Chapter 11 del United States Bankruptcy Code davanti alla United States Bankruptcy Court for the

---

[56] Si pensi al caso della mancata riconferma di Jerry Jang quale CEO di Yahoo! Inc. Sulla vicenda v. M. Kahan e E. Rock, cit. (nt. 8), pag. 54 e J. E. Vascellaro, "*Yang to Step Down as Yahoo CEO*", in WALL. ST. J, 18 novembre 2008, pag. A1.

[57] Le Disposizioni di Vigilanza, Linea applicativa 2.1, lett. d) precisano che «*La contemporanea presenza di un comitato esecutivo e di un amministratore delegato, o quella di più amministratori delegati, si giustifica solo in realtà aziendali con caratteristiche di particolare complessità operativa o dimensionale e richiede una ripartizione chiara delle competenze e delle responsabilità. Nelle banche di minore complessità va evitata la nomina di un amministratore delegato e di un direttore generale. (...).*».

Southern District of New York da parte di Lehman Brothers Holding, Inc., una delle prime cinque banche d'investimento americane.

Il giorno successivo, la Federal Reserve Bank of New York creava una "credit facility" a favore di AIG, Inc. di $85 miliardi, volto a consentire alla società di far fronte alle proprie obbligazioni contrattuali derivanti, tra le altre cose, dall'accumularsi di un'esposizione del Gruppo di circa $62 miliardi in derivati negoziati *over the counter* (*credit default swap*).

Si trattava, come è noto, soltanto dei primi interventi di una colossale manovra di intervento pubblico nell'economia che ha caratterizzato quella che concordemente viene definita come la peggiore crisi finanziaria dal 1929.

L'intervento in generale e presso i soggetti in cui è stato attuato a livello internazionale e su diversi fronti: con strumenti di politica monetaria, mediante ricapitalizzazione diretta degli intermediari finanziari, con strumenti di debito a tassi inferiori a quelli di mercato[58], con strumenti amministrativi di vario genere[59].

La crisi dei mercati finanziari, per ciò che qui più interessa, ha sollevato un ampio dibattito internazionale a proposito dell'efficienza del sistema di gestione, specie sotto il profilo dei rischi, della grande impresa di capitali, vista l'ampia scala, dimensionale e territoriale, in cui essa si trova a operare nel mondo odierno.

In particolare, il dibattito sulla "modernizzazione" del sistema di regolamentazione dei mercati finanziari, anche a livello di coordinamento internazionale[60], ha sollevato alcune questioni relative al sistema di *corporate governance* del modello *corporation* "anglosassone", sotto i diversi profili tradizionalmente collegati al tema: rapporti tra

---

58 Questa, come è noto, è la soluzione prescelta dal nostro ordinamento, che ha optato per i c.d. "Tremonti Bonds".

59 Per una approfondita ricostruzione degli interventi in Gran Bretagna, Francia e Italia si veda V. Calandra Buonaura, cit. (nt. 5), pagg. 8-23.

60 Per un quadro complessivo delle principali linee di intervento perseguite dal G-20, dal *Financial Stability Board*, dal Comitato di Basilea, dalla Commissione Europea e dai Comitati europei di vigilanza, v. A. M. Tarantola, cit. (nt. 1), pag. 8 e ss.

organi sociali, ripartizione dei poteri e delle responsabilità, flussi informativi e, infine, politica dei compensi.

4.2 *Il caso AIG*

Sotto quest'ultimo profilo è emerso che una delle cause della crisi dei mercati finanziari è stata proprio una non corretta gestione delle politiche dei compensi del *top management* delle società.

Un esempio è forse il migliore modo di illustrare il punto.

Come è noto, uno dei principali snodi dell'intervento di salvataggio dello scorso autunno è consistito nel "salvataggio" di AIG da parte della Federal Reserve e del Dipartimento del Tesoro americano.

L'intervento pubblico si è reso necessario in quanto una controllata di AIG, Inc., AIG Financial Products, operante tramite la propria sede di Londra, aveva "accumulato" una esposizione nominale in contratti derivati di circa $62 miliardi.

I contratti derivati erano collegati a, e di fatto "assicuravano", operazioni di finanza strutturata, note come "Collateralized Debt Obligations" (CDOs). Senza entrare nel dettaglio nel complesso meccanismo di operatività dei CDOs, si può dire che AIG, usando una metafora assicurativa, aveva "assicurato" (mediante derivati) operazioni di finanza strutturata riconducibili a circa quindici tra le principali banche d'investimento mondiali.

La crisi dei mutui *subprime* e delle "Residential Mortgage Backed Securities" (RMBS), elemento essenziale dei CDOs[61], ha innescato un meccanismo di sempre maggiori

---

[61] In un CDO, tipicamente, un veicolo *offshore* emette delle *notes* e impiega i proventi in un *pool di assets* quale "garanzia" o "collateral". Il veicolo (*protection seller*) assume nei confronti di una controparte (*protection buyer*), mediante derivati e a fronte del ricevimento di un premio (periodico, generalmente), esposizione "sintetica" riferibile a un (secondo) *pool di assets*, che spesso consisteva in RMBS. Al verificarsi della perdita di valore di tale (secondo) *pool di assets*, il veicolo, in base al derivato, diviene tenuto a effettuare pagamenti nei confronti della controparte.

Cfr., ad esempio, le informazioni sull'operazione ABACUS 2005-7, Ltd. 'AAA' strutturata da Goldman Sachs Group, Inc., disponibili a:

richieste di appostamento di garanzie provenienti dalle controparti dei *credit default swap* al Gruppo AIG[62]. Sono state proprio tali crescenti difficoltà, note al mercato, a spingere al ribasso il titolo AIG a un punto tale da richiedere un pronto intervento pubblico, che è, nella specie consistito:

(i) nell'acquisto, da parte del veicolo della Federal Reserve Maiden Lane III, LLC[63], dei CDOs sui quali AIG Financial Products aveva venduto protezione mediante i *credit default swaps*; e

(ii) la contestuale risoluzione dei *credit default swaps* "di copertura" a suo tempo sottoscritti da AIG Financial Products[64].

Come si era arrivati a questo punto? Come è stato possibile, in altre parole, arrivare a una tale concentrazione del rischio? Quali meccanismi avevano portato AIG ad assumere, al di fuori di adeguati meccanismi di *risk assessment* e *risk management*, una posizione così concentrata di rischi?

E' opinione condivisa che le ragioni di questo squilibrio siano da rintracciarsi, in grande parte, nel non corretto sistema di incentivi all'operato di AIG.

In un articolo apparso sul New York Times durante il salvataggio di AIG[65] è stato messo in luce che il meccanismo di concentrazione del rischio è stato reso possibile dal sistema di compensazione invalso presso la controllata AIG Financial Products:

---

http://findarticles.com/p/articles/mi_m0EIN/is_2005_Nov_22/ai_n15865989/.

AIG Financial Products era, a sua volta, *protection seller* con riferimento alle perdite relative al CDO "a monte", avendo concluso, a propria volta, dei *credit default swap*. Questa l'operazione a valenza (in senso lato) "assicurativa" cui è fatto riferimento nel testo.

62 Informazioni disponibili a:

http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachments031809_tcm385-155645.pdf. Circa le richieste di collateral da parte di Goldman Sachs v. cfr. Serena Ng, "*Goldman Confirms $6 Billion AIG Bets*", in WALL. ST. J., 21 marzo 2009, at B1-B3.

63 Informazioni disponibili a: *http://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane.html*.

64 Informazioni disponibili a: *http://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane3.html*.

65 Gretchen Morgenson, "*Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk*", in N.Y. TIMES, 28 settembre 2008, pag. A1.

l'incremento dei ricavi a $3.26 miliardi nel 2005 da $737 milioni nel 1999 aveva portato, nel corso degli anni, a un eccezionale incremento dei compensi.

In particolare, dal 2001 i compensi annui di questa piccola unità erano stati nel complesso di circa mezzo miliardo di dollari: il che significa che, in media, ciascuno dei circa cinquecento componenti di tale unità (e quindi non solo il *top management*) percepiva un compenso annuo superiore al milione di dollari. In particolare "*i costi relativi ai compensi assorbivano una larga percentuale dei ricavi. In anni normali tale percentuale era del 33 per cento; in anni particolarmente favorevoli 46 per cento. In tutto, negli ultimi sette anni AIG Financial Products ha corrisposto ai propri dipendenti $ 3.56 miliardi.*"[66].

4.3 *Un caso virtuoso: le regole della Banca d'Italia del marzo 2008*

Il nodo dei compensi rappresenta l'aspetto di maggiore rilevanza "giornalistica" del tema della riforma della *corporate governance* degli intermediari finanziari, e senz'altro il tema centrale del dibattito che si sta correntemente svolgendo in ambito internazionale[67].

Esso tuttavia, come si è detto, rappresenta solo uno degli aspetti del dibattito sulla *corporate governance* che la crisi finanziaria ha sollevato.

---

[66] *Id.*, traduzione libera.

[67] In proposito si rimanda, ancora, alla relazione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia: "*Politiche di remunerazione del* top management *eccessivamente collegate ai risultati di breve periodo non corretti per il rischio e determinate senza un adeguato coinvolgimento degli organi sociali hanno spinto ad assumere rischi eccessivi. Per una loro regolamentazione, sono state avviate numerose iniziative in diverse sedi: il Financial Stability Board ha emanato alcuni principi di carattere generale volti a disciplinare i meccanismi di determinazione delle remunerazioni delle istituzioni finanziarie a valenza sistemica, che sono stati approvati dal G-20; sta lavorando a una serie di iniziative per dare un contenuto concreto all'attuazione di tali raccomandazioni; la Commissione UE ha presentato una proposta di modifica della direttiva sui requisiti di capitale delle banche per introdurre criteri di determinazione della politiche di remunerazione maggiormente collegati agli obiettivi di lungo periodo e per rafforzare le modalità di controllo a disposizione delle autorità; in numerosi paesi sono allo studio ipotesi di interventi ad hoc.*". A. M. Tarantola, cit. (nt. 1), pag. 10.

In merito alla regolamentazione della materia dei compensi, così come, in generale, del governo societario, occorre ricordare che l'Italia sia stato un caso, virtuoso, di intervento regolatorio.

Come ricordato, la Banca d'Italia ha infatti emanato, con alcuni mesi di anticipo (marzo 2008) rispetto all'insorgere della crisi dei mercati finanziari (settembre 2008), alcune Disposizioni di vigilanza che si occupano di regolare puntualmente i profili di maggiore criticità del governo degli intermediari finanziari: i sistemi di amministrazione e controllo e il progetto di governo societario, i compiti e poteri degli organi sociali, la composizione degli organi collegiali, i meccanismi di remunerazione e incentivazione e i flussi informativi.

In tema di compensi la Banca d'Italia ha infatti prescritto che: «*Al contempo, i sistemi retributivi non devono essere in contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio della banca e con le sue strategie di lungo periodo. In particolare, le forme di retribuzione incentivante, basate su strumenti finanziari (es.* stock option*) o collegate alla performance aziendale, devono essere parametrate al rischio assunto dalla banca e strutturate in modo da evitare il prodursi di incentivi in conflitto con l'interesse della società in un'ottica di lungo periodo.*»[68].

La prescrizione in materia di compensi è centrale per la cura di quel tipo di problemi che, come si è visto con riferimento a AIG, possono portare all'adozione di scelte catastrofiche non solo per l'impresa, bensì per l'intero sistema.

Le Disposizioni di vigilanza italiane rappresentano infine il modello sul quale sono strutturati i principi delineati dal *Financial Stability Board*[69].

Come evidenziato nel più volte citato intervento della Banca d'Italia, "*I criteri di remunerazione del* top management *rientrano nel più generale tema della* corporate governance *degli intermediari, tema su cui la Banca d'Italia è più volte intervenuta, da ultimo in sede regolamentare, per* <u>*rafforzare il coinvolgimento degli azionisti*</u> *su aspetti*

---

[68] Disposizioni di Vigilanza, Principio 4, 2° cpv.

[69] A. M. Tarantola, cit. (nt. 1), pag. 11.

sensibili della gestione aziendale, garantire indipendenza, giusta dialettica e chiara ripartizione di ruoli e responsabilità tra i vari organi, migliorare i flussi informativi"[70].

5. Le fondazioni di origine bancaria: *stockholders* atipici?

Le fondazioni di origine bancaria, quali soggetti operanti nel mercato dei capitali e, più specificamente, quali partecipanti in misura rilevante alla compagine sociale della banca conferitaria, si trovano in una posizione particolare.

5.1 *Primo profilo: la fondazione* stockholder

Sotto un primo profilo, prettamente formale, le fondazioni sono assimilabili a investitori istituzionali che detengano una partecipazione rilevante in un emittente quotato: esse traggono dal proprio patrimonio i mezzi per il conseguimento degli scopi previsti dallo statuto, in conformità delle disposizioni legislative e regolamentari.

Il patrimonio delle fondazioni, così come vogliono i principi basilari di gestione del rischio, deve essere diversificato in modo da ottenere «*adeguata redditività assicurando il collegamento funzionale con le loro finalità istituzionali ed in particolare con lo sviluppo del territorio*» (art. 7 d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153).

Sotto tale profilo, le fondazioni bancarie, anche per ciò che attiene più in particolare quella parte di patrimonio investita nella banca conferitaria (o soggetti che ne costituiscano continuità di rapporti giuridici) potrebbero semplicemente essere viste quali "stockholders", interessati alla maggiore redditività possibile dell'investimento, al fine della massimizzazione delle risorse da indirizzare nelle finalità istituzionali.

[70] *Ibid*., enfasi aggiunta.

5.2 *Secondo profilo: la fondazione stockholder avente cura (esclusiva) degli interessi degli* stakeholders

Sotto un diverso profilo, le fondazioni bancarie sono caratterizzate da uno *status* alquanto singolare: si tratta di soggetti privati deputati in via esclusiva alla cura di interessi di carattere generale. L'art. 2, comma 1, del d.lgs. 153/1999 prevede infatti che «*Le Fondazioni sono persone giuridiche private senza fine di lucro, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale. Perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico, secondo quanto previsto dai rispettivi statuti*».

Prosegue il secondo comma della disposizione citata che «*Le fondazioni, in rapporto prevalente con il territorio, indirizzano la propria attività esclusivamente nei settori ammessi e operano in via prevalente nei settori rilevanti, assicurando, singolarmente e nel loro insieme, l'equilibrata destinazione delle risorse e dando preferenza ai settori a maggiore rilevanza sociale*».

La cura degli interessi generali e, in particolare, del territorio, non è limitata al profilo della spesa. Si è ricordato che l'art. 7 del d.lgs. 153/1999, nel prescrivere la diversificazione del patrimonio delle fondazioni, richieda che esso sia impiegato «*assicurando*» il rispetto di due criteri:

(i) il "*collegamento funzionale con le loro finalità istituzionali*", ossia le finalità istituzionali prescelte dallo statuto, in conformità con le disposizioni legislative e regolamentari applicabili, e

(ii) "*in particolare con lo sviluppo del territorio*".

E' interessante sottolineare come il criterio di diversificazione non riguardi l'impiego delle rendite del patrimonio (disciplinate dal successivo articolo 8, "*Destinazione del reddito*"), bensì il momento, antecedente, dell'investimento del capitale finanziario della fondazione.

La fondazione, in altre parole, non opera a tutela degli interessi degli *stakeholders* e del territorio soltanto nella fase erogativa, bensì anche in quella, antecedente, delle politiche di investimento del patrimonio.

E' dunque in questo speciale ambito che, tenendo conto delle disposizioni legislative in materia di società per azioni, e delle disposizioni regolamentari relative al governo delle banche, deve essere ricostruito il rapporto tra fondazioni di origine bancaria e banca conferitaria: il che ci porta, per altro verso, a ricercare il connesso rapporto tra fondazioni e territorio.

6. La rilevanza del territorio nei rapporti tra fondazioni e banca conferitaria

6.1 *La funzione creditizia in relazione allo sviluppo economico del territorio*

Per lunga tradizione, che la crisi finanziaria ha rinverdito, la banca è da sempre attore primario dello sviluppo del territorio. Per quanto la tecnica informatica e la rete Internet ne abbiano modificato le abitudini, il mercato ha continuato e continua a reputare la diramazione della grande banca commerciale sul territorio, per il tramite delle filiali ossia degli "sportelli", ragione vera del suo successo.

E' vero che la stessa istruttoria delle domande di credito si può svolgere – e di fatto si svolge – anche con sistemi di trattazione a distanza, in genere centralizzati. Ma è altrettanto vero che la crisi ha messo in risalto le differenze fra un territorio e un altro, basti pensare al diverso suo impatto fra le realtà imprenditoriali del Nord e del Sud.

Proprio l'acuirsi delle differenze ha portato gli osservatori più accurati a considerare cruciale un approccio mirato al cliente, e alle sue necessità, che soltanto una rete *retail* con alto grado di penetrazione sul territorio è in grado di assicurare. Si rivela ancora oggi attuale, in definitiva, l'osservazione di Luigi Einaudi, secondo il quale per condurre una banca non può bastare l'apparato organizzativo – o tecnologico diremmo oggi –, in quanto " *tutto sarà vano* (…) *se non si possederà il fattore primo di successo di una banca: l'uomo*"[71].

[71] Così L. Einaudi, in "*Banche con aggettivi*", in Corriere della Sera, 23 agosto 1924, ora nella raccolta Il Buongoverno, Bari, 1954, pag. 181.

E' la conoscenza che la banca ha delle esigenze del territorio, e dunque delle famiglie e delle imprese che ne costituiscono la struttura portante, a consentire, specialmente in tempi di crisi, di distinguere caso da caso, e di non rallentare – o peggio inaridire – il sostegno del credito.

Su questo tema è tuttora aperto un dibattito combattuto sul filo dei dati quantitativi globali. Questi ultimi, ad avviso del sistema bancario[72], offrirebbero l'evidenza della infondatezza delle rimostranze sulla scarsità del credito in ispecie alle piccole e medie imprese. A quei dati sembra opporsi la rilevazione empirica di un diffuso disagio del quale si è reso interprete, fra gli altri, il Presidente della Consob[73].

Va segnalato, al riguardo, che il Bollettino della Banca d'Italia n. 58 del settembre 2009 riporta che: "*Il credito bancario al settore privato non finanziario continua a risentire sia di una ridotta domanda di finanziamenti da parte delle imprese, a causa della difficile congiuntura economica, sia di un orientamento ancora restrittivo dei criteri di offerta, seppure con segnali di attenuazione. In agosto i prestiti risultavano aumentati del 2,2 per cento rispetto allo stesso mese del 2008; un anno prima crescevano a tassi molto più alti, del 10 per cento circa. Al netto dei fattori stagionali, il credito in agosto ha ristagnato rispetto a tre mesi prima, come risultato di una contrazione dei prestiti alle imprese e di un aumento (modesto) di quelli alle famiglie. Qualità degli attivi e redditività delle banche hanno continuato a peggiorare; la raccolta ha ulteriormente rallentato. Sono migliorati i coefficienti patrimoniali dei maggiori gruppi bancari italiani*".

La discussione ha finito per concentrarsi sul ruolo funzionale delle banche, con il rischio di pericolosi equivoci.

---

72 Cfr. S. Tamburello, "*L'ABI: le banche stanno aiutando le imprese*", in Corriere della Sera, 14 settembre 2009, pag. 20.

73 "*Gran parte delle imprese medio-piccole, trama fondamentale del tessuto imprenditoriale italiano, trova difficoltà e potrebbe correre rischi di asfissia finanziaria. Si sta interrompendo un processo di ristrutturazione industriale del settore che negli anni scorsi aveva cominciato a produrre risultati incoraggianti in termini di produttività e competitività internazionale.*" (Cfr. Discorso del Presidente Lamberto Cardia, all'Incontro annuale con il mercato finanziario, Milano, 13 luglio 2009, consultabile a: *http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/*).

Da un lato si è evocata una possibile ricostruzione del concetto di banca quale "*impresa sociale*"[74], con il rischio, si è sostenuto, di una deriva verso il "credito facile". Affermazione affrettata, che sembra poco attenta al portato della grande tradizione delle Casse di Risparmio che proprio nella componente sociale hanno visto il segreto della loro straordinaria longevità.

Dall'altro lato taluno scorge nelle posizioni critiche verso la rigidità del sistema nella erogazione del credito, e nel richiamo al rilevo pubblicistico della erogazione del credito, una pericolosa tendenza a malcelate derive stataliste.

In realtà – e proprio per evitare equivoci – la discussione potrebbe più efficacemente concentrarsi sui "modelli di banca" che nell'esperienza empirica sembrano dominare la scena nel nostro Paese.

E' dato infatti riscontrare un primo modello, tipico della grande banca estesa all'intero territorio, basato sull'accentramento decisionale della erogazione presso strutture di governo centrale, con limitata capacità erogativa affidata alle unità territoriali.

Un secondo modello, che con qualche approssimazione potremmo definire, per comodità, come "modello federale", tipico del credito cooperativo e delle banche popolari, è basato invece sulla maggiore autonomia territoriale, e sulla conseguente valorizzazione delle relative professionalità, allo scopo di mantenere il più stretto contatto con il "cliente", nelle sue molteplici declinazioni e con le sue molteplici esigenze che, tendenzialmente, devono trovare ascolto e soluzione presso le unità territoriali.

I fautori del "modello centralistico" ne assumono la maggiore efficienza sia in termini di allocazione dei costi sia per la capacità di offrire servizi adeguati, ma si scontrano con le posizioni critiche e "*…prima fra tutte quella di non avere sempre saputo guardare con la dovuta attenzione al territorio, al principio di prossimità agli utenti piccoli e alle*

---

[74] Una attenta analisi delle posizioni in campo si può leggere nell'intervento di G.M. Flick, "*Funzione e servizio pubblico del credito: … a volte ritornano*", al Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile del Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale, Courmayeur, 25-26 settembre 2009.

famiglie, come dimostra la polemica ricorrente nei confronti di un ceto bancario ritenuto molto più disponibile a farsi coinvolgere nella gestione della crisi e del salvataggio per grandi gruppi (...) che non a seguire piccoli e medi imprenditori o famiglie, in difficoltà provocate dalla crisi finanziaria ed economica generale."[75]

I sostenitori del "modello federale" ne affermano la capacità di interpretare al meglio le esigenze del territorio senza scapito per la qualità del credito, spesso ergendosi anche a difesa di realtà bancarie dotate di forte specificità che, pur con il passaggio sotto il controllo di grandi gruppi bancari, dovrebbero essere adeguatamente preservate a tutto vantaggio del territorio e, a ben vedere, dello stesso gruppo bancario di appartenenza. Essi si scontrano, però, con l'obiezione dei "centralisti" secondo cui, seguendo questa via, sarebbe evidente il rischio della perdita di efficienza, con maggiori difficoltà nel controllo dei costi.

Non è questa la sede per una presa di posizione su questioni che meritano adeguato approfondimento, anche se la mia personale e istintiva inclinazione si riporta all'apologo di Einaudi sulla figura del "direttore" di una grande banca come quella di colui che "*Riceveva i clienti in piedi; li faceva parlare ed in quindici minuti li giudicava. Non accadde mai che si sbagliasse*"[76] . Desidero tuttavia apportare un piccolo contributo alla discussione rilevando che le fondazioni di origine bancaria, proprio in quanto investitori istituzionali di lungo periodo attente allo sviluppo del territorio, non sono voraci. Esse non antepongono la massimizzazione dei profitti, ossia del dividendo atteso, alla auspicabile salvaguardia del capitale umano, contro la logica che vede *in primis* nel contenimento dei costi del personale la valvola di sicurezza per assicurare, anche in tempi difficili, la soddisfazione piena degli azionisti e del mercato.

---

[75] Così G.M. Flick, cit. (nt. 74), sub § 9.

[76] L. Einaudi, cit. (nt. 71).

6.2 *Perseguimento dell'interesse sociale e contemperamento di interessi diversi di cui sono portatori gli azionisti*

Chiediamoci ora in quale misura sia possibile il contemperamento di questa "duplice natura" delle fondazioni di origine bancaria da parte degli organi sociali della banca conferitaria, alla luce della funzione creditizia e in relazione allo sviluppo economico del territorio.

Una possibile chiave di lettura discende dalla ricostruzione della nozione di interesse sociale[77].

Il nucleo della questione, sotto questo profilo, non è tanto quello del perseguimento, da parte degli amministratori di interessi "altri" rispetto a quelli degli azionisti (alludo agli interessi dei creditori, dei fornitori, e, in generale, delle comunità territoriali in cui la società si trovi ad operare)[78, 79].

Si tratta, piuttosto, proprio del contemperamento, da parte degli amministratori, dei plurimi interessi di cui siano portatori *gli azionisti*; la compagine sociale, infatti, è luogo

---

[77] Il tema dell'interesse sociale, affrontato nella celebre opera di Pier Giusto Jaeger, "*L'interesse sociale*", Giuffrè, Milano, 1964, è stato oggetto di ampio dibattito nel recente convegno su "L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e tutela degli stakeholders" in memoria di Pier Giusto Jaeger, svoltosi a Milano il 9 ottobre 2009.

[78] Il tema della considerazione (anche) degli interessi dei c.d. "*stakeholders*" è tema "classico" nella ricostruzione del ruolo della *corporation* d'oltreoceano (almeno) fin in dal lontano caso *Dodge v. Motor Ford Co.*, 70 N.W. 668 (Mich. 1919) (in materia di dividendi). Il tema è "tornato d'interesse" negli anni '80 dato il suo rilievo nell'ambito dell'adozione di tecniche difensive: v., infatti, il celebre caso *Unocal Corp.* v. *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) in cui Justice Moore, pur partendo dall'affermazione " ... the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interest of the corporation's stockholders. Gurth. v. Loft, Inc., Del. Supr., 5 A.2d 503, 510 (1939)", poi chiarisce che la valutazione della "ragionevolezza" della tecnica di difesa in relazione alla minaccia rappresentata dall'offerta ostile " ... entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include: inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, *the impact on "constituencies" other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally),* the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange. *See* Lipton and Brownstein, *Takeover Responses and Directors' Responsibilities: An Update,* p. 7, ABA National Institute on the Dynamics of Corporate Control (December 8, 1983)." (enfasi aggiunta). Sul punto v. W. T. Allen, "*Our schizophrenic conception of the business corporation*", 14 CARDOZO L. REV. 261, 273. (1992).

[79] Nello stesso senso M. Libertini, "*Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*", in *Riv. Soc.*, 2009, pagg. 1 e ss., e *ivi* alle pagg. 28-29.

in cui si incontrano istanze anche diverse soprattutto per ciò che attiene gli orizzonti temporali dell'investimento.

Come ricordato, il paradigma della creazione di valore per una "indifferenziata" compagine sociale[80], tendenzialmente dispersa e inerte di fronte alle scelte degli amministratori, sta lasciando il posto all'emergere di una diversa concezione che privilegia non solo la redditività a breve termine dell'impresa, ma anche – con una evidente componente sociale – il giusto rapporto con le istanze variamente rappresentate nel capitale, in un'ottica di miglioramento, nel medio/lungo periodo, della redditività e del valore della partecipazione sociale[81].

7. Quasi una conclusione: la concertazione e i patti di stabilità

Le fondazioni bancarie hanno attraversato la fase di emergenza della crisi finanziaria consolidando la loro funzione stabilizzatrice delle società bancarie conferitarie. In particolare esse, data la loro natura di soci-*stakeholder*, sono chiamate a monitorare – per rispondere a tale loro vocazione – l'evolversi del modello di impresa adottato dalla banca partecipata, data la sua ricaduta sullo sviluppo economico del territorio.

In questa direzione si coglie la duplice azione delle fondazioni: da un lato l'intervento diretto per il tramite della politica di erogazione nei settori rilevanti[82], dall'altro l'orientamento, nei limiti che possono appartenere a uno *stakeholder*, del modello di impresa della banca conferitaria alla promozione dello sviluppo economico del territorio.

---

80 Vi sono ipotesi (per così dire) "tipiche" di frammentazione degli interessi di cui gli azionisti sono portatori: si pensi alla necessità di approvazione da parte degli appartenenti alla categoria interessata delle deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di una categoria di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi: art. 2376, comma 1, cod. civ.

81 La nozione di «*redditività e valore della partecipazione sociale*» ha fatto la sua comparsa nel nostro ordinamento con l'introduzione dell'art. 2497 cod. civ. ad opera della riforma del diritto societario (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6).

82 Ci riferiamo al concetto di settore rilevante come definito dall'art.1, comma 1, lett. *d*) del d. lgs. n. 153/99

Soprattutto in questo particolare frangente congiunturale, acquista dunque grande valenza perseguire, nel rispetto dei reciproci ruoli e attribuzioni[83], e negli stretti confini segnati dalla disciplina che tutela la protezione delle informazioni riservate[84], una pur necessaria comunanza di fondo di modelli e di obiettivi fra fondazioni socie e banca conferitaria.

Si può parlare, a proposito della concertazione fra investitori istituzionali e banche, di *concertazione verticale*, per distinguerla dalla concertazione *orizzontale* che si può attuare fra le fondazioni origine bancaria che partecipano alla medesima banca. La funzione stabilizzatrice, infatti, per essere adeguatamente svolta suggerisce, anche sulla base delle evidenze empiriche, la creazione di strutture coalizionali, fra le fondazioni bancarie, volte ad assicurare stabilità di governo alla banca partecipata.

Si tratta di coalizioni beninteso non finalizzate al controllo della società, ma semplicemente volte ad assicurare la formazione di un assetto di governo stabile ed efficiente e destinate quindi a esaurire i loro effetti *uno actu*, ossia al momento della elezione degli organi della banca (consiglio di amministrazione ovvero di sorveglianza a seconda del modello di amministrazione e controllo adottati).

E' noto peraltro che le fondazioni di origine bancaria non sembrano vedere con simpatia la stipulazione di formali patti parasociali fra loro, preferendo piuttosto – memori di antiche diatribe – la creazione di strutture coalizionali informali[85], per evitare che, emergendo il patto, ci si esponga anche solo al sospetto che si intenda dare vita a forme di controllo sulla banca conferitaria proibite dall'art. 6 del d. lgs. 153/99.

Ma in questo modo, se si affermasse una pratica non trasparente, si finirebbe per sacrificare, sull'altare di una mal posta prudenza, e oltretutto perfino in presenza di patti parasociali di mera stabilità, ossia non aventi ad oggetto il controllo della società

---

83 Codice di Autodisciplina (2006), Principio 11.P.2.

84 V. supra, nota 25.

85 Uso questa locuzione nel senso indicato da M. Bianchi e M. Bianco, cit. (nt. 33), pag. 6, e *ivi* alla nt. 11.

bancaria nei termini descritti dall'art. 6 del d. lgs. 153/99, il primario dovere giuridico di *disclosure* al mercato (art. 122 TUF).

Del resto su questa materia l'attenzione è costante. Da parte dell'Autorità di vigilanza sulle fondazioni (la Direzione del Tesoro presso il MEF) riguardo all'osservanza della disciplina in tema di partecipazioni di controllo; e da parte della Consob, con il presidio – nel caso di inosservanza della disciplina di cui all'art. 122 TUF – della sanzione di nullità del patto e della sospensione del diritto di voto (commi 3 e 4 della citata disposizione di legge)[86].

Ho accennato al tema della concertazione, sia verticale sia orizzontale, per sottolineare la rilevanza dei comportamenti virtuosi cui sono chiamate le fondazioni di origine bancaria, specialmente in temperie di crisi. Tanto più le loro condotte saranno, come loro costante costume, trasparenti e rispettose delle regole, tanto meno credito troverà la stanca litania della loro asserita autoreferenzialità.

In definitiva la crisi che stiamo attraversando è stata prima di tutto "delle regole", ossia delle leggi. Inosservate quanto inefficienti. Tanto da creare uno spazio, spesso evocato, per le ragioni dell'etica[87]. Dunque pur sempre ragioni ispirate a "leggi", ma non imposte dall'esteriore, bensì kantianamente[88] provenienti dall'interiore.

Di queste leggi e di questa etica siamo tutti chiamati a essere osservanti.

---

86 La Consob, nel caso di riscontrata violazione degli obblighi di cui all'art. 122 TUF applica comunque le sanzioni amministrative di cui all'art. 193, comma 2, TUF.

87 V. il richiamo nell'Intervento di Anna Maria Tarantola, citato sopra in nota 1, alla pag. 19.

88 V., per più di uno spunto in questo senso, Hadot, "*Exercises spirituels et philosophie antique*", Albin Michel, Paris, 2002, pag. 389. L'intera opera è altamente raccomandabile.