

Le fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo

di Vincenzo Calandra Buonaura

Scritto per il Gruppo di lavoro di ASTRID sulle fondazioni di origine bancaria

17 febbraio 2010

1. Gli investimenti azionari delle fondazioni bancarie

Nella gestione del patrimonio delle fondazioni bancarie l'investimento azionario costituisce una componente di assoluto rilievo.

Da una recente indagine conoscitiva condotta dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato⁽¹⁾ emerge che le fondazioni sono presenti con partecipazioni rilevanti in 26 delle maggiori banche italiane rappresentative del 57,2% del totale dell'attivo delle 83 banche oggetto dell'indagine e che tali partecipazioni rappresentano una quota di assoluta preminenza del valore del patrimonio complessivo di ciascuna fondazione, collocandosi mediamente intorno al 50%, ma raggiungendo, in taluni casi, il 90% di tale valore.

A questo dato, certamente sottostimato in quanto non considera, per le società quotate, le partecipazioni inferiori al 2% e talune partecipazioni detenute in via indiretta, e per quelle non quotate, la presenza delle fondazioni nelle piccole banche, vanno aggiunti le quote nella Cassa depositi e prestiti ed altri investimenti azionari, di importo meno rilevante, ma comunque significativo, in società finanziarie e assicurative e nel settore delle *utilities* e dei servizi locali.

Le partecipazioni bancarie riguardano essenzialmente, anche se non esclusivamente, la banca conferitaria (o quella in cui la banca conferitaria è confluita a seguito di operazioni di concentrazione) e, dopo le riduzioni effettuate in adempimento all'obbligo di dismissione del controllo sancito dall'art. 6, comma 4°, D.Lgs. 17 maggio 1999, n. 153 (Legge Ciampi) e/o determinate dai concambi delle fusioni delle banche conferitarie, sono rimaste, negli ultimi anni, sostanzialmente stabili e di entità tale da consentire alle fondazioni, singolarmente o congiuntamente ad altre, di mantenere una significativa influenza sulle decisioni assembleari e sulla *governance* della banca.

Dal quadro delineato dall'indagine dell'Autorità Garante, si desume, pertanto, che nella gestione del patrimonio le fondazioni bancarie hanno operato di fatto come investitori istituzionali interessati ad instaurare o mantenere, con le società partecipate, un rapporto tendenzialmente stabile, in una prospettiva di massimizzazione del rendimento dell'investimento nel lungo termine.

⁽¹⁾ AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *La corporate governance di banche e compagnie di assicurazione* (IC 36), marzo 2009.

A prescindere da ogni valutazione, sul piano economico, della bontà e correttezza di queste scelte di investimento (per lo più decisamente premiate negli anni passati per la redditività e la crescita di valore delle attività finanziarie in genere e di quelle bancarie in particolare, come, invece, inevitabilmente penalizzate dalla recente crisi finanziaria), la situazione descritta induce ad una riflessione sul ruolo delle fondazioni bancarie quali investitori, allo scopo di verificare: (i) se la loro presenza, quali soci stabili, nelle società partecipate costituisca una anomalia o abbia svolto e possa continuare a svolgere una funzione positiva; (ii) se, con riguardo alle partecipazioni bancarie, tale presenza sia compatibile con i fini istituzionali e la disciplina che ne regola l'attività; (iii) se l'influenza che, quali soci stabili e rilevanti, le fondazioni sono in grado di esercitare sulla *governance* della partecipata richieda l'adozione spontanea o l'imposizione in via regolamentare di standard comportamentali adeguati e rispettosi delle logiche di mercato e degli interessi degli altri *stakeholders*.

Questa riflessione si ricollega, del resto, al dibattito che ha accompagnato il processo di privatizzazione del sistema bancario italiano ed il passaggio dagli enti conferenti alle fondazioni che, fin dall'origine, è stato contrassegnato da una netta contrapposizione tra i sostenitori della necessità di affrancare le banche da ogni influenza da parte delle fondazioni e coloro che valutano in termini positivi la permanenza delle fondazioni nel capitale delle banche, non più nella veste di controllanti, ma quali soci istituzionali di lungo termine, interessati ad una crescita di valore dell'investimento sostenibile nel tempo.

Prima che la Legge Ciampi prevedesse l'obbligatoria dismissione del controllo delle banche e, nel contempo, riconoscesse la natura privatistica delle fondazioni bancarie, la presenza di queste ultime, in qualità di controllanti, era considerata "un elemento di anomalia nella *corporate governance* delle banche"⁽²⁾ in quanto espressione di quella proprietà "pubblica" cui veniva attribuita la principale responsabilità dell'arretratezza e dell'inefficienza del nostro sistema bancario e il cui superamento veniva invocato come condizione indispensabile a consentirne un allineamento alle logiche di mercato e alle regole di efficienza, competitività e creazione di valore per gli azionisti che ne conseguono. Ma, anche in quel contesto, non mancavano opinioni inclini a ritenere che le fondazioni, liberate dal "fardello" del controllo, potessero svolgere, quali azionisti di minoranza qualificata e investitori interessati alla remunerazione del capitale e alla valorizzazione dell'investimento in vista del perseguimento dei propri fini di utilità sociale, una positiva funzione di monitoraggio sull'efficienza e la redditività della gestione⁽³⁾.

Le incompatibilità, relative al mantenimento del controllo ed alla partecipazione degli esponenti delle fondazioni agli organi delle banche conferitarie, sancite dalla Legge Ciampi e ribadite e precisate nella successiva disciplina legislativa e regolamentare (l'art. 11, l. 28/12/2001, n. 448 e i

⁽²⁾ Così BIANCHI, DI BATTISTA e LUSIGNANI, *Assetto proprietario e performance delle banche italiane*, Atti del Convegno su "Assetti proprietari e "corporate governance" delle banche italiane: problemi e prospettive", Bologna, 24 ottobre 1997, in *Banca, impr. soc.*, 1998, p. 99 ss. e 108.

⁽³⁾ In questo senso v., nel citato Convegno di Bologna, gli interventi di TONVERONACHI, *Regolamentazione, vigilanza e assetti proprietari nel controllo societario delle banche*, op. cit., p. 71 e CALANDRA BUONAURA, *Struttura proprietaria e governo delle banche*, op. cit., p. 200.

D.M. 2/08/2002, n. 217 e 18/05/2004, n. 150), non hanno inciso sulla possibilità delle fondazioni di conservare quote di minoranza nelle banche continuando, in tal modo, ad alimentare il dibattito sul ruolo che le fondazioni possono svolgere in questa loro nuova veste. Ed anche la contraddittoria vicenda dell'introduzione e della successiva abrogazione del divieto di esercizio del diritto di voto oltre il 30% del capitale rappresentato da azioni ordinarie è sintomatica dei contrasti esistenti in merito all'opportunità di consentire alle fondazioni di esercitare una significativa influenza sulla *governance* delle banche⁽⁴⁾.

Fermo restando il generale riconoscimento della possibilità, per le fondazioni bancarie, di detenere partecipazioni non di controllo in società diverse da quelle strumentali, con l'unico vincolo dell'adeguata redditività e della diversificazione del rischio (art. 7, comma 1°, D.Lgs. 17/5/1999, n. 153 e succ. modific.) e senza uno specifico legame con il perseguimento degli scopi della fondazione, trattandosi si attività di gestione del patrimonio⁽⁵⁾, una parte della dottrina ha ritenuto di individuare nella partecipazione "influyente" nelle banche quelle stesse ragioni di opportunità che hanno indotto il legislatore ad imporre la dismissione del controllo: la natura "ambigua" delle fondazioni bancarie che, nonostante la formale qualifica di "persone giuridiche private", continuano a conservare significativi connotati pubblicistici⁽⁶⁾; il rapporto con gli enti locali che le rende particolarmente permeabili ad influenze di natura politica⁽⁷⁾; l'assenza di una responsabilità verso il mercato delle proprie scelte di investimento che ne comporta una sostanziale autoreferenzialità e la mancanza di trasparenza nell'esercizio dei diritti amministrativi derivanti dalla partecipazione⁽⁸⁾; il rischio di una ingessatura degli assetti proprietari che sia di ostacolo ad una maggiore contendibilità ed efficienza⁽⁹⁾.

⁽⁴⁾ Il limite all'esercizio del diritto di voto venne introdotto dall'art. 7, l. 28/12/2005, n. 262 ed abrogato dall'art. 4, comma 1°, d.lgs. 29/12/2006, n. 303. Sul punto v. CATELANI, *Alcune considerazioni in merito alla sterilizzazione dei voti delle fondazioni nelle assemblee delle banche conferitarie*, in *Il Risparmio*, 2006, n. 1, p. 53 ss.

⁽⁵⁾ Cfr. G. MUCCIARELLI, *Attività e impresa nelle fondazioni bancarie*, Milano, 2005, p. 115 ss.; nello stesso senso PORTALE, *Fondazioni "bancarie" e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 32.

⁽⁶⁾ V. in proposito in partic. PAGLIARI, *Le fondazioni bancarie*, Milano, 2004, p. 252 ss. che giunge persino ad ipotizzare, nella inclusione "o*pe legis*" delle fondazioni bancarie tra le persone giuridiche private, una violazione del principio di uguaglianza e del principio di ragionevolezza sanciti dall'art. 3 Cost. dovuta alla contraddittorietà della disciplina "che, senza giustificazione alcuna del dato normativo sostanziale qualifica (le fondazioni bancarie) come persone giuridiche di diritto privato speciale, a fronte di una regolamentazione marcatamente pubblicistica".

Un profilo di particolare rilievo di questa ambiguità viene individuato nell'assoggettamento alla vigilanza di un organo politico qual è il Ministero del Tesoro (oggi dell'Economia e delle Finanze):v. in proposito AMOROSINO, *Le Casse di Risparmio e le fondazioni bancarie fra dirigismo amministrativo ed autonomia privata*, in *La riforma legislativa sulla natura e sull'attività delle fondazioni bancarie*, a cura di Restuccia, Milano, 2003, 53 ss.; CLARICH e PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente no profit*, Bologna, 2001, p. 119 ss.; COSTI, *Le linee di politica legislativa del decreto 153/99*, in *Banca, impr. soc.*, 2000, p. 121; GRIPPA, *Sulla "sana e prudente gestione" delle fondazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 574 ss.

⁽⁷⁾ In questo senso v. M. SANDULLI, *Le attività di investimento delle Fondazioni bancarie*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, p. 39 s.

⁽⁸⁾ V. in questo senso COSTI, *Fondazioni e banche, quel legame che non si spezza* (2007), in *www.lavoce.info*. Il medesimo rilievo critico è stato di recente ribadito dall'a., seppure in termini più problematici e senza disconoscere il ruolo positivo svolto dalle fondazioni in particolare nel corso della crisi finanziaria, nell'intervento al Convegno su "*Fondazioni bancarie e governance delle banche*" tenutosi a San Miniato il 23 ottobre 2009, i cui atti sono in corso di pubblicazione.

⁽⁹⁾ Così DINI, *Banche aperte e credito facile*, in *Il Sole - 24 ore* del 24/11/2009, p. 14.

Non mancano, per contro, sostenitori dell'opportunità del mantenimento della presenza delle fondazioni nel capitale delle banche quale socio stabile, orientato ad uno sviluppo sostenibile⁽¹⁰⁾ e "più affidabile, come investitore di medio e lungo periodo, della gran parte dei possibili azionisti di riferimento degli istituti di credito, essendo meno di altri interessato a spremere dalla banca il massimo profitto, a realizzare il massimo *capital gain* nel breve termine"⁽¹¹⁾.

La partecipazione delle fondazioni al capitale delle banche continua, pertanto, ad essere oggetto di un acceso dibattito che coinvolge, da un lato, la natura stessa e il ruolo delle fondazioni bancarie, quali peculiari investitori istituzionali o enti votati esclusivamente al perseguimento di finalità sociali e, dall'altro, il tema degli assetti proprietari, dello sviluppo e dell'efficienza del nostro sistema bancario.

A me pare che un contributo a questo dibattito possa venire dall'analisi del ruolo che viene assegnato agli investitori istituzionali, nel moderno diritto societario, delle norme e dei principi di *corporate governance* che tendono a favorirne l'attivismo e delle indagini empiriche che ne hanno studiato i comportamenti allo scopo di verificare se le fondazioni bancarie, quali soci istituzionali, presentino quelle caratteristiche che le collocano tra gli investitori che possono svolgere una funzione positiva nella *governance* della società partecipata, se l'esercizio di tale funzione incontri ostacoli o limitazioni nella vigente normativa e quali siano le condizioni che possano garantirne un corretto ed efficace svolgimento.

2. Il ruolo degli investitori istituzionali nella *governance* delle società quotate.

La tendenza a valorizzare il ruolo e a favorire l'attivismo degli investitori istituzionali attraverso un rafforzamento dei loro diritti di *voice*, nell'intento di controbilanciare il potere dei *managers* ed introdurre meccanismi di controllo volti a garantire una più corretta *governance* delle società per azioni, costituisce un tratto comune delle più moderne ed avanzate regolamentazioni societarie. Senza la pretesa di tracciare un quadro comparatistico, si possono menzionare, per quanto riguarda gli Stati Uniti, i provvedimenti adottati dalla SEC per facilitare il ricorso alle deleghe di voto e la *Voting Disclosure Regulation* diretta ad imporre agli investitori (ed in particolare ai fondi comuni) di comunicare la loro *policy* di voto e il loro *voting record*: provvedimenti chiaramente rivolti ad incentivare l'esercizio del diritto di voto e a favorire il coordinamento e l'azione collettiva con gli altri investitori e, nello stesso tempo, a svelare l'esistenza di eventuali conflitti di interesse. Inoltre, la possibilità concessa agli azionisti di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno e di formulare proposte da sottoporre al voto assembleare la cui deliberazione, anche quando non abbia natura vin-

⁽¹⁰⁾ SAPELLI, *Fondazioni bancarie e fondazioni non profit, localismo virtuoso e capitalismo temperato: una interpretazione dinamica*, in *Il Risparmio*, 2001, n. 1 p. 21.

⁽¹¹⁾ Così BASSANINI, *Le fondazioni di origine bancaria, il sistema creditizio e la Repubblica della sussidiarietà*, Atti del 20° Congresso Nazionale delle Fondazioni di origine bancaria e delle Casse di Risparmio, Bolzano, 22-23 giugno 2006, in *Il Risparmio - Suppl. 2 - 2007*, p. 38.

V. inoltre di recente l'intervento del Presidente della Compagnia di San Paolo A. BENESSIA, *Le fondazioni bancarie di fronte alla crisi finanziaria: prime riflessioni* al Convegno della Fondazione A. Colocci, Jesi, 17 ottobre 2009, pubblicato in *Banca, impr. soc.*, 2009, p. 357 ss.

colante (*precatory resolutions*), può costituire un'arma di pressione nei confronti del *board* perchè si adegui.

Per quanto riguarda l'Unione Europea, l'intento di rafforzare il ruolo degli azionisti, ed in particolare degli investitori istituzionali che in modo più consapevole ed organizzato possono avvalersi dei diritti di *voice*, ha ispirato la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. La Direttiva, muovendo dalla premessa inserita nei "considerando" che "un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario" e che, di conseguenza, è necessario che siano introdotte "norme minime volte a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole ed effettivo dei diritti degli azionisti", prevede, tra l'altro, un rafforzamento della informazione pre-assembleare (art. 5), il diritto degli azionisti detentori di una partecipazione qualificata (ma con partecipazione minima non superiore al 5%) di iscrivere punti all'ordine del giorno dell'assemblea, a condizione che ciascuno di questi punti sia corredato di una motivazione o di una proposta di delibera e "di presentare proposte di delibera sui punti che figurano o figureranno all'ordine del giorno dell'assemblea" (art. 6), la partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici (art. 8) e il voto per corrispondenza (art. 12), l'agevolazione del voto per delega (art. 11) e l'eliminazione di taluni impedimenti all'esercizio del diritto di voto (art. 13)⁽¹²⁾.

Per quanto riguarda la legislazione domestica, all'intento di favorire ed incentivare l'attivismo degli investitori istituzionali era dichiaratamente ispirata la disciplina relativa ai diritti delle minoranze azionarie introdotta dal TUF (D.Lgs. 24 febbraio 1995, n. 58, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). La riforma societaria del 2003, enfatizzando in modo eccessivo l'autonomia dell'organo amministrativo (enfasi di cui francamente non si avvertiva la necessità), pur non tradendo tale intento, non si può dire che abbia rappresentato un progresso nella direzione del rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali. Ma alcune novelle introdotte successivamente sia alla disciplina codicistica (es. l'abbassamento al quarantesimo del capitale sociale del *quorum* richiesto per la proposizione dell'azione di responsabilità della minoranza: art. 3, comma 1°, lett. b), l. 28/12/2005, n. 262) che a quella del TUF ad opera della legge per la tutela del risparmio 28/12/2005, n. 261 e del D.Lgs. 29/12/2006, n. 303 (che hanno introdotto e regolato l'amministratore di minoranza) e dell'art. 4, l. 28/12/2005, n. 262 (che ha previsto la possibilità dell'integrazione dell'ordine del giorno su richiesta dei soci che rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale) confermano la volontà del legislatore di rafforzare i diritti e i poteri di intervento delle minoranze nella convinzione che di tale strumentazione possano avvalersi in particolare gli investitori istituzionali in grado di raggiungere le percentuali di capitale necessarie per la loro attivazione.

⁽¹²⁾ Per un commento della Direttiva 2007/36/CE (pubblicata in G.U.U.E., L 184 DEL 14/7/2007) v. ABRIANI e SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia del terzo millennio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, n. 4, p. 140 ss. Sul progetto di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva v. un breve commento in *Riv. soc.*, 2009, p. 1200 ss.

Un (per vero sorprendente) apprezzamento della funzione che i soci istituzionali possono svolgere quali *gatekeepers* nell'interesse di tutti gli azionisti viene anche dalla proposta di revisione del *Combined Code on Corporate Governance* del *Financial Reporting Council* elaborata dal gruppo coordinato da Sir David Walker su incarico del Primo Ministro Inglese⁽¹³⁾. Un intero capitolo della Walker Review è dedicato al ruolo degli *institutional shareholders* e alle raccomandazioni su come favorire ed incentivare il coinvolgimento e l'impegno dei soci istituzionali ed, in particolare, degli investitori interessati ad una creazione di valore di lungo termine, nella *governance* delle società partecipate e su come accrescerne l'influenza sulle scelte strategiche assunte dal *board* anche mediante la previsione di un canale istituzionale di dialogo tra il *board* e i maggiori azionisti⁽¹⁴⁾.

Alla base di questa rivalutazione anglosassone del ruolo degli azionisti stabili - cui viene dichiaratamente attribuita una valenza generale anche al di fuori dell'ambito delle *financial institutions* - c'è la constatazione dei limiti palesati dal modello della *public company* sul piano della capacità di prevenire ed affrontare la crisi.

Per quanto riguarda la prevenzione, la gravità della crisi che ha colpito le *public companies* americane e inglesi (non solo le banche, ma anche colossi industriali e assicurativi come General Motors e AIG) ha dimostrato come nè le regole di *corporate governance* considerate più avanzate ed efficienti, nè i sistemi di controllo interno (ed, in particolare, la presenza degli amministratori indipendenti) nè il monitoraggio di un mercato sempre più orientato all'ottenimento di risultati di breve periodo siano stati in grado di limitare efficacemente l'autoreferenzialità dei *managers* e la loro tendenza all'assunzione di strategie sempre più aggressive e rischiose. Relativamente alla capacità di fare fronte alla crisi, è apparso evidente come la mancanza di un nocciolo duro di azionisti stabili, investitori di lungo periodo, abbia lasciato queste società completamente in balia di un mercato dominato dalla speculazione e dalla paura che ne ha aggravato il dissesto ponendole di fronte all'alternativa tra il fallimento ed il ricorso ad un aiuto di stato che ha assunto i connotati formali o sostanziali di una vera e propria nazionalizzazione, seppure concepita, almeno nelle intenzioni, come provvisoria.

La crisi ha ampiamente dimostrato che il comportamento del mercato non costituisce un sicuro ed efficace correttivo allo strapotere dei *managers* ed una reale garanzia di efficienza della gestione. Anzi, la pressione di un mercato sempre più orientato all'ottenimento di risultati di breve periodo, alimentata dalle manovre speculative dei fondi *hedge*, dalle ansie di *performance* dei fondi comuni e da valutazioni degli analisti spesso ispirate ad una concezione molto miope del principio del "*sha-*

⁽¹³⁾ D. WALKER, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, 16 luglio 2009, in http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709. La versione definitiva edita recentemente (26 novembre 2009) reperibile su: http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf) non contiene sostanziali modifiche per quanto riguarda il ruolo dei soci istituzionali.

⁽¹⁴⁾ D. WALKER, *op.cit.*, Chapter 5, dove si afferma che: "*a more productive and informed relationship between directors and shareholders should help directors to better manage the company's affairs*" e, inoltre, che "*responsibility on the side of the board for ensuring that the board is accessible to major shareholders, that the channel of engagement is open and that appropriate substantive engagement is achieved is primarily that of the chairman*" e che "*the criterion of 'major' shareholders in this context should have regard not only to size of holding but also to what Mc Kinsey have described as 'intrinsic' investors that undertake rigorous due diligence of the ability of the company to create long term value*".

reholder value” (quando non vizzate da conflitti di interesse), coniugandosi pericolosamente con sistemi di remunerazione dei *managers* misurati anch’essi su obiettivi di breve termine, ha favorito l’adozione di strategie volte all’immediata valorizzazione delle azioni e del loro rendimento a discapito della tenuta e della stabilità dei risultati conseguiti. Come è stato giustamente osservato, negli anni che hanno preceduto la crisi, le banche che maggiormente ne hanno patito le conseguenze avevano realizzato ingenti profitti che, in quanto basati su una irragionevole e malvalutata assunzione di rischi, si sono dimostrati effimeri, per non dire inesistenti⁽¹⁵⁾.

D’altra parte, una strategia basata essenzialmente sull’*exit* si è dimostrata non in grado di tutelare in maniera adeguata l’interesse degli investitori. Ai pochi che hanno saputo prevedere la crisi ed attuare per tempo una *selling strategy* si contrappone la gran massa di coloro che ne hanno subito le conseguenze e, con i loro comportamenti, hanno contribuito accentuarne gli effetti sistemici. Mi riferisco, in particolare, ai sistemi di *stop loss* dei fondi comuni, alla necessità degli *hedge funds* di rientrare dall’indebitamento, alle manovre speculative al ribasso e alle operazioni di copertura realizzate mediante vendite allo scoperto che hanno decisamente contribuito a deprimere i corsi dei titoli, penalizzando, tra l’altro, i titoli più liquidi a prescindere da ogni valutazione di merito e pregiudicando, in tal modo, anche l’equilibrio degli emittenti più solidi e meno impattati, sul piano patrimoniale, dalla crisi.

3. Gli ostacoli all’attivismo degli investitori istituzionali.

Nonostante l’esistenza di un quadro normativo complessivamente favorevole all’attivismo degli investitori istituzionali, gli studi e le indagini empiriche che ne hanno analizzato i comportamenti concordano nel rilevare come alla sempre maggiore crescita del peso di detti investitori nel capitale delle società quotate non corrisponda una altrettanto significativa influenza sulla *governance* delle società partecipate.

Se si esclude un certo dinamismo manifestato dagli *hedge funds*, particolarmente negli Stati Uniti, ma recentemente anche in Europa, non si può dire che il comportamento tenuto dagli investitori istituzionali sia stato corrispondente alle attese, anche in situazioni che avrebbero dovuto incentivare strategie interventiste, confermando, nei fatti, la tesi di coloro che, criticando il diffuso convincimento che l’attivismo degli investitori istituzionali possa rappresentare un efficace strumento di riduzione dei costi di agenzia derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo, ritengono che la riluttanza degli investitori ad utilizzare maggiormente i loro diritti di *voice* costituisca un comportamento razionale⁽¹⁶⁾.

La principale ragione di questa “apatia razionale” viene ravvisata nell’elevato costo che i fondi comuni e i fondi pensione dovrebbero sostenere per intraprendere una strategia volta a realizzare un efficiente monitoraggio della gestione delle società partecipate ed un più consapevole ed efficace

⁽¹⁵⁾ V. in tal senso ONADO, *I nodi al pettine*, Roma - Bari, 2009, p. 115.

⁽¹⁶⁾ La tesi dell’“apatia razionale” degli investitori istituzionali, formulata da EASTERBROOK e FISCHER, *L’economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 104 s. è stato recentemente ripresa e ribadita da BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, (2005), UCLA - Law Working Papers Series 05-20.

esercizio del diritto di voto e degli altri diritti di *voice*. Costo che inciderebbe sul risultato dal portafoglio gestito senza avere una sicura compensazione in vantaggi economicamente valutabili e, comunque, se effettivamente conseguiti, fruibili anche da parte dei *competitors* che non ne hanno sostenuto i relativi oneri.

Per molti investitori vi sono, poi, altre ragioni che spiegano la riluttanza ad intervenire nella *governance* delle società partecipate, riconducibili a situazioni di conflitto di interessi. Molti gestori di fondi comuni appartengono a gruppi bancari o assicurativi e, come tali, sono indotti a non assumere posizioni critiche o antagonistiche in società clienti o potenziali clienti del gruppo di appartenenza o sono frenati dall'adottare comportamenti conflittuali dal timore di analoghi comportamenti assunti per ritorsione nei confronti dei clienti del gruppo di appartenenza.

Peraltro, come dimostra l'esperienza statunitense, anche i gestori indipendenti e i fondi pensione subiscono l'influenza di conflitti di interesse. I primi, perchè l'assunzione di strategie interventistiche potrebbe pregiudicare l'interesse all'acquisizione della gestione dei piani pensionistici di società quotate; i secondi perchè condizionati da interessi di natura politica o legati a problematiche di tutela dei lavoratori che spesso inducono all'adozione di comportamenti opportunistici che contrastano con l'interesse alla massimizzazione del valore dell'investimento⁽¹⁷⁾.

Il maggiore attivismo degli *hedge funds* è dovuto principalmente al fatto che l'assunzione di posizioni critiche e di atteggiamenti antagonistici nei confronti dei gestori della società partecipata rappresenta una delle strategie mediante le quali taluni fondi speculativi perseguono l'obiettivo di massimizzazione del rendimento dell'investimento.

La mancanza di vincoli al contenimento del rischio, l'elevato ricorso all'indebitamento e la possibilità di un utilizzo disinvolto delle innovazioni finanziarie (in particolare dello *short selling*) hanno consentito a questi investitori di acquisire partecipazioni rilevanti sostenendo costi relativamente contenuti e spesso anche di esercitare un potere svincolato dalla titolarità delle azioni (mi riferisco al fenomeno dell'*empty vote* e della dissociazione fra titolarità delle azioni e diritto di voto che si può realizzare nelle operazioni di vendita allo scoperto). Inoltre, la maggiore indipendenza dei gestori e la ricerca di un ritorno dall'investimento più remunerativo di quello mediamente conseguito dal mercato dell'*asset management* hanno favorito l'assunzione di strategie più aggressive che, in diverse occasioni, si sono tradotte in benefici per il mercato aggregando anche altri investitori istituzionali che ne hanno potuto trarre vantaggio senza sostenere i relativi costi⁽¹⁸⁾.

Pur non mostrando una particolare sensibilità per i temi più strettamente attinenti alle regole di *corporate governance* (per la difficoltà di prevedere un ritorno immediato che giustifichi i costi di un'iniziativa in tal senso), i fondi *hedge* sono stati particolarmente attivi ed efficaci nel denunciare

⁽¹⁷⁾ R. ROMANO, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered* (1993), in *Columbia Law Review*, 93, 795 ss. Per un quadro dell'evoluzione dell'esperienza statunitense v. inoltre GILLAN e STARKS, *The Evolution of Shareholders Activism in the United States*, (2007), SSRN: <http://ssrn.com/abstract=959670>.

⁽¹⁸⁾ Sull'attivismo dei fondi *hedge* nell'esperienza statunitense v. PARTNOY e THOMAS, *Gap. Filling, Hedge Funds and Financial Innovations* (2006), in SSRN - <http://ssrn.com/abstract=931254>; BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets* (2006), in SSRN - <http://ssrn.com/abstract=928689>; KAHAN e ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control* (2006), ECGI - Law Working paper n. 76/2006.

pubblicamente inefficienze di gestione, nel contestare piani di remunerazione del *management* e nel richiedere mutamenti di strategie di *business* ritenute non profittevoli. Nello stesso tempo, pur non negando che i fondi attivisti abbiano avuto e possano avere un ruolo positivo, non si può trascurare quello che è stato definito il “lato oscuro” della loro attività individuato, in particolare, nella tendenza a privilegiare il risultato di breve periodo rispetto alla creazione di valore nel tempo e nei conflitti di interesse che spesso ne inquinano le iniziative.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la ricerca di rendimenti elevati in una prospettiva di breve periodo che caratterizza la strategia di molti *hedge funds* ha contribuito ad esasperare quella tendenza dei mercati al “*short termism*” che viene indicata come una delle concause della bolla speculativa e dell’abnorme assunzione di rischi che hanno prodotto la crisi finanziaria. Mentre il secondo profilo si manifesta nell’adozione di strategie di estrazione di valore che si pongono in contrasto con l’interesse della società partecipata e possono tradursi in un danno per gli altri azionisti⁽¹⁹⁾.

Ne consegue che, anche a prescindere dalla possibilità di regolamentare l’attività dei fondi speculativi prevedendo forme di controllo ed una maggiore trasparenza⁽²⁰⁾, la ricerca di opportunità di investimento che consentano di realizzare rendimenti più elevati in un limitato arco temporale, che costituisce la ragion d’essere degli *hedge funds*, non induce a ritenere che, nella valutazione degli effetti del loro attivismo, questi aspetti problematici possano essere trascurati e soprattutto non permette di individuare, in questi investitori, quei soci istituzionali cui affidare il compito di accompagnare la società in un percorso di consolidamento e di crescita di valore nel tempo.

Passando a considerare, in modo più specifico, la situazione italiana, il giudizio sul comportamento tenuto dai tradizionali investitori istituzionali appare ancor più negativo.

Nonostante il quadro legale si presenti nel complesso più favorevole di quello statunitense e di molti altri paesi europei⁽²¹⁾, in particolare a seguito dell’introduzione dell’amministratore e del sindaco di minoranza, gli investitori istituzionali, sia italiani che esteri, presenti nelle nostre società quotate hanno mostrato una scarsissima propensione a svolgere un ruolo attivo, preferendo fare ricorso alla via dell’*exit*, alla c.d. Wall Street Rule, piuttosto che assumere atteggiamenti antagonisti o tentare di condizionare, con il proprio voto, la *governance* della società partecipata.

⁽¹⁹⁾ In merito a quelli che sono stati definiti gli “*hedging-related Conflict*” v. in partic. KAHAN e ROCK, *op. cit.*, p. 38 ss.; ID., *Hedge Fund Activism in Enforcement of Bondholder Rights* (2008), in ECGI - Law Working paper n. 100/2008. V. inoltre CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 876 ss.

⁽²⁰⁾ Sulla necessità di una regolamentazione degli *hedge funds*, al cui dinamismo speculativo, attivato in particolare mediante un ricorso spregiudicato alle vendite allo scoperto, si imputa la responsabilità di avere contribuito alla depressione dei corsi azionari e all’aggravamento della crisi, si registra un sostanziale consenso che, però, non si è ancora tradotto in una disciplina condivisa. Raccogliendo la raccomandazione del G-20, la Commissione Europea ha elaborato una Proposta di direttiva sui fondi alternativi di investimento (COM/2009/207) recentemente sottoposta alla valutazione della BCE, che nell’opinione espressa il 16/10/2009, ha sollevato, tra l’altro, perplessità in merito al fatto che la mancanza di un coordinamento a livello internazionale che valga a definire regole uniformi, possa determinare rischi di arbitraggio regolamentare.

⁽²¹⁾ Per un confronto si consulti l’ampia indagine, promossa dalla Banca d’Italia, di SANTELLA, BAFFI, DRAGO e LATTUCA, *A comparative Analysis of the legal Obstacles to Institutional Investors Activism in Europe and in the US* (2008).

Come ho già avuto modo di osservare in un precedente scritto⁽²²⁾, una delle cause principali di questa particolare apatia è certamente l'elevata presenza di società a proprietà concentrata, dove il peso del voto esercitabile in assemblea appare ininfluenza e improbabile un mutamento degli assetti proprietari e di controllo. Peraltro, questo atteggiamento passivo si manifesta anche nelle società a proprietà diffusa, dove la presenza dei fondi è così rilevante da essere potenzialmente idonea ad influire sulle decisioni assembleari e sulle strategie di gestione.

Anche l'appartenenza della grande maggioranza dei fondi italiani a gruppi bancari e assicurativi (che si dividono circa l'85% del mercato), costituisce certamente un freno all'assunzione di comportamenti antagonisti, ma il medesimo atteggiamento passivo e disinteressato si registra per i fondi stranieri che non sono condizionati da conflitti di interesse e per i quali, probabilmente, risulta determinante la mancanza di una adeguata informazione o il pregiudizio di una sostanziale opacità dei processi decisionali che li induce a mantenere un atteggiamento di scarsa partecipazione o di sostanziale neutralità.

La realtà è che gli investitori istituzionali non hanno voluto o saputo approfittare delle opportunità di *voice* che il nostro ordinamento offre loro, come dimostrano le difficoltà incontrate dai fondi a raggiungere la quota di capitale richiesta per la presentazione e per il voto della lista per la nomina dell'amministratore e del sindaco di minoranza nelle società quotate⁽²³⁾.

Al panorama, certamente non esaltante, della partecipazione degli investitori istituzionali alla *governance* delle nostre società quotate manca l'esperienza di attori, quali i fondi pensione, dai quali, per la loro natura e per gli obiettivi di lungo termine che si propongono, sarebbe logico attendersi un ruolo più attivo ed una maggiore attenzione ai temi di *governance* delle società partecipate in una prospettiva di crescita di valore nel tempo. La loro recente istituzione non consente ancora di esprimere un giudizio se non in termini potenziali, in considerazione del fatto che la relativa regolamentazione non impedisce ai fondi pensione di acquisire partecipazioni azionarie di rilievo (con il limite del 5% nelle società quotate e del 10% nelle non quotate e del divieto di acquisire una influenza dominante sulla società emittente sancito dall'art. 6, co. 13, D.Lgs. n. 252/2005) ed assegna il diritto di voto al fondo e non al gestore, evitando, così, i conflitti di interesse derivanti dall'appartenenza del gestore a gruppi bancari o assicurativi. Il futuro ci dirà se questa astratta idoneità si tradurrà effettivamente nell'assunzione di un ruolo attivo e se, nello svolgere questo ruolo, i fondi pensione sapranno resistere alla tentazione di sovrapporre al loro interesse, quali investitori, interessi di natura politica o sindacale.

4. Le fondazioni bancarie come soci istituzionali.

Il quadro delineato al paragrafo precedente dimostra che le fondazioni bancarie sono state tra i pochi investitori che, come soci istituzionali delle banche partecipate, hanno svolto un ruolo attivo nella *governance*, certamente favorito o indotto dal convincimento che la presenza nelle banche

⁽²²⁾ CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, p. 872 ss.

⁽²³⁾ Mi risulta che in diversi casi le stesse società sono dovute intervenire per favorire l'aggregazione dei fondi al fine della presentazione della lista di minoranza.

conferitarie non costituisce un puro investimento finanziario, ma risponde anche a quella finalità di “promozione dello sviluppo economico” dei territori di riferimento che l’art. 2, comma 1°, D.Lgs. 17 maggio 1999, n. 153 indica tra gli scopi della fondazione.

Il giudizio specifico sull’operato delle fondazioni bancarie quali soci istituzionali non può essere univoco e generalizzato senza tener conto delle diverse situazioni che vedono, in taluni casi, una presenza maggioritaria nel capitale di una o più fondazioni, in altri una maggioranza relativa molto elevata (in taluni casi statutariamente limitata nell’esercizio del diritto di voto in assemblea, come nel caso di Banca Monte Paschi di Siena e di Banca Carige), in altri ancora una presenza minoritaria rilevante di una sola fondazione o di più fondazioni legate da un patto parasociale e, infine, una presenza minoritaria di più fondazioni, ciascuna detentrici di partecipazioni rilevanti, non legate da patti parasociali.

In ogni caso, è interessante notare che si assiste attualmente ad un generale riconoscimento del ruolo positivo svolto dalle fondazioni in particolare nel contesto della crisi finanziaria, condiviso anche da una parte di coloro che, in passato, avevano espresso valutazioni decisamente critiche. E’ quanto si legge, del resto, nel citato rapporto dell’Autorità Garante dove, nel rilevare come “*il processo avviato dalla c.d. legge Amato non si sia compiutamente realizzato*”, si dà atto, tuttavia, “*che la presenza delle fondazioni bancarie ha assicurato una stabilità ed una continuità nell’azionariato delle banche i cui effetti positivi si possono apprezzare soprattutto nell’attuale fase di crisi*”⁽²⁴⁾.

Indubbiamente, nel corso della tempesta finanziaria si è potuto prendere coscienza dell’importanza della presenza di soci stabili, disponibili a sostenere la banca partecipata in una prospettiva di tutela del proprio investimento proiettata nel lungo termine, ma anche nella consapevolezza di dovere rispondere ad una domanda di protezione del complesso degli interessi economici e sociali che una crisi bancaria inevitabilmente coinvolge.

Ma ugualmente, a mio avviso, non si può negare il ruolo positivo svolto dalle fondazioni nel processo di rapida evoluzione in senso privatistico e di apertura al mercato del nostro sistema bancario, che ne ha certamente migliorato l’efficienza e la competitività molto di più di quanto non sia avvenuto in altri paesi europei, come la Germania, dove la presenza pubblica (con situazioni decisamente critiche come quelle in cui versano attualmente le Landesbank) è ancora molto rilevante⁽²⁵⁾. Se si considerano, poi, i due maggiori gruppi bancari italiani, credo che non si possano disconoscere i meriti delle fondazioni socie nell’aver accompagnato la loro crescita dimensionale e la loro internazionalizzazione senza far prevalere preoccupazioni di diluizione della partecipazione e, nello stesso tempo, senza perdere di vista anche l’interesse allo sviluppo economico dei territori di riferimento.

Naturalmente, come è inevitabile in un processo di cambiamento così rapido, questa evoluzione non è avvenuta senza resistenze, tensioni e qualche comportamento contraddittorio e discutibile,

⁽²⁴⁾ AGCM, *op. cit.*, p. 40.

⁽²⁵⁾ Dalla ricerca congiunta di Banca d’Italia e Consob su: *The evolution of ownership and control structure in Italy in the last 15 years* coordinata da M. Bianco e M. Bianchi e pubblicata nel dicembre 2008 si ricava che, tra le società quotate italiane, le banche sono nettamente quelle che presentano il più basso grado di concentrazione della proprietà, mentre la presenza pubblica nel capitale è completamente sparita.

ma, nel complesso, le fondazioni hanno saputo, sino ad ora, operare nel rispetto di obiettivi di efficienza e di crescita del valore e della redditività dell'investimento, traendone significativi benefici economici in termini di incremento patrimoniale e di disponibilità delle risorse da destinare ai propri fini istituzionali.

In questo senso, non trova corrispondenza nella realtà il rilievo che, a differenza di altri investitori istituzionali, le fondazioni bancarie, in quanto soggetti destinati ad operare nel sociale, non si propongono come obiettivo l'efficienza della gestione⁽²⁶⁾. Come investitore, la fondazione ha interesse a massimizzare il ritorno del proprio investimento, seppure in una prospettiva che le garantisca una crescita ed una redditività stabili nel tempo, perchè questa è la condizione che le consente di operare nel modo migliore per il conseguimento dei propri fini sociali. La sensibilità alle tematiche dello sviluppo territoriale e della responsabilità sociale dell'impresa, intesa come la protezione di quel complesso di interessi che ruotano attorno all'attività della grande impresa bancaria, non si pongono necessariamente in contraddizione con obiettivi di efficienza nella gestione e di ritorno dell'investimento se si considera che l'attenzione al territorio e alle sue esigenze economiche viene oggi sottolineata dall'Autorità di Vigilanza come condizione imprescindibile per una gestione corretta ed equilibrata della banca commerciale e che il consenso e la reputazione che derivano dal rispetto degli interessi degli *stakeholders* sono essenziali affinché una banca possa operare in modo profittevole.

Accantonando, per il momento, il problema se le fondazioni bancarie possano assumere la qualifica formale di investitori istituzionali, credo che si debba riconoscere che, di fatto, esse hanno operato come tali, svolgendo un ruolo di supplenza rispetto ad una figura di investitore di lungo termine che, nel panorama del nostro sistema finanziario non esiste. E' particolarmente significativa, in proposito, l'audizione di Assogestioni raccolta dall'Autorità Garante nel corso della già citata indagine, dove si afferma che, nel contesto di un processo di cambiamento del nostro sistema bancario *“che non trova uguali in nessun altro paese e in nessun altro settore dell'economia interna (...) il giudizio sulle fondazioni è misto, in quanto le stesse non hanno ostacolato il processo in corso e sempre più tendono ad agire come un investitore privato. Inoltre, anche se, a livello teorico, le fondazioni possono essere un elemento distorsivo degli assetti proprietari, sul piano pratico occorre rilevare che è difficile, ad oggi, immaginare un soggetto effettivamente alternativo alle fondazioni (...). Ad oggi, quindi, il tema centrale non appare tanto quello di ridurre il ruolo delle fondazioni, quanto piuttosto di renderne l'operato sempre più trasparente e simile ad un normale investitore istituzionale”*⁽²⁷⁾.

Questa affermazione coglie due aspetti che meritano una attenta considerazione. Da un lato riconosce che le fondazioni bancarie hanno ricoperto positivamente quel ruolo di soci stabili che, nella realtà italiana, i tradizionali investitori istituzionali non sono in grado di svolgere e che altre possibili alternative, quali le partecipazioni di imprese industriali o di imprese assicurative, pure significativamente presenti nel capitale di banche, non potrebbero assumere con il medesimo rilievo sen-

⁽²⁶⁾ Il rilievo critico è di COSTI, *op. cit.* (nt. 8)

⁽²⁷⁾ AGCM, *op. cit.*, p. 38.

za gravi rischi di conflitti di interesse⁽²⁸⁾. Dall'altro pone un problema di applicazione alle fondazioni, quali soggetti operanti in concreto come investitori istituzionali, delle regole di trasparenza che vengono imposte a chi istituzionalmente opera sul mercato finanziario.

Quest'ultima osservazione, che trova corrispondenza in alcune delle critiche che la dottrina rivolge alla presenza delle fondazioni nel capitale delle banche⁽²⁹⁾, richiede una riflessione sulla compatibilità della disciplina che regola l'attività delle fondazioni bancarie con il ruolo dalle stesse assunto nel mercato finanziario e sulla possibilità di qualificarle come investitori istituzionali assoggettandole, conseguentemente, alle regole di comportamento cui questi sono tenuti.

5. La disciplina delle attività finanziarie delle fondazioni.

Le coordinate normative all'interno delle quali le fondazioni bancarie possono svolgere attività finanziarie sono definite, da un lato, dal divieto di esercizio di funzioni creditizie di cui all'art. 3, comma 2°, D.Lgs. n. 153/1999, dall'altro, dalle disposizioni in tema di gestione del patrimonio di cui agli artt. 5, 6 e 7 del medesimo decreto.

La prima delle norme citate, come è noto, esclude non soltanto che le fondazioni bancarie possano svolgere un'attività creditizia, ma altresì che possano effettuare “qualsiasi forma di finanziamento, di erogazione o, comunque, di sovvenzione, diretti o indiretti, ad enti con fini di lucro o in favore di imprese di qualsiasi natura, con eccezione delle imprese strumentali, delle imprese sociali e delle cooperative sociali”. Nonostante una certa ridondanza della disposizione che non contribuisce a chiarirne la portata⁽³⁰⁾, la *ratio* sembra essere quella di impedire che le fondazioni possano riprendere a svolgere un'attività bancaria o comunque un'attività di concessione di finanziamenti riservata agli intermediari di cui all'art. 106 T.u.b. e che l'estensione al compimento di singoli atti sia stata prevista allo scopo di garantire, rendendolo più rigoroso, il rispetto del divieto. Il che induce a ritenere che non possano essere ricomprese nel divieto quelle operazioni finanziarie, quali la sottoscrizione di prestiti obbligazionari o di altri strumenti finanziari emessi da società quotate, riservate o meno a investitori istituzionali, che, pur costituendo una “forma di finanziamento”, non possono essere ricondotte all'“esercizio di funzioni creditizie” oggetto di riserva, ma rappresentano una forma di investimento del patrimonio⁽³¹⁾.

Per quanto riguarda le disposizioni relative alla gestione del patrimonio, le regole specifiche, già in parte ricordate in precedenza, cui le fondazioni si devono attenere si sostanziano:

⁽²⁸⁾ Per quanto riguarda i soci industriali, l'abrogazione del 6° e del 7° comma dell'art. 19 T.u.b. sancite dal D.L. 29/11/2008, n. 185 in attuazione della Direttiva 2007/44/CE sulla partecipazione al capitale delle banche ha fatto venir meno quel principio di separazione tra banca e industria che costituiva una delle caratteristiche fondamentali del nostro ordinamento bancario (v. in proposito DE ALDISIO, *Acquisizioni bancarie e nuove regole comunitarie*, in *Banca, impresa, società*, 2008, p. 3 ss), ma non l'attenzione per i conflitti di interesse che la partecipazione rilevante di imprese non finanziarie può generare e che la regola della separazione si proponeva di prevenire.

⁽²⁹⁾ V. retro alle nt. 8 e 9.

⁽³⁰⁾ V. le considerazioni di G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 120 ss e nota 159.

⁽³¹⁾ Più problematica si presenta, invece, la sottoscrizione di titoli di debito emessi da società non strumentali e non quotate dove l'aspetto del “finanziamento” può apparire prevalentemente rispetto a quello dell'investimento patrimoniale. Sull'ambito di applicazione del divieto v. fra gli altri FERRO-LUZZI, *Fondazioni bancarie: che fare?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1999, I, p. 465 ss.; G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 93 s.

- nell’osservanza di “criteri prudenziali di rischio” in modo da conservare il valore del patrimonio “ed ottenere una redditività adeguata” (art. 5, comma 1°);
- nello svolgimento della gestione del patrimonio “con modalità organizzative idonee ad assicurarne la separazione dalle altre attività della Fondazione”, anche mediante l’affidamento ad intermediari abilitati ai sensi del T.u.f. (art. 5, comma 2°);
- nel divieto di detenere partecipazioni di controllo in società o enti diversi dalle imprese strumentali, con conseguente obbligo di dismissione delle partecipazioni di controllo già detenute ed, in particolare, di quelle in società bancarie (art. 6);
- nella diversificazione del rischio di investimento del patrimonio e nell’impiego dello stesso “in modo da ottenerne un’adeguata redditività” assicurando il collegamento funzionale con le finalità istituzionali delle fondazioni “ed in particolare con lo sviluppo del territorio” (art. 7, comma 1°).

Per quanto riguarda la natura degli investimenti patrimoniali, le fondazioni non possono investire in beni immobili non strumentali una quota superiore al 10% del patrimonio, mentre nessun limite è posto alla possibilità di investire in partecipazioni non di controllo in società anche diverse da quelle aventi ad oggetto l’esercizio di imprese strumentali e più in generale in attività finanziarie.

L’unica forma di investimento finanziario soggetta a controllo preventivo dell’Autorità di Vigilanza riguarda le operazioni aventi ad oggetto le partecipazioni detenute dalla fondazione nella banca conferitaria (art. 7, comma 3°).

Dalla disciplina che regola la gestione del patrimonio si ricava, pertanto, che le fondazioni, al fine di conseguire la redditività necessaria al perseguimento dei propri fini istituzionali di natura sociale, sono destinate ad investire il proprio patrimonio essenzialmente in attività finanziarie. Sono, pertanto, certamente investitori finanziari professionali, come riconosce, del resto, il disposto dell’art. 5, comma 2°, che prevede l’ipotesi di affidamento della gestione del patrimonio ad un intermediario finanziario abilitato ai sensi del T.u.f.

Sotto il profilo dell’applicazione della disciplina MIFID, le fondazioni bancarie sono considerate “controparti qualificate” dall’art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), n. 1) del T.u.f., ma sono considerate anche “clienti professionali di diritto” ai sensi dell’Allegato 3, parte I, del Regolamento Intermediari⁽³²⁾. Tale ultima qualifica è stata riconosciuta in via interpretativa da Consob⁽³³⁾, la quale ha ritenuto, in tal modo, di ricomprendere le fondazioni bancarie tra gli “altri investitori istituzionali” di cui all’art. 1, comma 1°, lett. i) del citato Allegato.

Pur senza voler sopravvalutare l’implicita attribuzione della qualifica di investitore istituzionale che si desume dall’interpretazione proposta dalla Consob ai fini dell’applicazione delle norme di tutela dell’investitore nella prestazione dei servizi di investimento, non si può non individuare anche in questo riconoscimento una sostanziale equiparazione delle fondazioni bancarie, per quanto attiene alla gestione del loro patrimonio, agli investitori istituzionali.

Ritengo, pertanto, che si debba prendere atto della compresenza, nelle fondazioni bancarie, di due anime: quella rivolta all’investimento nel sociale, che ne definisce gli scopi istituzionali ed alla

⁽³²⁾ Regolamento Consob 29/10/2007 n. 16190.

⁽³³⁾ Consob “Nuovo regolamento Intermediari. Esito delle Consultazioni” del 30/10/2007.

quale sono destinati i redditi che derivano dalla gestione patrimoniale, e quella rivolta agli investimenti finanziari cui è essenzialmente dedicata la gestione del patrimonio, in funzione strumentale al perseguimento dei fini istituzionali dell'ente.

Queste due anime sono concepite per operare in modo separato e senza reciproche interferenze, come espressamente prevede l'art. 5, comma 2°, D.Lgs. n. 153/1999, che sancisce il principio della separazione della gestione del patrimonio dalle altre attività della fondazione e la possibilità dell'affidamento di tale gestione a terzi. Il che dovrebbe comportare che la gestione del patrimonio sia svincolata dagli scopi istituzionali dell'ente ed unicamente diretta a conservarne il valore ed ottenere una redditività adeguata.

Questa conclusione, che appare incontestabile alla luce del disposto della norma sopracitata, sembra essere messa in discussione da quanto prevede l'art. 7, comma 1°, del medesimo Decreto, dopo la modifica apportata dall'art. 11, comma 11°, l. 28/12/2001, n. 448, che, nel ribadire che l'impiego del patrimonio deve essere rivolto ad ottenere un'adeguata redditività, aggiunge la formula "assicurando il collegamento funzionale con le loro (delle fondazioni n.d.r.) finalità istituzionali ed in particolare con lo sviluppo del territorio". Sono, infatti, evidenti la difficoltà di conciliare questa previsione con il principio di separazione e la disarmonia che questa criticata modifica ha introdotto nel sistema delineato dal legislatore del 1999. Se si considera, inoltre, che il comma in questione ricollega "al medesimo fine" la possibilità di mantenere o acquisire partecipazioni non di controllo in società diverse da quelle esercenti imprese strumentali è inevitabile porsi il quesito se il "collegamento funzionale" con i fini istituzionali e con lo sviluppo del territorio siano condizioni necessarie per l'acquisto o la detenzione di partecipazioni e, quindi, anche delle partecipazioni nelle banche.

Indubbiamente la lettera della norma in esame - introdotta, va ricordato, a seguito dell'accoglimento di un emendamento proposto in Senato, con scarsa consapevolezza della sua contraddittorietà con i principi ispiratori della disciplina degli enti conferenti e con altre norme dello stesso Decreto - potrebbe legittimare una interpretazione che vincoli anche gli impieghi del patrimonio al perseguimento delle finalità sociali e di sviluppo economico del territorio che le fondazioni istituzionalmente si propongono, con il risultato di mettere in secondo piano o, addirittura, di rendere evanescente il requisito dell'adeguata redditività dell'investimento⁽³⁴⁾ e di relegare ad un mero rilievo organizzativo e contabile il principio di separazione sancito dall'art. 5, comma 2°.

A mio avviso, questa interpretazione, che potrebbe essere coerente con il tentativo di "ripubblicizzazione" delle fondazioni bancarie operato attraverso le modifiche apportate dall'art. 11, l. n. 448/2001, ma respinto dalle note sentenze della Corte Costituzionale n. 300 e 301 del 2003, non merita accoglimento in quanto la disposizione in esame, pur non rientrando tra quelle su cui si è abbattuta la scure della Corte Costituzionale, deve essere letta alla luce dei principi affermati dalla

⁽³⁴⁾ Così M. SANDULLI, *op. cit.*, p. 37 s. secondo il quale "in questo modo, destinati alle attività che realizzano lo scopo della Fondazione non sono più soltanto i redditi prodotti dal patrimonio, bensì anche lo stesso patrimonio", con il conseguente rischio del suo svuotamento.

Corte riguardo alla natura privatistica delle fondazioni ed alla loro autonomia sul piano statutario e gestionale.

In particolare ritengo che il significato del “collegamento funzionale” di cui si parla nell’art. 7, comma 1°, debba essere decisamente ridimensionato e in ogni caso subordinato alle regole di conservazione del valore e della adeguata redditività dell’impiego che presiedono alla gestione del patrimonio. In particolare, per quanto riguarda le partecipazioni non di controllo, tale collegamento non può essere interpretato nel senso che la partecipazione deve essere “funzionale” al perseguimento delle finalità istituzionali dell’ente perchè altrimenti non se ne saprebbe cogliere la differenza rispetto alla “strumentalità” che consente l’acquisizione o la detenzione di partecipazioni di controllo⁽³⁵⁾.

Così ridimensionato, il riferimento alle finalità istituzionali e allo sviluppo del territorio non ha altra funzione che quella, da un lato, di ribadire il principio per cui il patrimonio deve essere gestito “in modo coerente con la natura delle Fondazioni quali enti senza scopi di lucro” enunciato dal 1° comma dell’art. 5 (il che impedisce che la fondazione possa gestire la propria finanza come un fondo speculativo o proporsi obiettivi di massimizzazione della redditività degli investimenti ai quali si accompagni l’assunzione di rischi molto elevati)⁽³⁶⁾, dall’altro, di indicare un criterio preferenziale, in presenza di un adeguato ritorno economico, per quegli investimenti che possono fornire un supporto alle altre attività rientranti nei fini istituzionali delle fondazioni e allo sviluppo del territorio⁽³⁷⁾.

Questa, del resto, mi pare sia anche la logica che ispira la partecipazione delle fondazioni alle banche. Da un lato è un investimento che ha consentito di realizzare una notevole valorizzazione del patrimonio ed una adeguata redditività, dall’altro, ha dato l’opportunità di presidiare, quali soci stabili e influenti, l’interesse a che le banche partecipate, in un quadro di efficienza gestionale, non facciano venire meno il sostegno allo sviluppo dell’economia dei territori di riferimento e ha creato i presupposti per la realizzazione sinergica di iniziative anche in campo sociale e culturale con il reciproco vantaggio di contribuire all’attività istituzionale delle fondazioni e di rafforzare l’immagine ed il radicamento territoriale delle banche partecipate.

6. Gli aspetti critici della presenza delle fondazioni nel capitale delle banche.

Le considerazioni che precedono, volte ad inquadrare le partecipazioni bancarie delle fondazioni nell’ambito della disciplina che ne regola gli investimenti finanziari, a verificarne la compati-

⁽³⁵⁾ La giusta osservazione è di G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 106.

⁽³⁶⁾ La natura pleonastica della ripetizione di un principio già presente nell’art. 5 non è argomento decisivo per escludere l’interpretazione proposta perchè simili ripetizioni con lo scopo di enfatizzare il rilievo di una regola sono presenti nel medesimo testo legislativo. Si pensi ad es. all’adeguatezza della redditività dell’investimento enunciata dall’art. 5, comma 1°, ripresa dall’art. 7, comma 1° e ribadita ancora dall’art. 9, comma 2°, lett. b).

⁽³⁷⁾ L’esempio più significativo di questo genere di investimenti in cui è possibile coniugare la redditività e il sostegno allo sviluppo economico è l’acquisizione di partecipazioni in società che gestiscono servizi pubblici locali o che effettuano interventi partecipativi a sostegno della crescita di piccole o medie imprese. Ma, a ben vedere, questa è anche la logica con la quale le fondazioni bancarie sono entrate nel capitale della Cassa Depositi e Prestiti garantendosi, comunque, un ritorno dall’investimento.

bilità con tale disciplina e a sottolinearne gli aspetti positivi, consentono di prendere in esame i rilievi critici che sono stati rivolti alla permanente presenza delle fondazioni nel capitale delle banche sgombrando il campo da pregiudizi che hanno condizionato talune valutazioni.

Un primo profilo riguarda la possibilità di qualificare le fondazioni bancarie come investitori istituzionali e di estendere alle stesse le regole di correttezza gestionale e di trasparenza che si applicano a tali investitori.

Vale la pena di richiamare in proposito l'opinione di un a. che ha colto in modo puntuale le principali differenze sul piano economico che impediscono l'equiparazione, anche sul piano giuridico, delle fondazioni agli investitori istituzionali⁽³⁸⁾.

Per le fondazioni il patrimonio “è strumento per il raggiungimento degli obiettivi e non l'oggetto stesso dell'attività”; a differenza degli investitori istituzionali e dei fondi pensione, le fondazioni “non hanno impegni contrattuali di erogazione a favore di determinate categorie” e “non sono soggette alle norme di frazionamento e di diversificazione del rischio” che caratterizzano la disciplina degli investitori istituzionali; infine “la mancanza di titolarità dei diritti sul capitale delle fondazioni esclude l'elemento fondamentale dell'investitore istituzionale, che è un rapporto di delega fra titolare del patrimonio e il gestore”.

Forse non tutti questi elementi appaiono decisivi. Ad esempio la regola della diversificazione del rischio, pur non traducendosi in norme puntuali salvo per quanto riguarda il limite del 10% posto agli investimenti in immobili non strumentali, è enunciata dall'art. 7, D.Lgs. n. 153/1999. Ma è certamente rilevante, anche sotto il profilo dei criteri di gestione e delle relative cautele, il fatto che le fondazioni amministrano un patrimonio proprio e tale gestione è strumentale al perseguimento dei loro fini istituzionali di carattere sociale. Ne consegue che per le fondazioni non hanno ragione di porsi quelle esigenze di protezione degli interessi dei deleganti rispetto all'attività del gestore che impongono quelle particolari regole di trasparenza e correttezza che caratterizzano la disciplina degli investitori istituzionali che svolgono un'attività di intermediazione finanziaria investendo capitali altrui⁽³⁹⁾. Il fatto, poi, che la gestione del patrimonio sia strumentale ai fini istituzionali dell'ente, consente di distinguere le fondazioni da altri investitori che investono il loro patrimonio, ma al solo scopo di massimizzarne il valore.

Queste differenze, che non consentono di ricondurre le fondazioni bancarie alla categoria degli investitori istituzionali così come, seppure in mancanza di una specifica definizione normativa, essa viene tradizionalmente intesa, possono legittimare taluni dubbi avanzati dalla dottrina in merito all'opportunità di una così rilevante presenza delle fondazioni nella struttura proprietaria delle banche sotto un duplice profilo: il fatto che le fondazioni non si pongano obiettivi di efficienza delle gestioni e l'autoreferenzialità che fa sì che i loro gestori non rispondano sulla base dei risultati conseguiti.

⁽³⁸⁾ ONADO, *Assetti di controllo del sistema bancario. Prime riflessioni*, in *Banca, impr., soc.*, 1999, p. 485 ss.

⁽³⁹⁾ Il fatto che si possano individuare gli *stakeholders* della fondazione nei soggetti cui lo statuto assegna un potere di designazione dei membri dell'organo di indirizzo o nei potenziali destinatari dell'attività di erogazione, non significa, a mio avviso, che la fondazione possa qualificarsi giuridicamente come gestore di un patrimonio altrui o nell'interesse di terzi.

Senza voler sottovalutare questi rilievi che colgono certamente aspetti problematici, per quanto riguarda il primo profilo, mi permetto di ribadire che la disciplina delle fondazioni, come si è ritenuto di doverla correttamente interpretare, non autorizza affatto a ritenere che, nella gestione del patrimonio, esse non siano tenute a perseguire obiettivi di efficienza. Ne è conferma l'enfasi con cui viene più volte sottolineata la necessità del conseguimento di una adeguata redditività, mentre il collegamento strumentale con i fini sociali dell'ente non significa, come si è cercato di dimostrare, subordinazione a tali fini dei risultati gestionali.

Come è stato giustamente osservato, non vi è alcun ostacolo nè alcuna contraddizione a che le fondazioni perseguano contemporaneamente gli interessi dei destinatari dei loro interventi nel sociale e la redditività del loro patrimonio. Come avviene per il consumatore, la gestione più efficiente del proprio patrimonio consente alle fondazioni di “massimizzare le loro preferenze di consumi sociali” perseguendo nel modo più adeguato gli interessi dei destinatari⁽⁴⁰⁾.

Per quanto riguarda l'autoreferenzialità, è certamente vero che i gestori delle fondazioni bancarie non sono eletti da coloro che sono i potenziali destinatari delle loro attività istituzionali⁽⁴¹⁾ nè da soggetti che vantino diritti proprietari sul patrimonio e ciò può influire sia sulla scelta dei gestori, che potrebbe non essere ispirata a criteri di efficienza, sia sul modo con cui rispondono del loro operato verso chi li ha designati.

Peraltro, se l'autoreferenzialità è un connotato ineliminabile, data l'inesistenza di soggetti cui possano essere riconosciuti diritti, nemmeno *de residuo*, sul patrimonio delle fondazioni bancarie, non mi sembra che da ciò si possa dedurre che gli amministratori delle fondazioni sono del tutto sottratti ad un controllo di merito sui risultati della loro gestione.

Le fondazioni bancarie costituiscono una risorsa fondamentale per i territori in cui esse operano. La notevole capacità patrimoniale di cui esse sono dotate, in contrapposizione alle ristrettezze in cui versano gli enti locali, le università e gli altri enti di istruzione e formazione e le altre organizzazioni non profit, ne hanno fatto uno straordinario motore e sostenitore di iniziative che hanno fornito un contributo essenziale e non altrimenti ottenibile alla promozione sociale e culturale dei territori di riferimento. L'importanza della funzione svolta nell'attività di erogazione e l'aspettativa che ne consegue per il futuro sviluppo dei territori di riferimento comporta che le fondazioni bancarie siano al centro dell'attenzione di tutti quei soggetti, pubblici e privati, che a tale sviluppo sono interessati. E poichè la capacità di erogazione della fondazione dipende strettamente dal risultato conseguito nella gestione del patrimonio non si può, a mio avviso, ritenere che la riprovazione sociale e la perdita di consenso che potrebbero derivare da una gestione inefficiente che tradisca queste aspettative siano prive di conseguenze per i gestori e per i soggetti che li hanno designati. In altri termini, poichè chi amministra la fondazione viene giudicato innanzitutto in base alle risorse che è in grado di

⁽⁴⁰⁾ Il paragone è di SCANDIZZO, *Natura e funzioni delle fondazioni bancarie*, in *Le fondazioni bancarie*, Atti del Convegno di Salerno del 16/10/1998, Milano, 1999, p. 47.

⁽⁴¹⁾ Anzi, salvo quanto previsto per le rappresentanze degli enti pubblici e privati espressivi delle realtà locali, la preoccupazione di evitare possibili conflitti di interesse ha indotto il legislatore ad escludere che i soggetti ai quali è attribuito il potere di designare componenti dell'organo di indirizzo siano portatori di interessi riferibili ai destinatari degli interventi delle fondazioni (art. 3, comma 1°, lett. c).

destinare ai settori cui si indirizza l'attività di erogazione, non si può escludere che il deterrente di un giudizio negativo e della conseguente perdita di credibilità e del consenso della comunità locale rappresenti un serio incentivo per i gestori ad operare secondo criteri di efficienza e, per chi li sceglie, a rispettare quei requisiti di professionalità, competenza ed esperienza che sono richiesti dalla legge (art. 4, comma 1°, lett. c).

Naturalmente non intendo sottovalutare i rischi di condizionamenti di natura politica che derivano dal peso rilevante che assume la presenza degli enti pubblici locali; anche se, sul piano gestionale, queste interferenze si manifestano maggiormente nelle scelte che riguardano la destinazione del reddito che in quelle relative alla sua formazione.

Dopo che la Corte Costituzionale, con la sentenza n. 301 del 2003, ha fatto giustizia del tentativo di portare le fondazioni bancarie sotto il controllo degli enti pubblici locali⁽⁴²⁾, respingendo, nel contempo, quelle interpretazioni che tendono a riportare le fondazioni nell'alveo pubblicistico, i rischi che l'attività delle fondazioni bancarie possa essere inquinata da condizionamenti esterni di natura politica possono essere contenuti tramite l'adozione di rigorose regole di trasparenza che permettano un giudizio sulle scelte adottate. Sotto questo profilo, anche in considerazione dei numerosi richiami alla trasparenza contenuti nel D.Lgs. n. 153/1999, sia per quanto riguarda la gestione del patrimonio, che va operata "secondo principi di trasparenza" (art. 5, comma 1°), sia riguardo alla dismissione delle attività patrimoniali da effettuarsi "secondo criteri di trasparenza" (art. 7, comma 2°), sia per quanto concerne l'attività di erogazione (art. 3, ult. comma), non si può negare fondamento alle critiche di cui sono state fatte oggetto le modalità di scelta dei componenti degli organi, le prassi seguite nell'adozione delle scelte di investimento e nella nomina di esponenti nelle società partecipate.

La nomina dei componenti degli organi della fondazione è di norma il frutto di un accordo tra i soggetti cui spetta il potere di designazione dei membri dell'organo di indirizzo i quali dovrebbero farsi carico dell'esigenza di rendere espliciti i criteri di scelta in relazione agli specifici requisiti di professionalità, competenza ed esperienza richiesti dalla legge e dagli statuti. In questa direzione, e considerate le attività prevalentemente di natura finanziaria in cui si dispiega la gestione del patrimonio, sarebbe certamente opportuna l'introduzione, in via legislativa, o quanto meno la previsione in sede statutaria, di più stringenti e specifici requisiti di professionalità e di onorabilità per i componenti dell'organo di amministrazione ovvero almeno per la maggioranza degli stessi, al fine di garantire una gestione consapevole e competente.

Per quanto riguarda le scelte di investimento (ed in particolare quelle relative al mantenimento, all'accrescimento o alla dismissione delle partecipazioni bancarie), la necessità di supportare le decisioni con una motivazione idonea e trasparente che espliciti con chiarezza gli obiettivi che si intende perseguire è inequivocabilmente sancita dall'art. 9, comma 5°, lett. b), D.Lgs. n. 153/1999 là dove impone di fornire in bilancio "una corretta ed esauriente rappresentazione delle forme di inve-

⁽⁴²⁾ La sentenza della Corte Cost. 29 settembre 2003, n. 301 ha sancito l'illegittimità costituzionale del 4° comma, art. 11, l. 28 dicembre 2001, n. 448 nella parte in cui prevedeva che nella composizione dell'organo di indirizzo, vi fosse "una prevalente e qualificata rappresentanza degli enti, diversi dallo Stato, di cui all'art. 114 della Costituzione".

stimento del patrimonio, al fine di consentire la verifica dell'effettivo perseguimento degli obiettivi di conservazione del suo valore e dei criteri seguiti per ottenerne un'adeguata redditività". Verifica che non è unicamente funzionale al controllo di legittimità degli atti riservato all'Autorità di Vigilanza, ma che, attraverso la pubblicità dei bilanci, consente una valutazione di merito sull'operato degli amministratori a tutti coloro che nel territorio sono interessati all'attività della fondazione.

Più delicato, perché attiene ad un aspetto della *governance* privo di una specifica regolamentazione cui fare riferimento, è il problema della trasparenza nei criteri di scelta dei candidati da proporre per l'elezione negli organi delle banche partecipate e nelle modalità e negli obiettivi con i quali la fondazione intende esercitare quell'influenza sulla gestione della banca che le deriva dall'essere un socio rilevante e dalla possibilità di fare eleggere alle cariche sociali propri fiduciari.

Sotto questo aspetto, ritengo che le fondazioni che detengono posizioni influenti nella banca partecipata -in ogni caso, ma in particolare se questa è quotata- abbiano il dovere di rendere più esplicite le motivazioni dei propri comportamenti al fine di dissipare il sospetto che, tramite pratiche opache, si vogliano perseguire obiettivi contrari a logiche di mercato e, come tali, pregiudizievoli per l'efficienza del sistema bancario⁽⁴³⁾.

I candidati proposti dalle fondazioni che siano eletti alle cariche sociali della banca non devono porsi altro obiettivo che quello di perseguire l'interesse della società, interesse che, pur nelle varie interpretazioni che se ne possono fornire, è perfettamente compatibile con l'interesse del socio fondazionale ad una creazione di un valore sostenibile nel tempo e coerente con le regole di stabilità e contenimento dei rischi che devono caratterizzare la gestione bancaria. Pertanto, la trasparenza non riguarda il contenuto del mandato loro conferito - che può unicamente arricchirsi della sensibilità e dell'impegno a recepire le esigenze dei territori di riferimento delle Fondazioni nella misura in cui il radicamento territoriale costituisce un valore da salvaguardare in termini di efficienza e di sviluppo della banca - ma i criteri di scelta delle persone e la loro coerenza con l'incarico per cui vengono proposti.

Un diverso problema di trasparenza si pone per quanto riguarda i rapporti diretti tra le fondazioni, quali soci istituzionali, e gli organi di governo della banca. In un recente contributo, un autorevole esponente del mondo delle fondazioni ha parlato, a proposito di tali rapporti, di "*concertazione verticale*" che, "nel rispetto dei reciproci ruoli e attribuzioni, e negli stretti confini segnati dal-

⁽⁴³⁾ Mi sia consentito osservare, in proposito, che se il sospetto che circonda l'operato delle fondazioni trova indiscutibile fondamento nell'ambiguità della natura di questi enti e nella possibile commistione delle ragioni di efficienza gestionale con i fini istituzionali di carattere sociale, non si può trascurare il fatto che la mancanza di trasparenza è un problema di carattere generale che riguarda anche altri soggetti che partecipano agli assetti proprietari delle banche e i cui comportamenti, a volte motivati da conflitti di interesse, possono rivelarsi ancor più contrastanti con logiche di efficienza. Mi riferisco, in particolare, alle compagnie di assicurazione che detengono partecipazioni rilevanti con finalità che spesso non sono soltanto di investimento finanziario, ma sono collegate ad accordi commerciali, e alle imprese industriali potenzialmente destinatarie di finanziamenti. Ma finalità non trasparenti e potenzialmente pregiudizievoli possono essere presenti anche nei comportamenti dei fondi speculativi e dei fondi comuni ai quali neppure si chiede, nel nostro ordinamento, di rendere manifeste le loro intenzioni di voto e le relative motivazioni. La necessità di maggiore trasparenza è problema che si pone, pertanto, anche per gli altri operatori che acquisiscono partecipazioni bancarie rilevanti e la presunzione secondo cui costoro operano comunque secondo logiche di efficienza appare altrettanto ingiustificata della pregiudiziale assoluta secondo cui le fondazioni non perseguono logiche di mercato.

la disciplina che tutela la protezione delle informazioni riservate”, persegua una pur necessaria comunanza di fondo di modelli e di obiettivi fra fondazioni socie e banca conferitaria”⁽⁴⁴⁾.

A mio avviso, il ricorso al termine “concertazione” non è felice perchè evoca l’idea che vi debba essere una necessaria condivisione delle scelte di gestione che contrasta con una chiara individuazione delle relative responsabilità. Credo piuttosto che, valorizzando il richiamo al rispetto dei reciproci ruoli, il modello relazionale tra le fondazioni e l’organo di governo della banca debba essere ricondotto a quel necessario coinvolgimento dei soci istituzionali sui temi di *governance* e sulle scelte strategiche delle società partecipate che, come si è ricordato, viene auspicato anche dalla recente proposta di modifica del *Combined Code on Corporate Governance* del *Financial Reporting Council* inglese⁽⁴⁵⁾ e al quale, nel caso specifico, va opportunamente aggiunta la consultazione sulle iniziative che hanno ad oggetto lo sviluppo delle economie dei territori di riferimento delle fondazioni, coniugando, in tal modo, l’interesse della banca a sostenere a tale sviluppo con il fine “di promozione dello sviluppo economico” che costituisce uno degli scopi istituzionali delle fondazioni bancarie⁽⁴⁶⁾.

L’importante è che questo coinvolgimento non si realizzi attraverso oscuri rapporti bilaterali, ma tramite la previsione di un canale istituzionale di dialogo e di confronto con i maggiori azionisti, che permetta al *board* della banca di raccogliere indicazioni e di valutare preventivamente l’opinione dell’azionariato sulle iniziative di maggiore rilevanza strategica nella prospettiva della ricerca di un opportuno, anche se non necessario, consenso.

Così impostati, mi pare che i rapporti tra le fondazioni e gli organi di governo delle banche partecipate siano rispettosi dei reciproci ruoli e delle relative responsabilità, non pregiudichino, ma possano invece contribuire a rafforzare l’efficienza gestionale e possano realizzarsi in termini di maggiore trasparenza di quella che caratterizza i rapporti informali tra azionariato di controllo e consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata.

Vorrei concludere con una considerazione che prende spunto dalle più recenti vicende che hanno interessato il nostro sistema bancario e quello di altri paesi.

Le fondazioni bancarie non sono forse i soci stabili ideali (sul piano teorico) di una banca e non è detto che in futuro siano in grado di mantenere questo ruolo assicurando il necessario sostegno finanziario alla crescita delle banche partecipate, ma sono decisamente migliori di altri che po-

⁽⁴⁴⁾ Così A. BENESSIA, *op. cit.*, p. 29.

⁽⁴⁵⁾ V. *retro* al par. 2 e alle note 13 e 14. Anche il nostro Codice di Autodisciplina delle società quotate, seppure in modo molto più timido e generico, prevede che il consiglio di amministrazione si adoperi “per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli”.

⁽⁴⁶⁾ Il buon funzionamento di questo rapporto nella prospettiva di realizzare una finanza più efficacemente orientata al servizio dell’economia reale, dipende in misura determinante dalla capacità delle fondazioni di rendersi corrette interpreti delle necessità economiche dei territori, non in chiave di tutela di interessi particolaristici o di campanile, ma in una prospettiva di contributo alla crescita del Paese e di consapevolezza del ruolo che la banca, in relazione alle sue caratteristiche dimensionali ed operative e nel rispetto della sua vocazione imprenditoriale, può essere chiamata a svolgere.

In questo senso, al fine di rendere più efficace e trasparente questa funzione di “veicolo” delle esigenze economiche dei territori, le fondazioni, più di quanto non abbiano fatto sino ad ora, dovrebbero dotarsi, anche attraverso iniziative congiunte, di adeguati strumenti per l’acquisizione di dati e informazioni o partecipare ad osservatori che consentano di presentarsi come interlocutori in grado di esprimere indicazioni e proposte meditate e condivise.

trebbero prendere il loro posto. Tra questi “altri”, non va dimenticato, c’è anche lo Stato e, come la recente crisi finanziaria ha dimostrato, la tentazione statale di intervenire sull’impresa bancaria per condizionarne le scelte in nome di una malintesa concezione della responsabilità sociale dell’impresa e della natura di “pubblico servizio” delle banche è riemersa prepotentemente nella disciplina di sostegno alle crisi bancarie e in autorevoli orientamenti governativi.

Le fondazioni, là dove le risorse disponibili e le condizioni della banca partecipata lo hanno consentito, hanno decisamente respinto questo tentativo fornendo il proprio sostegno nei momenti più critici e riaffermando la propria fiducia nei meccanismi di mercato anche nel momento in cui molti altri investitori istituzionali questa fiducia mostravano di averla perduta o approfittavano per speculare sui fallimenti del mercato.

E’ stato certamente un comportamento responsabile, che ha consentito alle banche italiane di non ricorrere o di ricorrere in misura molto contenuta agli aiuti di stato e di non subire i relativi condizionamenti e alle fondazioni di salvaguardare il proprio patrimonio e che, in un giudizio complessivo, compensa ampiamente ambiguità e anomalie che si sono manifestate ed alle quali sarà, comunque, necessario continuare a riservare, in futuro, una adeguata attenzione⁽⁴⁷⁾.

⁽⁴⁷⁾ Nell’economia di questo studio, non mi è possibile affrontare diffusamente il tema della vigilanza sulle fondazioni bancarie in merito al quale va segnalata la recente sentenza del TAR del Lazio del 4/12/2009 che ha accolto il ricorso promosso dalla Fondazione Roma (ex Fondazione Cassa di Risparmio di Roma) volto ad ottenere il riconoscimento che, a seguito dell’intervenuta dismissione della partecipazione di controllo in società bancarie, è venuta meno la soggezione alla vigilanza del Ministero dell’Economia e delle Finanze. Mi limito soltanto ad osservare che, a mio avviso, il mantenimento da parte delle fondazioni della posizione di socio stabile della banca conferitaria (o di quella risultante da successive operazioni di fusione), ma privo di una partecipazione di controllo diretto o indiretto della stessa, non è argomento a supporto della necessaria permanenza della vigilanza in capo al Mef. A favore di questa interpretazione non milita soltanto la lettera dell’art. 10, comma 1°, D.Lgs. n. 153/1999, che ricollega la permanenza della vigilanza del Mef all’esistenza di una situazione di controllo diretto o indiretto, ma possono addursi anche considerazioni di carattere sostanziale sul venir meno delle ragioni che giustificano il controllo ministeriale.

La fondazione che detiene una partecipazione minoritaria, seppure rilevante, in una banca è equiparabile ad un qualsiasi investitore privato che detenga una partecipazione bancaria rilevante e, come tale, è soggetta ai controlli sulle partecipazioni al capitale delle banche disposti dal T.U. bancario e a quelli relativi agli assetti proprietari delle società quotate previsti dal T.U. dell’intermediazione finanziaria. Non vi è alcuna ragione che giustifichi un diverso trattamento in relazione alla natura delle fondazioni bancarie e all’originaria qualificazione degli enti conferenti quali elementi del sistema del credito e del risparmio, poichè, come ha riconosciuto la Corte Costituzionale nelle citate sentenze del 2003, le fondazioni bancarie “non sono più (a differenza degli originari enti pubblici conferenti) elementi costitutivi del credito e del risparmio”.

Non mi convince, tuttavia, l’interpretazione accolta dal TAR del Lazio nella sopracitata sentenza secondo la quale con il DPR, 10/2/2000, n. 361, si sia realizzata la condizione prevista dall’art. 10, D.Lgs. n. 153/1999 per la cessazione della vigilanza del Mef (il provvedimento sopracitato non ha introdotto, infatti, una “nuova disciplina dell’autorità di controllo sulle persone giuridiche di cui al titolo II del libro primo del codice civile” ma si è limitato a regolare la semplificazione del procedimento di riconoscimento e di approvazione delle modifiche statutarie) e ancor meno l’affermazione per cui “l’autorevole vigilanza prefettizia, necessariamente sopravveniente, laddove non s’intenda lasciare gli organismi in parola privi di tutela, sia del tutto idonea a realizzare la necessaria sovrintendenza sulla gestione e sulla attività delle fondazioni, quale possa essere l’origine e derivazione dal passato”. Parlando di “nuova disciplina dell’autorità di controllo”, l’art. 10 si riferisce senza ombra di dubbio al progetto, peraltro non ancora realizzato, di superamento della vigilanza prefettizia con la costituzione di una nuova autorità di controllo sulle persone giuridiche private, investita di più ampie funzioni e di una più specifica competenza.

Ritengo, piuttosto, che la particolare importanza economica e la specificità della gestione del patrimoni di questi enti non potrà motivare la costituzione di un’apposita sezione dedicata alla vigilanza sulle fondazioni bancarie nell’ambito della costituenda autorità di controllo sulle persone giuridiche di cui al titolo II del libro primo del codice civile.