

ENTE PER GLI STUDI
MONETARI, BANCARI E FINANZIARI
LUIGI EINAUDI



“VERSO UN SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO EUROPEO?”

Paolo Gualtieri
Daniela Vandone

Strutture proprietarie
e modelli di governo
societario dei principali
sistemi finanziari europei

Quaderni di Ricerche
numero 29

ENTE PER GLI STUDI
MONETARI, BANCARI E FINANZIARI
LUIGI EINAUDI

Quaderni di Ricerche
numero 29

“VERSO UN SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO EUROPEO?”

Paolo Gualtieri
Daniela Vandone

Strutture proprietarie
e modelli di governo
societario dei principali
sistemi finanziari europei

Il saggio, pubblicato in questo numero dei Quaderni, è stato realizzato nell'ambito della ricerca: *“Verso un sistema bancario e finanziario europeo?”* promossa dall'Ente nel 1999, con la presidenza del professor Tancredi Bianchi.

La ricerca, coordinata dal professor Marco Onado, ha come fine l'individuazione delle strategie competitive delle banche nell'ambito dell'Unione Europea, tenendo in considerazione aspetti e conseguenze sia dell'adozione di una moneta unica sia dell'irreversibile processo d'integrazione dei mercati monetari e finanziari.

Il progetto si articola in cinque sottoprogetti diretti da: Marcello De Cecco e Giangiacomo Nardozi, Giancarlo Forestieri, Marco Onado, Francesco Cesarini, Pierluigi Ciocca.

Il lavoro di Paolo Gualtieri e Daniela Vandone si inserisce nel sottoprogetto “Modelli organizzativi e ruolo delle grandi banche” diretto da Francesco Cesarini.

Informazioni sulla struttura del progetto di ricerca e sui partecipanti ai sottoprogetti sono disponibili sul sito: www.entelugieinaudi.it.

La ricerca è stata interamente finanziata da alcune aziende di credito. Il finanziamento, versato attraverso l'Associazione bancaria italiana, è pervenuto da: Banca Credito Agrario Bresciano, Banca Nazionale del Lavoro, Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino, Banca Popolare di Novara, Banco di Sicilia, Cassa di Risparmio di Firenze, Dexia Crediop, Intesa BCI, Monte dei Paschi di Siena, Sanpaolo IMI, UniCredito Italiano.

1. Introduzione

Questo saggio¹ è parte di una ricerca sui modelli organizzativi e sul ruolo delle grandi banche nei sistemi finanziari più evoluti, che a sua volta è incluso in una più ampia ricerca sull'evoluzione verso un sistema bancario e finanziario europeo.

La ricerca sui modelli di governo societario ha l'obiettivo di cogliere le linee di tendenza della *corporate governance* delle grandi banche europee anche per fornire un contributo alla comprensione della possibile evoluzione del processo di concentrazione delle maggiori banche nel nostro continente, processo che sinora è stato essenzialmente domestico nel senso che ha riguardato banche appartenenti a un medesimo paese, ma che si avvia a divenire transnazionale.

La ricerca è divisa in due saggi: il primo ha lo scopo di evidenziare la recente evoluzione e le tendenze degli assetti proprietari delle grandi banche e il secondo ha la finalità di analizzare le relazioni tra proprietà e controllo della gestione.

Il ruolo determinante nella definizione della struttura di governo delle società attribuito ai proprietari del capitale dalla legislazione di tutti i paesi in esame rende indispensabile iniziare una ricerca sui modelli di governo societario partendo dall'analisi degli assetti azionari; una comprensione piena del funzionamento del processo decisionale richiede però anche un'analisi del rapporto tra azionisti e *management*, sia sotto il profilo delle regole normative, o di autodisciplina di comportamento, sia con riguardo all'effettiva applicazione delle regole scritte e talvolta non scritte.

Entrambi i saggi fondano le proprie riflessioni sull'indagine condotta su un campione di banche di grandi dimensioni appartenenti ai principali paesi europei e agli Stati Uniti, che costituiscono per la rilevanza del loro sistema finanziario un punto di riferimento imprescindibile.

Questo primo saggio prevede il censimento delle strutture proprietarie attuali delle banche del campione e l'evoluzione che esse hanno avuto negli anni recenti, mentre il secondo, ancora in corso di

¹ A Paolo Gualtieri sono da attribuire i paragrafi 1, 2 e 4; a Daniela Vandone è da attribuire il paragrafo 3.

elaborazione, studia, essenzialmente attraverso l'analisi del comportamento in assemblea degli azionisti in occasione di delibere importanti nella vita societaria delle banche esaminate (nomina degli amministratori, operazioni di finanza straordinaria, ecc), la misura e il modo in cui gli assetti proprietari hanno determinato la struttura di governo della banca e ne hanno controllato le principali scelte strategiche e di gestione in generale.

Il presente saggio è articolato in tre parti. La prima fornisce alcune riflessioni teoriche sulla relazione tra assetti proprietari e modelli di *governance*, la seconda contiene l'analisi effettuata sul campione di banche e la terza propone alcuni scenari prospettici sugli assetti proprietari delle banche europee.

2. Assetti proprietari e *corporate governance*

Un elemento comune a tutti gli ordinamenti considerati è certamente la circostanza che la titolarità del diritto di voto viene riservata ai soli azionisti e che questa allocazione costituisce il meccanismo principale di controllo della relazione di agenzia tra azionisti e *management*.

In altri termini, il punto focale della struttura organizzativa dell'impresa moderna è la cosiddetta relazione principale-agente cioè l'affidamento del processo decisionale a degli agenti specialisti, i *manager*, il cui comportamento deve essere controllato dai cosiddetti "principali" affinché sia conforme agli obiettivi affidati; la necessità del controllo è tanto maggiore quanto più netta è la separazione tra proprietà e potere di gestione.

L'attribuzione del diritto di voto in via esclusiva agli azionisti discende dall'idea che debba esservi una proporzione tra quantità di rischio e quantità di potere di controllo. Secondo la teoria economica² questa scelta della regolamentazione consegue all'osservazione che gli azionisti, quali *residual claimant*, cioè soggetti che hanno diritto alla ricchezza che residua dopo il pagamento di tutti i debiti, sono coloro che corrono i maggiori rischi d'impresa e quindi che hanno il più forte incentivo a controllare il comportamento del *management*. Essi, infatti, da un lato in caso di distruzione di valore sono i primi a subirne le conseguenze economiche e, dall'altro, nel caso di successo dell'impresa sono i soggetti che ne traggono i maggiori benefici.

In conclusione, il diritto di nominare gli amministratori e quindi in ultima analisi di influire in maniera determinante sulla gestione dell'impresa spetta a coloro che hanno il maggiore interesse a ridurre i costi di agenzia. Schematicamente si può affermare che vale la seguente relazione:

quantità di rischio → grado di interesse alla creazione di ricchezza → quantità di potere di controllo nella gestione

Questa impostazione teorica, pur efficace nell'interpretare l'evoluzione degli assetti di governo delle imprese moderne e spiegarne le ragioni, trascura alcuni aspetti rilevanti delle complesse relazioni di

² Per tutti si vedano Easterbrook e Fischel (1991).

impresa, come è d'altra parte inevitabile per qualsiasi modello teorico che per sua natura è costretto a semplificare i fenomeni.

Infatti, occorre innanzitutto notare che la responsabilità limitata garantita ai soci dalle forme societarie più diffuse trasferisce almeno in parte il rischio di impresa sui creditori e sugli *stakeholder* in generale. Soprattutto nelle imprese più evolute, se si effettua un confronto tra azionisti e principali *stakeholder* allo scopo di indagare la quantità di rischio corso e l'entità dell'interesse che ciascuna classe di essi ha alla creazione di ricchezza si scopre che la posizione, ad esempio, dei dipendenti è in molti casi ben più esposta di quella degli azionisti. Il dipendente spesso ha tutta la sua ricchezza concentrata nella propria professionalità e l'entità di questa ricchezza corrisponde quasi interamente al valore attuale dei redditi da lavoro mentre, come è noto, gli azionisti possono diversificare il rischio componendo un portafoglio di *asset* variegato e, soprattutto nel caso delle società quotate, possono, se lo ritengono, agevolmente e rapidamente vendere le azioni. Pertanto, almeno in certe circostanze, in concreto non sembra rispettata la relazione:

quantità di rischio → grado di interesse alla creazione di ricchezza → quantità di potere di controllo della gestione.

Anche sotto il profilo della relazione:

diritto ai profitti → grado di interesse alla creazione di ricchezza → quantità di potere di controllo della gestione

- che rispetto alla relazione prima menzionata rappresenta l'altro lato della medaglia nel senso che alla quantità di rischio corrisponde il diritto ai profitti residuali - il diritto assoluto degli azionisti di controllare la gestione viene, in taluni casi, messo in discussione. Infatti, il diffondersi di forme di remunerazione variabile sia dei dipendenti, sia di alcuni fornitori di capitale a titolo di debito (obbligazioni indicizzate ai profitti nelle diverse forme tecniche) crea un sempre più elevato numero di classi di *stakeholder* la cui posizione di rischio/profitto attesi è intermedia rispetto a quella dei creditori e degli azionisti.

Questo quadro articolato delle relazioni di impresa spiega l'affermazione di taluni autori³ secondo cui gli azionisti sono proprietari

³ Easterbrook e Fischel (1983).

dell'impresa non più di quanto lo siano gli obbligazionisti, gli altri creditori e i dipendenti.

In effetti, a ben ricordare, la riflessione teorica⁴ sin dagli inizi del secolo scorso ha oscillato tra una visione dell'impresa essenzialmente imperniata sull'ottenimento di profitti e su un sistema di potere fondato sulla ricordata relazione

quantità di rischio → quantità di potere di controllo

e una visione più articolata che riconosce l'esistenza di una pluralità di interessi verso l'impresa meritevoli di tutele ulteriori rispetto a quelli degli azionisti; le posizioni più estreme di quest'ultima visione giungono al punto di negare che l'obiettivo principale dell'impresa sia la generazione di profitti e di esaltare le funzioni sociali soprattutto delle grandi imprese.

Attualmente, come è noto, la linea di pensiero prevalente⁵ è quella secondo la quale l'obiettivo fondamentale che il *management* di un'impresa deve perseguire è la creazione di valore per gli azionisti. Non vi è quindi più discussione, almeno tra la gran parte degli economisti occidentali, su quale sia l'obiettivo fondamentale dell'organizzazione d'impresa: è la creazione di ricchezza, che è di interesse generale e non soltanto di pochi capitalisti. Questa chiave interpretativa trova ragione da un lato nella sempre più ampia diffusione dell'azionariato che vede la partecipazione diretta e indiretta (attraverso fondi di investimento, fondi pensione, ecc.) del grande pubblico dei risparmiatori, dall'altro nel convincimento che creare valore è la condizione essenziale per procedere successivamente alla fase di distribuzione di esso mediante scelte di politica economica che sono sostanzialmente al di fuori delle imprese.

Nonostante il prevalere di questa linea interpretativa, il dibattito sulla definizione della funzione-obiettivo delle imprese non si è esaurito: essa, infatti, tende ad articolarsi, riconoscendo i più che all'obiettivo di creazione di ricchezza si affiancano obiettivi di natura sociale, come ad esempio il mantenimento di determinati livelli occupazionali, la capacità di contribuire allo sviluppo del territorio di insediamento, la capacità di essere scuola di costume se non di cultura, ecc. A ben vedere, il riconoscimento dell'esistenza di funzioni-obiettivo più articolate della sola

⁴ Si ricordano Baumol (1952), Baumol (1962), Berle A. (1954), Rathenau (1960), Veblen (1954), Williamson (1991).

⁵ Blair (1995).

creazione di valore conduce ad attribuire all'impresa stessa una funzione redistributiva della ricchezza che, quanto meno per le imprese di maggiori dimensioni, appare giustificata sotto il profilo dell'equità sociale.

Che la funzione-obiettivo di un'impresa sia articolata non è oramai dai più contestato; il dibattito si incentra sul grado di importanza delle diverse componenti della funzione-obiettivo e soprattutto sul peso della creazione di valore rispetto agli altri elementi.

La concezione anglosassone attribuisce netta preponderanza all'obiettivo della creazione di valore, anche perché ritiene tale modello essenziale per garantire l'efficienza del processo produttivo, pur però – è importante evidenziarlo – senza trascurare le altre funzioni dell'impresa, come dimostrano ad esempio le severe normative *antitrust* e a difesa dei consumatori.

Questa concezione ha come conseguenza che il sistema di organizzazione delle imprese e di distribuzione e di controllo del potere di gestione riflette l'esigenza di fare in modo che il comportamento del *management* sia proteso alla creazione di valore per gli azionisti, che siano osservabili tempestivamente le deviazioni da tale comportamento virtuoso e che si possa intervenire per porre rimedio a queste deviazioni rimettendo sulla via giusta la gestione. In tale logica è evidente che i meccanismi di controllo della gestione devono fondarsi sulla compagine azionaria e sul diritto di quest'ultima di nominare e revocare il *management* e in ultima analisi sull'efficiente allocazione della proprietà del capitale delle società.

In una visione dell'organizzazione d'impresa che riconosce più importanza ad obiettivi di natura sociale acquista maggior rilievo un sistema di potere di gestione fondato su meccanismi di controllo incrociato tra organi societari composti da soggetti portatori di interessi anche diversi da quelli degli azionisti.

Il modello tedesco, che prevede che l'organo di amministrazione (*Vorstand*) dell'impresa sia nominato da un consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*) a sua volta nominato dall'assemblea dei soci e obbligatoriamente composto anche dai rappresentanti dei dipendenti, costituisce il modello di organizzazione d'impresa che viene tipicamente contrapposto a quello anglosassone. Esso nacque nel 1937 dopo una fase di crisi del sistema industriale tedesco che era stato salvato dall'intervento

delle banche le quali avevano utilizzato i mezzi finanziari raccolti dal pubblico dei risparmiatori. Sembrava quindi quasi naturale che le imprese dovessero restituire alla collettività ciò che da essa avevano ricevuto e che quindi l'assetto organizzativo e di potere riflettesse il peso che si intendeva attribuire alla funzione sociale che queste imprese avrebbero dovuto svolgere.

Anche i fautori di questo modello d'impresa cosiddetto renano non ne disconoscono la contingenza e, in una certa misura, l'obsolescenza sotto il profilo dell'efficiente allocazione del capitale ma, nella ricerca di un modello organizzativo che meglio contemperì le esigenze derivanti da una funzione-obiettivo dell'impresa più articolata di quella fondata esclusivamente sulla creazione di valore, ne recuperano gli elementi positivi.

In questa linea interpretativa, che in ultima analisi collega la funzione-obiettivo dell'impresa con il suo assetto proprietario e organizzativo, si deve osservare che il grado di sviluppo oramai raggiunto dai sistemi capitalistici ha come conseguenza l'esistenza di imprese con funzioni-obiettivo molto diverse le une dalle altre, per le quali sono necessarie regole di funzionamento e assetti proprietari e organizzativi differenti affinché il modello d'impresa sia coerente con la funzione-obiettivo assegnata.

Sono numerosi gli esempi che mostrano l'esistenza di una varietà di funzioni-obiettivo delle imprese: i più immediati emergono dal confronto tra le imprese di piccole dimensioni a carattere familiare e le grandi imprese o da quello tra le società private a proprietà concentrata e le società quotate ad azionariato diffuso, ma è evidente che funzioni-obiettivo speciali sono certamente attribuibili ad imprese che operano in settori di particolare rilevanza per la collettività come quello dei *media*, quello bancario, quello delle fonti di energia, ecc.

Inoltre alcune imprese possono raggiungere quote di mercato così rilevanti da condizionare le abitudini dei cittadini e quindi richiedono che nella loro funzione-obiettivo siano inseriti dei vincoli o elementi che conferiscano maggior peso alla loro funzione sociale. Questa condizione vale sia per imprese operanti a livello mondiale in specifici settori (si pensi al caso Microsoft) sia per imprese anche relativamente piccole ma tanto importanti per il territorio di insediamento da essere per esso quasi vitali.

Queste diversità di funzione-obiettivo sono a mio avviso riconosciute dagli ordinamenti giuridici dei principali paesi industrializzati, che tendono a disciplinare in modo differente le piccole imprese rispetto alle grandi e le società quotate rispetto alle altre. Allo stesso modo può essere interpretato il ricorso sempre più frequente a legislazioni speciali, miranti a disciplinare l'attività di alcuni soggetti imprenditoriali per i quali l'ordinamento riconosce l'esistenza di funzioni peculiari che esigono un sistema di regole coerenti con esse.

Tra le imprese speciali vi sono certamente le banche, le quali hanno una funzione-obiettivo più complessa della sola massimizzazione del valore per gli azionisti, principalmente perché esse sono un punto di snodo fondamentale nel processo di allocazione del risparmio delle famiglie agli investimenti produttivi e sono strumento essenziale del sistema dei pagamenti e quindi delle transazioni commerciali. Esse perciò svolgono un'attività che influenza grandemente la crescita economica di un paese e quindi il benessere sociale dei suoi cittadini.

Il riconoscimento di una funzione-obiettivo molto speciale, più orientata a perseguire gli interessi della collettività che quelli degli azionisti, aveva condotto in molti paesi nel corso del '900 a sistemi bancari essenzialmente di proprietà dello Stato e a una legislazione bancaria orientata a fare in modo che gli enti creditizi fossero amministrati in modo rigidamente controllato da autorità pubbliche che avessero come principale obiettivo la tutela di interessi generali.

Lo scarso peso attribuito, nell'ambito della funzione-obiettivo, alla creazione di ricchezza ha in molti casi determinato gravi inefficienze nella gestione delle banche sino al punto di mettere in crisi quelle insediate nelle aree industrialmente più deboli. Questa circostanza, unitamente al processo di liberalizzazione dei mercati dei capitali e del commercio che ha accresciuto la concorrenza tra banche di diversi paesi, ha spinto il legislatore e le autorità di vigilanza sui sistemi bancari a promuovere un deciso processo di privatizzazione.

L'inevitabile ricorso al mercato degli investitori istituzionali e individuali - necessario non solo per realizzare le dismissioni ma anche per garantire un livello di patrimonializzazione degli enti creditizi adeguato a sostenere i rischi dell'attività accresciutisi anche per effetto del maggior grado di concorrenza - ha immediatamente comportato che nella

funzione-obiettivo delle banche assumesse la massima rilevanza la creazione di valore per gli azionisti: almeno sotto questo profilo, le banche oggi sono più simili alle altre grandi imprese quotate.

Benché tutte le principali banche europee e del Nord America siano oramai private, come si evince anche dall'analisi sugli assetti proprietari delle banche del campione della nostra ricerca, il processo evolutivo non può dirsi completato. Gli assetti proprietari non sono probabilmente definitivi per almeno tre ragioni:

- 1) nel capitale di molte banche è ancora presente lo Stato in forme dirette e indirette in conseguenza dell'inevitabile gradualità del programma di privatizzazione;
- 2) il processo di concentrazione del sistema non è probabilmente completato, soprattutto perché non vi sono state ancora significative aggregazioni transnazionali che la tendenza all'unificazione dei costumi, degli ordinamenti e politica inevitabilmente produrrà;
- 3) il perimetro dell'attività di intermediazione finanziaria è in evoluzione e crea da un lato interesse per le banche da parte di operatori di altri settori e dall'altro l'interesse degli enti creditizi ad imprese attive in altre industrie.

Le questioni aperte sono quindi ancora numerose.

In primis non è chiaro quale sarà un assetto azionario tendenzialmente stabile dei principali gruppi bancari europei e non è facilmente intuibile se tale assetto verrà condizionato dalla funzione-obiettivo che il mondo politico e le autorità di vigilanza intendono attribuire alle banche o se al contrario questa sarà definita dagli assetti azionari imposti dal mercato.

In secondo luogo non sembra oggi prevedibile il potere di gestione che avranno i principali azionisti: è possibile che essi dovranno condividere il loro potere con autorità pubbliche o comunque portatrici di interessi collettivi o che dovranno subire il dominio del *management* che tenderà ad autopertuarsi svincolato da effettivi controlli per effetto di modelli organizzativi fondati su un sistema di pesi e contrappesi troppo complicato.

3. L'analisi del campione di banche

Il campione oggetto di osservazione è formato complessivamente da ventiquattro banche, tutte di “maggiori dimensioni”, rappresentative di nove paesi: Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti e Svizzera. Nella Tabella 1 si riportano le banche selezionate ordinate per totale dell'attivo e per capitalizzazione di borsa.

Tabella 1. Dimensione banche per totale attivo e capitalizzazione di borsa
(dati in mln di euro; totale attivo a dicembre 2000, capitalizzazione a dicembre 2001)

banca	(classifica The Banker)	naz.	totale attivo	banca	naz.	capitaliz. di borsa
Deutsche Bank	(3)	DE	940.039	Bank of America	US	125.220
J.P. Morgan	(4)	US	759.153	HSBC	UK	123.804
HSBC	(6)	UK	723.927	J.P. Morgan	US	76.432
Bayerische	(7)	DE	716.504	UBS	CH	73.043
UBS	(8)	CH	714.197	Lloyds	UK	70.044
BNP Paribas	(9)	FR	694.028	Barclays	UK	62.459
Bank of America	(10)	US	681.514	Credit Suisse	CH	57.517
Credit Suisse	(11)	CH	648.448	ING Group	NL	56.435
ABN Amro	(13)	NL	544.532	Bank One	US	51.762
Barclays	(18)	UK	493.054	Deutsche Bank	DE	49.299
Commerzbank	(20)	DE	459.665	BNP Paribas	FR	44.520
Société Générale	(22)	FR	455.875	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	ES	43.144
ING Group	(25)	NL	406.394	Banco Santander Central Hispano	ES	37.861
Banco Santander Central Hispano	(27)	ES	348.925	ABN Amro	IT	28.252
IntesaBCI	(30)	IT	332.267	Société Générale	FR	27.068
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	(32)	ES	300.414	Unicredito	IT	22.661
Bank One	(37)	US	285.790	San Paolo IMI	IT	16.926
Lloyds	(43)	UK	267.150	Fortis	BE	16.601
Dexia	(46)	BE	257.726	IntesaBCI	IT	16.493
Unicredito	(51)	IT	202.656	Commerzbank	DE	9.401
Credit Lyonnais	(55)	FR	188.006	Dexia	BE	8.377
San Paolo IMI	(61)	IT	172.101	Credit Lyonnais	FR	8.207
Banca di Roma	(67)	IT	134.739	Banca di Roma	IT	3.057
Fortis	(nd)	BE	-	Bayerische	DE	n.d.

Fonte: The Banker

Nei paesi di origine tutte le banche del campione sono classificate come banche di maggiori dimensioni; tuttavia, il confronto *cross-border* evidenzia differenze significative. Le banche tedesche sono di dimensioni maggiori in termini di totale attivo, pur presentando al loro interno significative differenze (il totale attivo di Commerzbank è pari alla metà di quello di Deutsche Bank). Le grandi banche italiane presentano invece un attivo di bilancio considerevolmente inferiore a quello dei concorrenti

europei. La maggior banca italiana in termini di attivo, IntesaBCI, ha infatti una dimensione pari a circa un terzo della maggior banca del campione, Deutsche Bank, e le due banche più piccole del campione sono le italiane Banca di Roma e San Paolo IMI.

Si noti che, a differenza di quanto ci si potrebbe aspettare, non sempre vi è corrispondenza tra la dimensione delle banche e quella dell'economia del paese di origine. Le banche svizzere soprattutto, ma anche quelle olandesi e belghe, pur appartenendo a paesi molto piccoli, hanno infatti dimensioni significative.

Per quanto riguarda, invece, la capitalizzazione di borsa, si osserva in primo luogo che tutte le banche del campione sono quotate; questa circostanza segnala che per le imprese di grandi dimensioni la quotazione in borsa è un passo essenziale per il rafforzamento patrimoniale e quindi per sostenere la crescita.

Con riferimento all'ordinamento delle banche per capitalizzazione di borsa si osserva che non sempre vi è corrispondenza con il *ranking* per totale dell'attivo, a evidenza che ci sono banche che pur svolgendo meno attività creditizia in senso stretto, e quindi con un totale attivo inferiore, hanno una capitalizzazione più elevata e dunque valgono di più. Ad esempio, Deutsche Bank, al primo posto per totale attivo, è invece decima per capitalizzazione di borsa, con un valore pari a poco più di un terzo di Bank of America. Registrano un elevato valore di borsa le banche svizzere e olandesi pur appartenendo, come si è già notato, a paesi relativamente piccoli; questa evidenza dipende sia dall'elevato grado di concentrazione del sistema di quei paesi sia dalla maggiore presenza internazionale di queste banche rispetto alle banche appartenenti ad altri paesi europei.

L'analisi dei dati considera i diversi profili che caratterizzano la struttura proprietaria della banca:

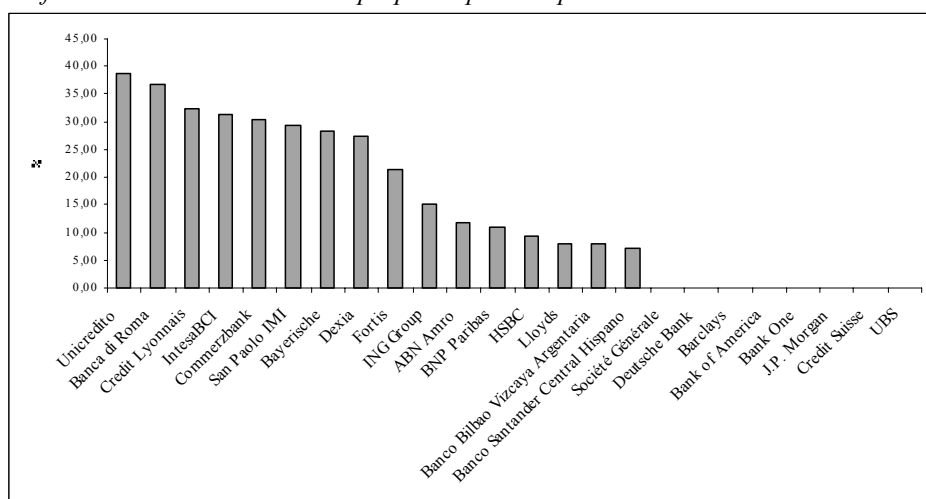
- il tipo di azionariato, diffuso o concentrato;
- la nazionalità degli azionisti, domestici o esteri;
- la composizione della compagine sociale, in particolare il ruolo degli azionisti pubblici, la partecipazione dei dipendenti, il peso delle compagnie di assicurazione e degli investitori istituzionali.

3.1 La concentrazione della proprietà

Per quanto riguarda la concentrazione della proprietà dai dati emerge una differenza tra gli istituti bancari anglosassoni, spagnoli e svizzeri da un lato e gli istituti degli altri paesi dell'Europa continentale dall'altro. I primi presentano una struttura azionaria riconducibile al modello della *public company*, si caratterizzano cioè per l'elevata diffusione della proprietà azionaria tra i risparmiatori, mentre i secondi presentano una proprietà maggiormente concentrata.

Nel grafico che segue per ogni istituto si è calcolata la quota di capitale sociale detenuta dai primi tre azionisti. Le banche sono state poi ordinate in ordine decrescente di concentrazione della proprietà; gli istituti posizionati nella parte destra del grafico sono quelli ad azionariato molto diffuso, per i quali si è indicata una percentuale di concentrazione della proprietà pari a zero.

Grafico 1. Concentrazione della proprietà presso i primi tre soci



Fonte: nostre elaborazioni su dati BankScope

Dal grafico emerge che le banche del campione sono, da un punto di vista numerico, egualmente distribuite in termini di concentrazione della proprietà, ad evidenza del fatto che, come è noto, non esiste in generale un modello prevalente di struttura azionaria. In dodici casi, infatti, la concentrazione della proprietà relativa ai primi tre azionisti è superiore al 10%; tredici banche presentano invece una struttura ad azionariato diffuso.

Ben tre delle prime quattro banche sono italiane e il San Paolo IMI, che tra le banche domestiche presenta il livello di concentrazione più basso, è comunque al sesto posto. La scarsa diffusione del capitale delle banche italiane è ancora più evidente se si compie un esame dettagliato della compagine azionaria (Tabella 2) dal quale emerge che l'azionista principale detiene sempre una partecipazione superiore al 15% del capitale sociale e che la somma delle quote dei primi tre azionisti non è mai inferiore al 30%.

Tabella 2. Primi tre azionisti: quota di partecipazione, nazionalità, natura (dati in % al 30 settembre 2001)

	<i>quota</i>	<i>nazionalità</i>	<i>natura</i>
SAN PAOLO IMI			
Compagnia di San Paolo	16,16	IT	Fondazione
BSCH	7,03	ES	Banca
MPS	6,17	IT	Banca
UNICREDITO			
Fondazione CR Verona	19,26	IT	Fondazione
Fondazione CR Torino	14,51	IT	Fondazione
Allianz	4,94	DE	Assicurazione
BANCA DI ROMA			
Fondazione CR Roma	18,00	IT	Fondazione
Toro Assicur.	10,05	IT	Assicurazione
ABN AMRO	8,71	NL	Banca
INTESABCI			
Caisse nationale de credit agricole	15,00	FR	Banca
Fondazione Cariplo	9,92	IT	Fondazione
Generali	6,35	IT	Assicurazione

Fonte: nostre elaborazioni su dati BankScope

La Tabella 3 sintetizza i dati del Grafico 1 raggruppando in tre classi le banche con concentrazione della proprietà relativa ai primi tre azionisti superiore al 10%.

Tabella 3. Concentrazione della proprietà relativa ai primi tre azionisti

<i>più di 30%</i>	<i>tra 20% e 30%</i>	<i>tra 10% e 20%</i>
IT	IT	NL
IT	DE	NL
FR	BE	FR
IT	BE	
DE		

La tabella evidenzia sia l'esistenza di differenze tra i paesi sia che all'interno di ciascun paese vi è l'adozione dello stesso modello di struttura proprietaria. In particolare, oltre al fatto che l'Italia presenta livelli di concentrazione della proprietà in media più elevati rispetto agli altri paesi, si noti che per entrambe le banche belghe del campione i primi tre azionisti detengono tra il 20% e il 30% del capitale e i primi tre azionisti delle banche olandesi detengono complessivamente tra il 10% e il 20% del capitale.

Va notato infine che le banche che presentano un più elevato livello di concentrazione della proprietà sono tendenzialmente banche di dimensioni minori in termini di totale attivo; ciò vale sia con riferimento all'intero campione (Unicredito, Banca di Roma, Credit Lyonnais, IntesaBci) sia se si confrontano le banche del medesimo paese di origine (Commerzbank in Germania e Dexia in Belgio).

Anche se alcuni istituti presentano livelli di concentrazione della proprietà significativi, in generale la tendenza mostrata dall'evoluzione del capitale negli anni recenti è comunque alla dispersione della proprietà. Tale evoluzione è inevitabile al crescere della dimensione dell'impresa e dello sviluppo dei mercati finanziari; questo nostro convincimento sembra avvalorato proprio dalla circostanza che le banche italiane, che come si è visto presentano i livelli di concentrazione della proprietà più elevati, sono anche quelle di dimensioni inferiori.

3.2 La nazionalità degli azionisti

Per le banche con azionariato poco diffuso, le uniche per le quali ha evidentemente senso approfondire l'analisi delle caratteristiche degli azionisti rilevanti, si è considerata la provenienza dei primi tre azionisti specificando l'incidenza percentuale della quota di nazionalità domestica e, nell'ultima colonna, la nazionalità estera degli altri azionisti rilevanti (Tabella 4).

Tabella 4. Nazionalità azionisti rilevanti
(dati in %)

	Nazionalità banca	Incidenza nazionalità domestica su primi tre azionisti	Nazionalità altri azionisti rilevanti
Bayerische	DE	100,00	-
Dexia	BE	100,00	-
ING Group	NL	100,00	-
ABN Amro	NL	100,00	-
Unicredito	IT	87,24	DE
San Paolo IMI	IT	76,05	ES
Commerzbank	DE	67,21	IT
IntesaBCI	IT	52,00	FR
Credit Lyonnais	FR	51,39	DE
Banca di Roma	IT	51,03	NL
Fortis	BE	47,91	FR

Fonte: nostre elaborazioni su dati BankScope

Gli azionisti domestici prevalgono sempre su quelli esteri. In particolare, le banche di maggiori dimensioni, o che si sono particolarmente concentrate sul processo di espansione all'estero (Paesi Bassi), sono caratterizzate dall'assenza di azionisti esteri nella compagine proprietaria, con una incidenza degli azionisti domestici sui primi tre azionisti pari al 100%. La nazionalità degli azionisti esteri rilevanti è eterogenea.

Anche nell'analisi della nazionalità degli azionisti lo spaccato della situazione italiana fornisce indicazioni interessanti.

In tutti i casi (Tabella 2) si osserva la presenza di un socio estero tra i primi tre azionisti rilevanti; il Crédit Agricole detiene addirittura la quota individuale più alta nel capitale di IntesaBci. Con riferimento invece alla natura degli azionisti esteri in ben tre casi – Banco Santander Central Hispano per il San Paolo IMI, ABN Amro per la Banca di Roma e Crédit Agricole per IntesaBci – si tratta di banche, mentre in un caso, Allianz per Unicredito, si tratta di una compagnia di assicurazioni. Si noti che, mentre banche estere maggiori detengono quote rilevanti nelle nostre banche, nessuna delle nostre banche detiene partecipazioni rilevanti nei principali istituti europei (l'unica partecipazione rilevante detenuta da una società italiana in una banca estera del campione è quella della compagnia di assicurazione Generali, che detiene una quota del capitale di Commerzbank).

3.3 *La natura degli azionisti*

Per quanto riguarda in primo luogo il peso dei soggetti pubblici nella struttura proprietaria delle banche, se è vero che tutti i sistemi bancari sono ormai privatizzati è anche vero che in alcuni paesi i soggetti pubblici hanno ancora un ruolo non marginale nella compagine azionaria.

Questo vale sicuramente per l'Italia: le fondazioni, in maggioranza pubbliche, sono i soci che detengono la quota più elevata di capitale, ad esclusione del gruppo IntesaBci dove la fondazione Cariplo è comunque al secondo posto (Tabella 2).

La presenza di azionisti pubblici non è tuttavia una caratteristica esclusiva del sistema bancario italiano: anche Dexia (15,2%), Credit Lyonnais (9,5%), Bayerische (6,7%) e HSBC (4,5%) hanno un socio pubblico di rilievo nella compagine azionaria.

Relativamente alla natura degli azionisti rilevanti diversi dalle banche, una presenza importante è senza dubbio quella delle compagnie di assicurazione. Tra le dodici banche con azionariato poco diffuso (cfr. tabella 3) in ben undici casi le compagnie di assicurazione compaiono tra gli azionisti rilevanti; per quanto riguarda le banche italiane questo vale per tutti i quattro istituti del campione (Tabella 2). Le compagnie di assicurazione rappresentano dunque un canale importante per il controllo delle banche.

Spicca invece la scarsa presenza degli investitori istituzionali, che non compaiono mai tra gli azionisti rilevanti delle banche italiane e solo raramente sono presenti nella compagine azionaria delle altre banche del continente. Anche nel Regno Unito, pur essendo presenti, gli investitori istituzionali vengono citati dalle società di ricerca in modo generico; a differenza degli Stati Uniti dove gli investitori istituzionali sono stabilmente presenti, in Europa è verosimile che essi utilizzino la forma del disinvestimento come meccanismo di *corporate governance*.

Da ultimo, anche i dipendenti non sembrano avere in generale un ruolo significativo nella struttura proprietaria delle banche. Solo in pochi casi, Deutsche Bank (11%), Société Générale (8,5%) e Credit Lyonnais (5,4%), i dipendenti sono azionisti in modo significativo e con un ruolo di un qualche rilievo nel governo societario.

4. Tendenze evolutive degli assetti proprietari delle grandi banche europee

L'analisi empirica presentata nel precedente paragrafo evidenzia che sinora non è emerso per le banche europee un modello proprietario prevalente ed infatti, come si è visto, circa la metà delle banche del campione ha un assetto azionario relativamente concentrato, cioè costituito da cosiddetti noccioli duri che garantiscono il controllo del gruppo bancario, e un'altra metà presenta un azionariato molto frammentato.

La struttura proprietaria delle banche del medesimo paese è piuttosto simile e ciò a motivo probabilmente dell'influenza che sull'assetto azionario esercitano sia la normativa sia l'evoluzione storica di ciascun sistema bancario domestico.

La composizione della compagine azionaria delle grandi banche negli anni recenti (la ricerca ha osservato l'evoluzione dell'ultimo triennio) non si è modificata in modo rilevante, probabilmente perché i grandi cambiamenti sono avvenuti tra gli inizi e la metà degli anni '90. Alcune linee di tendenza sono però intuibili sulla base dei dati dell'analisi.

Innanzitutto il processo di privatizzazione delle banche europee è stato quasi completato, anche se si registra la presenza di azionisti pubblici con quote azionarie di rilievo non solo in Italia ma anche in diversi degli altri paesi europei. La tendenza ad un'ulteriore riduzione della presenza di azionisti pubblici si registra nei dati dell'ultimo triennio ed è presumibile che continui, essendo oramai esaurito il ruolo storico, di portatori di interessi generali, svolto da questi soggetti e non essendo più indispensabile il contributo di mezzi finanziari da essi fornito agli enti creditizi. Infatti tutte le banche del campione sono quotate in borsa, probabilmente perché hanno sostituito lo Stato con il mercato, che è divenuto il canale fondamentale per raccogliere le risorse finanziarie al fine di sostenere lo sviluppo.

La necessità del ricorso al mercato per incrementare il grado di patrimonializzazione ha come conseguenza fondamentale che la creazione di valore per gli azionisti diviene l'elemento largamente preponderante della funzione obiettivo. La capacità di attrarre gli investitori, soprattutto quelli istituzionali, è essenziale sia per realizzare aumenti di capitale sia

per assumere una posizione di forza nel processo di aggregazione. La creazione di valore per gli azionisti diviene quindi la finalità guida della moderna gestione bancaria, con l'inevitabile messa in secondo piano delle funzioni più tipicamente sociali storicamente svolte dalle banche in diversi paesi europei.

Un'altra linea di tendenza intuibile è l'evoluzione verso compagini azionarie frammentate, secondo il modello prevalente negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. Questa tendenza sembra emergere dalla circostanza che anche nei paesi in cui le banche esaminate hanno in prevalenza un azionariato ancora concentrato, quelle di più grandi dimensioni presentano un azionariato più diffuso: sembrerebbe quindi esservi una relazione positiva tra dimensione e grado di frammentazione della compagine azionaria. Di conseguenza, se, come le dinamiche competitive lasciano presumere, il processo di concentrazione delle grandi banche europee non è ancora completato ed anzi siamo vicini all'avvio di una fase di aggregazioni transnazionali, nei prossimi anni il numero dei grandi gruppi bancari europei ad azionariato diffuso crescerà. Questa linea di tendenza è coerente anche con l'accennato processo di sostituzione dello Stato con i mercati finanziari quale fonte di risorse a titolo di capitale. In questo processo l'Italia sembra essere il paese europeo più indietro, forse anche perché le sue banche sono tra le più piccole in termini sia di dimensione dell'attivo sia di capitalizzazione di borsa.

Qualche elemento di tendenza è ricavabile anche dall'analisi delle partecipazioni detenute da azionisti bancari esteri. Si noti infatti che le banche che registrano una partecipazione al capitale da parte di azionisti bancari esteri in misura relativamente significativa sono le banche più piccole del campione (in particolare quelle italiane) e quelle più deboli sotto il profilo competitivo (una banca tedesca e una francese). Le banche più grandi non registrano la presenza di azionisti bancari esteri forti. Queste evidenze fanno presumere che le partecipazioni al capitale sono state assunte nelle banche relativamente più piccole o più deboli sotto il profilo competitivo nel presupposto probabilmente che esse non avranno nel lungo termine la capacità di competere in un mercato europeo più integrato di quello attuale. Sotto questo profilo appare, ad un estremo, debole la posizione delle banche italiane, e, all'altro estremo, forte quella delle banche inglesi e olandesi.

Un ruolo determinante negli assetti proprietari delle banche sembrano averlo le compagnie di assicurazioni, le quali sono presenti praticamente in tutte le compagini societarie esaminate. Esse probabilmente sono state in molti casi elemento portante dei noccioli duri creati per assicurare alle banche un azionariato stabile dopo la fase di privatizzazione ed è prevedibile che avranno un ruolo di rilievo anche nella prospettiva di una frammentazione ulteriore delle compagini azionarie, anche tenuto conto del peso che esse vanno assumendo nell'attività di *asset management*. Un aspetto che varrebbe la pena di indagare più approfonditamente e parallelamente alla presente ricerca è l'evoluzione degli assetti proprietari e del potere di controllo delle grandi compagnie di assicurazione europee per cogliere l'esistenza di eventuali parallelismi o incroci con il sistema bancario.

Da ultimo si noti che in Germania, Francia e Inghilterra la percentuale del capitale delle banche detenuta dai dipendenti è in alcuni casi assai significativa. Su questo punto, nella seconda parte della presente ricerca si cercherà di verificare l'effettivo peso che essi hanno avuto nelle decisioni assembleari e quindi nel determinare la gestione delle banche.

Sotto il profilo del potere di gestione, se le linee di tendenza sono quelle dianzi descritte dell'emergere di compagini azionarie frammentate prive di singoli azionisti effettivamente in grado di esercitare un controllo deciso sul *management*, è presumibile che prevarrà un modello organizzativo fondato sul ruolo dominante del *management* in un quadro di netta separazione tra proprietà e controllo della gestione secondo lo schema delle grandi *corporation* statunitensi.

C'è da chiedersi se l'Europa sia preparata a questa evoluzione; infatti, a causa delle diverse esperienze e tradizioni e del differente grado di sviluppo dei mercati finanziari rispetto agli Stati Uniti, i meccanismi, normativi e di mercato, di regolazione del comportamento del *management* in Europa non sono ancora del tutto messi a punto. E il problema non è di facile soluzione, poiché il vecchio continente non ha ancora scelto se seguire in modo deciso il modello anglosassone o se ricercare un modello organizzativo che tenga in maggior conto le sue tradizioni. Nel settore bancario potrebbe accadere che la spinta verso una competizione internazionale, essenzialmente dovuta alla libera movimentazione dei capitali e alle nuove tecnologie, imponga ineluttabilmente il modello statunitense delle grandi *corporation* quotate

ad azionariato diffuso e quindi costringa i *policy makers* europei ad adeguare di conseguenza, e quasi forzatamente, la legislazione e l'assetto istituzionale del sistema finanziario.

Se lo scenario che si prefigura è quello ipotizzato, sarà di fondamentale importanza il ruolo del mercato finanziario quale canale per sostenere la crescita delle banche e quindi necessariamente la creazione di valore per gli azionisti diverrà ancor di più l'elemento nettamente preponderante nella funzione-obiettivo degli enti creditizi e finirà col guidare tutte le scelte importanti del *management*. In questo quadro, quale spazio resterà per le altre funzioni a valenza maggiormente sociale che da sempre le banche hanno svolto? Non sono più attuali? Oppure verranno svolte da banche più piccole, di dimensione locale e quindi più radicate nel territorio di insediamento? Oppure verranno individuati meccanismi di *governance* idonei a meglio contemperare i diversi interessi degli azionisti e dei numerosi *stakeholders* delle grandi banche?

A parer mio è auspicabile che i modelli di *governance* che prevarranno tengano conto dell'importanza che le banche abbiano una funzione-obiettivo un po' più articolata della sola creazione di valore per gli azionisti. Infatti alcuni valori duraturi come la fiducia dei consumatori, che non sono sempre adeguatamente apprezzati dai mercati azionari i quali adottano nelle loro valutazioni orizzonti di relativamente breve periodo, richiedono comportamenti gestionali attenti alle istanze di tutti i soggetti che a vario titolo hanno interesse allo sviluppo e al successo della banca, anche se tali comportamenti producono costi immediati i cui benefici emergono nel lungo o nel lunghissimo periodo.

Riferimenti bibliografici

- Blair M. (1995), *Ownership and Control: rethinking Corporate Governance for the 21st Century*, Washington DC
- Baumol W.F. (1952), *Welfare Economics and the Theory of the State*, London, Longman
- Baumol W.F. (1962), *On the Theory of Expansion of the Firm*, in “American Economic Review”, n. 52
- Berle A. (1954), *The 20th Century Capitalism Revolution*, New York, Harcourt, Brace & Co.
- Easterbrook F. H. e Fischel D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, in “Journal of Law & Economics”, n. 26
- Easterbrook F. H. e Fischel D. R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Massachusetts
- Forestieri G. e Onado M. (1998), *Governo societario e imprese bancarie*, in “Banca Impresa e Società”, n. 1
- Lamandini M. (2001), *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino
- Rathenau W. (1960), *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in “Rivista delle società”, pp. 912 e ss.
- Veblen T. (1954), *Absentee Ownership and Business Enterprise*, in “Recent Times. The Case of America”, New York, ristampato da The Viking Press, New York
- Williamson O. E. (1991), *L'organizzazione economica*, trad. it., Il Mulino, Bologna, ed. orig. *Economic Organization*, Wheatsheaf Books, Brighton, 1986