

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurate

M. BIANCHI - M. BIANCO - T. BIANCHI - M. SARCINELLI

“I CONFLITTI D’INTERESSE E I SERVIZI D’INVESTIMENTO”

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
***“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria
nell’evoluzione del contesto economico”***
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

QUADERNO N. 237

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

M. BIANCHI - M. BIANCO - T. BIANCHI - M. SARCINELLI

“I CONFLITTI D’INTERESSE E I SERVIZI D’INVESTIMENTO”

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
***“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria
nell’evoluzione del contesto economico”***
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Dott. Marcello BIANCHI,

Divisione Mercati Consulenza Economica della Consob

Dott.ssa Magda BIANCO,

Condirettore Ufficio Diritto dell'Economia della Banca d'Italia

Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche

1. Introduzione¹

E' ormai ampiamente condiviso che la *governance* delle imprese abbia un peso significativo nell'influenzare la crescita, delle imprese stesse e del sistema. Quella delle banche lo ha potenzialmente in misura ancora maggiore, per il ruolo che esse svolgono nell'intermediazione. Ciò risulta probabilmente ancor più vero nel sistema italiano per la rilevanza del sistema bancario nell'allocazione delle risorse.

La valutazione della relazione tra questi due soggetti, imprese non finanziarie e banche, è peraltro controversa, almeno nella letteratura economica².

Da un lato, le banche potrebbero essere in grado di svolgere un ruolo attivo nella *governance* delle imprese mediante il monitoraggio sulle scelte, la consulenza, la spinta alla riallocazione ove necessario. Sia la letteratura economica che l'esperienza di alcuni paesi dove le banche hanno mantenuto relazioni strette con le imprese non forniscono indicazioni conclusive sugli effetti di tale rapporto. Dall'altro, la letteratu-

¹ Desideriamo ringraziare Antonio Pellegrini e Franca Cucinotta per l'aiuto fornito nell'accesso alle banche dati; i discussant professori Mario Sarcinelli e Tancredi Bianchi e i partecipanti al convegno Sadibatrentuno per i preziosi commenti. Le opinioni espresse nel lavoro non coinvolgono in alcun modo le Istituzioni di appartenenza.

² Rapporto Bloomberg-Schuler, pag. 68.

ra sulla *governance* delle banche non offre indicazioni univoche su come le peculiarità dell'attività incidano (o dovrebbero incidere) sulle caratteristiche ottimali del sistema di governo.

Di seguito, dopo brevi cenni alla letteratura in materia, si offre una descrizione aggiornata degli assetti proprietari di banche e imprese italiane (non tratteremo della loro *governance* "interna"), come punto di partenza per una riflessione successiva che basandosi su un'analisi economica (in particolare empirica) più approfondita, consenta alcune valutazioni di *policy*.

In una prima parte esamineremo gli assetti proprietari delle società quotate considerandone sia l'evoluzione negli ultimi quindici anni, sia le peculiarità nel confronto con alcuni Paesi dell'Europa continentale, al fine di verificare se vi siano stati mutamenti e se essi abbiano avvicinato tali assetti a quelli degli altri Paesi; in questo contesto esamineremo in particolare le relazioni proprietarie tra banca e impresa.

In una seconda parte analizzeremo gli assetti delle società non quotate, che nell'economia italiana rappresentano come noto una componente assai rilevante, anche in questo caso considerando l'evoluzione degli ultimi quindici anni (il confronto internazionale è invece pressoché impossibile), con un approfondimento sulle partecipazioni della banche in imprese non finanziarie.

2. La *governance* di banche e imprese

2.1 Le imprese (e le banche nelle imprese)

Sul piano teorico, sebbene la letteratura non offra risultati del tutto univoci, un buon sistema di *governance* dovrebbe assicurare, in linea generale:

I) che il controllo sia allocato in modo efficiente, cioè che sia attribuito al soggetto più adatto, più capace; ciò significa che,

entro certi limiti, va assicurata una certa mobilità del controllo, che deve essere riallocato (in modo ostile o amichevole) quando chi lo esercita non è più adatto;

II) in secondo luogo un buon sistema di *governance* dovrebbe consentire all'impresa "di crescere" oltre le disponibilità finanziarie del soggetto che la fonda; ciò significa che, quando il capitale proprio del soggetto fondatore e quello di debito non sono più sufficienti, occorre "aprire" l'impresa, allargando la proprietà ad altri soggetti che necessariamente non potranno tutti controllare l'impresa: occorre cioè separare proprietà e controllo; ciò richiede di assicurare sufficienti tutele per gli investitori;

III) una terza caratteristica di un buon sistema di *governance* è che devono essere garantiti a chi controlla incentivi adeguati a investire in capitale specifico per l'impresa; ciò significa tra l'altro assicurare una certa stabilità del controllo per poter recuperare questi investimenti.

E' evidente che tra questi obiettivi esistono dei *trade off*: in generale non è possibile identificare un modello ottimo, ma sistemi differenti che consentono di raggiungere diversi equilibri tra i tre obiettivi.

Quale ruolo possono avere le banche nella *governance* delle imprese? In qualità di "azionista rilevante", le banche potrebbero da un lato avere incentivi (sarebbero meno soggette a *free riding* rispetto ai piccoli azionisti), dall'altro gli strumenti (ad esempio un maggiore accesso alle informazioni rilevanti, soprattutto se anche creditrici) per realizzare una supervisione efficace sui controllanti. Ciò, da un lato, offrirebbe garanzie agli altri azionisti; dall'altro, potrebbe assicurare che la sostituzione del controllante sia incentivata, quando è opportuna, ma che, nello stesso tempo, a un buon controllante sia garantita una sufficiente stabilità.

La stessa letteratura riconosce che tuttavia da questo ruolo possono nascere conflitti di interesse; se il valore della

partecipazione (rispetto al credito concesso) è rilevante, vi possono essere incentivi a favorire le imprese partecipate a danno di altre imprese, assicurando condizioni di credito più favorevoli (*cross-subsidization*); se invece la quota di credito è assai superiore, può indurre la banca (azionista) a orientare l'impresa verso scelte non ottimali in termini di assunzione del rischio: la banca potrebbe avere infatti una preferenza per investimenti meno rischiosi.

L'analisi dei casi (più eclatanti) di Giappone e Germania, in cui le partecipazioni delle banche – dirette o rafforzate dall'esercizio delle deleghe attribuite dai depositanti – sono state a lungo significative, fornisce evidenze a sostegno di entrambi i fenomeni³.

2.2 *Le banche (e le imprese nelle banche)*

Per quanto riguarda la *governance* delle banche, per certi versi la letteratura è ancora meno conclusiva⁴. Analisi recenti tentano di legare alcune peculiarità dell'attività bancaria agli assetti di *governance*, derivando implicazioni relative agli effetti dei diversi assetti in termini di assunzione del rischio e di valutazione della società bancaria.

Innanzitutto le banche, con l'emissione di passività, creano liquidità; i rischi di instabilità per il sistema che ne conseguono rendono necessaria la presenza di forme di assicurazione dei depositi; associato al fatto che i singoli depositanti tipicamente detengono quote di debito molto modeste e che la struttura finanziaria delle banche è caratterizzata da una sostanziale prevalenza del debito sul capitale, ciò genera il rischio di comportamenti caratterizzati da *moral hazard*, con un'eccessiva assunzione di rischio, senza che i creditori abbia-

³ Cfr., per il Giappone, Morck e Yeung (2006) e la letteratura lì citata; per il caso tedesco, Köke e Renneboog (2005), Edwards e Nibler (2000), Lehmann e Weigand (2000).

⁴ Cfr. Polo (2007) per una rassegna recente.

no sufficienti incentivi a esercitare una supervisione attiva⁵. Secondo alcuni autori, questo significa che i creditori siano *stakeholders* assai più rilevanti rispetto a quanto lo siano in società non finanziarie, il che implicherebbe la necessità di doveri fiduciari degli amministratori assai stringenti anche nei confronti dei creditori stessi.

Un secondo gruppo di studi⁶ individua un'ulteriore peculiarità nella maggiore opacità dell'attività bancaria, nella difficoltà per l'investitore di valutare le caratteristiche dell'investimento in una banca, da cui conseguirebbe una minore capacità del mercato di realizzare forme di supervisione della banca efficaci. Ciò implicherebbe, oltre che un maggior ruolo di doveri fiduciari anche nei confronti di altri soggetti diversi dagli azionisti, la rilevanza della regolamentazione e della supervisione anche per quanto attiene alla *governance* (non solo relativamente ai profili di stabilità).

Alcune analisi empiriche recenti⁷, d'altra parte, non trovano evidenze di peculiarità delle banche sotto il profilo della *governance*: i confronti internazionali evidenzerebbero come gli stessi strumenti che assicurano una buona *governance* delle imprese (in particolare adeguate tutele degli investitori e un basso disallineamento tra proprietà e controllo) hanno gli stessi effetti benefici anche sulle banche: ne favoriscono la proprietà diffusa e assicurano un maggiore valore. Alcuni di questi risultati sono tuttora controversi (i campioni considerati per ogni paese sono relativamente piccoli e le modalità con cui viene attribuito il controllo non sempre precise).

Nel dibattito internazionale è invece dedicata relativamente poca attenzione alle caratteristiche dei soggetti proprietari⁸.

⁵ Cfr. Macey, O'Hara (2003), Messori, Zazzaro (2003).

⁶ Cfr., ad esempio, Levine (2004), Morgan (2002).

⁷ Cfr. ad esempio, Barth et al. (2000), Caprio et al. (2006); Laeven, Levine (2006).

⁸ Per l'Italia, cfr Messori, Zazzaro (2003).

3. La *governance* delle società quotate: i rapporti tra banche e imprese

In primo luogo analizzeremo l'evoluzione della *governance* delle società quotate (finanziarie e non) negli ultimi quindici anni: è un periodo in cui si sono modificati sensibilmente sia il contesto internazionale (a causa dell'integrazione dei mercati, soprattutto finanziari), sia quello istituzionale interno (per effetto di privatizzazioni e riforme sostanziali che hanno inciso sulla *governance*)⁹. Ciò poteva far presumere un cambiamento rilevante negli assetti delle imprese.

In secondo luogo, verificheremo se gli eventuali cambiamenti abbiano reso il nostro sistema maggiormente confrontabile con gli altri paesi dell'Europa continentale.

3.1 L'evoluzione negli ultimi 15 anni

Negli ultimi quindici anni osserviamo innanzitutto una riduzione nella concentrazione della proprietà delle imprese, con un maggior ruolo del mercato, in parte per effetto delle privatizzazioni, anche se con un andamento non sempre lineare tra il 1990 (il nostro primo anno di riferimento) e il 2005. Per quanto riguarda gli assetti proprietari, l'evoluzione è differente per banche e società non finanziarie (cfr. tav. 1).

Tavola 1. Assetti proprietari delle società quotate italiane negli ultimi 15 anni

	Tutte le società		Banche		Private non finanziarie	
	1990	2005	1990	2005	1990	2005
Estero	5.0	8.8	1.8	13.8	6.8	8.4
Finanziaria	6.6	7.2	6.9	8.5	7.1	4.3
Non finanziaria	21.2	9.6	2.2	5.1	31.4	23.9
Stato	18.1	9.5	36.8	0.2	2.7	0.1
Fondazione	2.1	3.9	11.1	12.0	0.3	0.1
Persona fisica	6.3	6.3	2.5	1.2	7.6	18.5
Totale	59.2	45.3	61.3	40.7	56.4	55.3

Fonte: Bianchi, Bianco (2006).

⁹ Cfr. Enriques, Volpin (2007).

Per quanto riguarda le banche i mutamenti più rilevanti sono costituiti, da un lato, dalla privatizzazione della proprietà, dall'altro dalla crescita della componente estera. Un terzo fenomeno significativo, lo approfondiremo di seguito, è l'aumento della presenza di società non finanziarie.

Con riferimento alle società non finanziarie, l'evoluzione più significativa è rappresentata dalla consistente riduzione delle partecipazioni detenute da altre imprese, un primo segnale del minor peso dei gruppi piramidali nella struttura della proprietà; un secondo aspetto rilevante è la crescita delle quote che le persone fisiche possiedono nella proprietà delle imprese quotate, in parte associato a una maggiore rilevanza dei fenomeni coalizionali.

Nel complesso, per provare a leggere i mutamenti attraverso la "griglia" concettuale proposta nel paragrafo 2.1, negli ultimi quindici anni è cresciuta la proprietà diffusa e, quindi, sia pure entro certi limiti, la contendibilità delle imprese (anche se restano molte le imprese in cui il capitale è detenuto in modo maggioritario da un solo azionista o da patto di sindacato). E' aumentata la separazione tra proprietà e controllo, ma in misura contenuta. La stabilità del controllo viene assicurata in misura maggiore attraverso strutture coalizionali piuttosto che attraverso gruppi piramidali: la leva del controllo si è ridotta soprattutto nei grandi gruppi privati; è aumentato il numero (e il peso) delle imprese controllate da una coalizione di soci (formalizzata in un patto di sindacato o meno¹⁰). La partecipazione delle banche in imprese non finanziarie resta contenuta, mentre è cresciuto il peso delle imprese non finanziarie nelle banche.

Nel complesso è quindi visibile un'evoluzione, anche se, secondo molti, inferiore alle aspettative create dal complesso di riforme che si sono succedute in questi campi¹¹.

¹⁰ Cfr. Bianchi, Bianco (2006). Una società è controllata da una coalizione informale se non è possibile individuare un unico controllante e se i primi 3 azionisti detengono più del 20 per cento.

¹¹ Cfr. Bianchi et al. (2005), Micossi (2006).

3.2 Il confronto internazionale

La questione successiva è se tali modifiche abbiano avvicinato gli assetti italiani a quelli dei maggiori paesi Europei o meglio di quelli che hanno caratteristiche (sia relative alla struttura finanziaria, sia agli assetti di *governance* passati) relativamente simili alle nostre. Il confronto è quindi con sistemi bancocentrici, in cui in passato lo Stato ha avuto un ruolo rilevante, con assetti proprietari relativamente concentrati: Francia, Germania e Spagna.

In questi Paesi prendiamo in considerazione le maggiori società quotate (appartenenti agli indici *blue chips*) e le società medio-grandi (in totale circa 80 imprese¹², con una capitalizzazione mediamente superiore all'80% del totale, cfr. tav. 2). Di queste analizziamo la struttura proprietaria e i legami (proprietari) tra banche e imprese.

La concentrazione della proprietà¹³ è, ancora oggi, superiore in Italia sia con riferimento al primo azionista, sia per

Tavola 2. Campione delle società quotate utilizzate nel confronto internazionale

	FRANCIA		GERMANIA		ITALIA		SPAGNA		TOTALE	
	N (1)	Capitaliz.	N (1)	Capitaliz	N (1)	Capitaliz	N (1)	Capitaliz	N (1)	Capitaliz
Blue chip	40	1318862	30	699727	34	545106	35	573136	139	3136832
Medie	40	254386	50	207885	37	90863			127	553134
Totale	80	1573248	80	907612	71	635970	35	573136	266	3689966

(1) n. società.

¹² Per la sola Spagna non è stato possibile reperire le informazioni relative alle società medio-grandi.

¹³ Misurata dalla quota del primo azionista, dalla quota dei primi tre e da quella detenuta da tutti gli azionisti rilevanti (quelli con quote superiori al 2%).

quanto riguarda gli altri gruppi di azionisti (tav. 3) (solo la Spagna presenta valori non troppo lontani dal caso italiano).

Tavola 3. Concentrazione della proprietà nelle società quotate (2006, medie semplici)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
C1	25.8	24.6	40.9	30.0	30.0
C3	35.8	29.4	50.0	45.1	38.9
Call	39.4	29.6	55.8	49.8	42.2
Flottante	60.6	70.4	44.2	50.2	57.8

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Se consideriamo le medie ponderate (che attribuiscono maggior peso alle società di grandi dimensioni) l'indicazione è simile, anche se la differenza è meno accentuata (tav. 4).

Tavola 4. Concentrazione della proprietà nelle società quotate (2006, medie ponderate)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
C1	19.2	16.7	26.0	21.4	20.1
C3	27.3	21.4	35.8	35.6	28.6
Call	29.6	21.5	42.7	39.0	31.3
Flottante	70.4	78.5	57.3	61.0	68.7

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Il quadro si presenta tuttavia differenziato per banche e società non finanziarie. Le differenze osservate nell'aggregato sono in realtà riconducibili soprattutto alle società non finanziarie (tav. 5), per le quali sul piano comparato la concentrazione della proprietà appare molto elevata.

Tavola 5. Concentrazione della proprietà nelle società quotate (2006, medie semplici)

		Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Banche	C1	22.2	28.4	26.7	21.7	25.4
	C3	32.6	29.9	39.0	30.2	33.7
	Call	34.4	29.9	54.9	31.0	40.0
	Flottante	65.6	70.1	45.1	69.0	60.0
Non finanziarie	C1	25.7	22.7	45.1	30.3	30.3
	C3	35.7	28.3	53.6	47.4	39.6
	Call	39.8	28.5	57.7	53.1	42.8
	Flottante	60.2	71.5	42.3	46.9	57.2

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

La concentrazione della proprietà delle banche (misurata dalla quota del primo azionista) invece non si discosta da quella media dei paesi considerati (i dati ponderati suggeriscono che per le grandi banche la concentrazione sia inferiore a quella degli altri paesi). Restano superiori la quota dei primi tre azionisti e di tutti gli altri azionisti rilevanti: è anche questa un'evidenza della maggiore rilevanza di assetti coalizionali, nei quali molti azionisti svolgono un ruolo rilevante (tav. 6).

Le differenze principali con riferimento agli assetti proprietari (tav. 7) riguardano il ruolo delle Fondazioni e quello ancora oggi rilevante dello Stato rispetto a quanto avviene negli altri Paesi. La presenza di società di capitali, indice della rilevanza di partecipazioni incrociate e/o gruppi piramidali, è confrontabile nei quattro paesi, come lo scarso peso degli investi-

Tavola 6. Concentrazione della proprietà nelle società quotate (2006, medie ponderate)

		Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Banche	C1	19.4	25.6	14.3	12.1	17.2
	C3	26.4	25.9	26.4	21.1	24.9
	Call	28.6	25.9	42.5	23.1	30.4
	Flottante	71.4	74.1	57.5	76.9	69.6
Non finanziarie	C1	18.5	15.9	32.5	25.6	20.9
	C3	26.8	22.3	41.4	42.8	30.0
	Call	29.4	22.5	43.4	46.9	32.2
	Flottante	70.6	77.5	56.6	53.1	67.8

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Tavola 7. Assetti proprietari delle società quotate (2006, medie ponderate)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Assicurazioni	2.7	1.4	3.2	2.1	2.3
Banche	6.1	4.7	4.7	9.6	6.0
Fondazioni	0.1	0.0	5.5	0.0	1.0
Invest. istituz.	2.7	0.4	1.9	5.9	2.5
Persone fisiche	2.0	5.0	5.2	7.4	4.1
Soc. di capitali	11.1	8.4	11.1	13.7	10.8
Stato	3.4	1.5	11.1	0.2	3.7
Totale	29.6	21.5	42.7	39.0	31.3

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

tori istituzionali¹⁴, ad eccezione della Spagna; anche la quota detenuta dalle persone fisiche è simile. Di nuovo emergono differenze sostanziali tra società non finanziarie e banche.

¹⁴ Va ricordato che essa è presumibilmente sottostimata, dato il limite del 2% sotto cui le partecipazioni non vengono segnalate.

Per quanto riguarda le società non finanziarie (tav. 8), le differenze principali si ritrovano nella minore presenza delle banche nelle imprese italiane (in Spagna esse detengono in media addirittura il 10%) e nel ruolo dello Stato, ancora rilevante nelle imprese quotate italiane.

Tavola 8. Assetti proprietari delle società non finanziarie quotate (2006, medie ponderate)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Assicurazioni	0.3	0.5	0.7	1.4	0.6
Banche	2.9	2.3	1.0	9.7	3.5
Fondazioni	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Invest. istituz.	2.8	0.6	2.5	4.7	2.5
Persone fisiche	2.6	6.7	7.5	10.2	5.4
Soc. di capitali	14.4	10.5	13.6	20.6	14.2
Stato	4.4	1.6	18.2	0.3	5.1
Totale	29.4	22.5	43.4	46.9	32.2

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Con riferimento agli assetti proprietari delle banche (tav. 9), le differenze fondamentali rispetto agli altri paesi riguardano la maggiore presenza delle assicurazioni, il ruolo delle

Tavola 9. Assetti proprietari delle banche quotate (2006, medie ponderate)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Assicurazioni	3.8	1.4	6.6	1.9	3.6
Banche	21.4	21.6	8.6	9.7	15.1
Fondazioni	0.4	0.0	17.7	0.0	4.7
Invest. istituz.	1.5	0.0	1.4	8.3	3.0
Persone fisiche	0.0	0.0	1.2	2.4	0.9
Soc. di capitali	0.0	0.7	6.8	0.9	2.1
Stato	0.0	2.2	0.3	0.0	0.4
Totale	28.6	25.9	42.5	23.1	30.4

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Fondazioni e, di nuovo, la presenza di società non finanziarie nella proprietà delle banche, quasi assente negli altri paesi.

L'evoluzione negli ultimi tre anni (tav. 10), per le sole *blue chips*, conferma il quadro presentato.

Tavola 10. Evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate (solo *blue chips*)

	Francia		Germania		Italia		Spagna	
	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006
Assicurazioni	3.0	2.7	1.7	1.4	3.3	3.2	-	2.1
Banche	1.5	4.5	1.1	4.7	5.4	4.7	-	9.6
Fondazioni	0.1	0.1	0.0	0.0	4.0	5.5	-	0.0
Invest. istituz.	0.5	2.4	2.8	0.4	0.6	1.9	-	5.9
Pers. fisiche	3.0	1.6	8.0	5.0	3.9	5.2	-	7.4
Soc. di capitali	17.7	8.8	2.5	8.4	13.3	11.1	-	13.7
Stato	5.2	3.3	7.9	1.5	13.0	11.1	-	0.2
Totale	31.0	25.8	23.9	21.5	43.6	42.7	-	39.0

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Un indicatore specifico di integrazione proprietaria tra banche e imprese, calcolato sulla capitalizzazione totale delle sole banche e imprese non finanziarie (tav. 11) oppure sul solo

Tavola 11. Integrazione proprietaria tra banche e imprese quotate (2006)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Partecipazioni banche in non finanziarie (1)	2.5	2.0	0.7	6.4	2.7
Partecipazioni non finanziarie in banche (1)	0.0	0.1	2.8	1.1	0.7
Totale	2.5	2.1	3.4	7.5	3.4

(1) In % della capitalizzazione totale di banche e società non finanziarie.

Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

totale della capitalizzazione che fa riferimento alle partecipazioni superiori al 2% (tav. 12), mostra come la Spagna sia il paese in cui tale integrazione è superiore a quella di tutti gli altri Paesi. L'Italia risulta nella media: tuttavia, mentre per gli altri Paesi il peso maggiore è dato dalle partecipazioni di banche in imprese non finanziarie, in Italia è l'opposto. La stessa indicazione emerge dal confronto relativo alle sole *blue chips* (tavv. 13-14). E' un fenomeno che, come abbiamo visto nel confronto temporale, è andato crescendo negli ultimi anni.

Tavola 12. Integrazione proprietaria tra banche e imprese quotate (2006)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Partecipazioni banche in non finanziarie	8.4	8.5	1.5	16.4	8.5
Partecipazioni non finanziarie in banche	0.0	0.5	6.4	2.9	2.2
Totale	8.4	9.0	8.0	19.3	10.7

(1) In % della capitalizzazione delle sole partecipazioni rilevanti di banche e società non finanziarie.
Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Tavola 13. Integrazione proprietaria tra banche e imprese quotate (2006, solo *blue chips*)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Partecipazioni banche in non finanziarie (1)	1.8	2.6	0.6	6.4	2.7
Partecipazioni non finanziarie in banche (1)	0.0	0.0	2.8	1.1	0.7
Totale	1.8	2.6	3.3	7.5	3.3

(1) In % della capitalizzazione totale di banche e società non finanziarie.
Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Tavola 14. . Integrazione proprietaria tra banche e imprese quotate (2006, solo *blue chips*)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Totale
Partecipazioni banche in non finanziarie (1)	7.3	19.0	1.5	16.4	9.6
Partecipazioni non finanziarie in banche (1)	0.0	0.0	7.0	2.9	2.5
Totale	7.3	19.0	8.5	19.3	12.1

(1) In % della capitalizzazione delle sole partecipazioni rilevanti di banche e società non finanziarie.
Fonte: elaborazioni su dati Consob, Euronext, Deutsche Börse, Comision Nacional del Mercado de Valores.

Con riferimento allo scarso ruolo delle banche nella proprietà delle imprese nel confronto internazionale, una parziale correzione proviene da un indicatore relativo alla presenza delle banche nelle “coalizioni”¹⁵ che controllano le imprese non finanziarie (tav. 15). Tra il 1990 e il 2005 tale presenza è cresciuta: nel 2005 il 55 per cento delle società non finanziarie (il 75%, se ponderate per la capitalizzazione) controllate da una coalizione non familiare vede la presenza di una banca (era il 30% nel 1990).

Tavola 15. Società quotate italiane: ruolo delle banche nelle coalizioni
(% di casi in cui una banca partecipa a una coalizione non familiare in una società privata non finanziaria)

	1990	2001	2005
Numero	31.0	45.5	55.0
Capitalizzazione	41.3	65.9	75.1

Fonte: Bianchi, Bianco (2006) .

¹⁵ Cfr. nota 10.

In sintesi, negli ultimi 15 anni osserviamo una crescita del peso delle coalizioni nella *governance* delle imprese che sembra sostituirsi (ma a volte anche affiancarsi) alle strutture piramidali, con un ruolo maggiore delle banche che in parte avvicina il sistema al modello europeo; rimangono ancora differenze sostanziali soprattutto con riferimento alla scarsa diffusione della proprietà delle società non finanziarie e alle partecipazioni delle imprese non finanziarie nelle banche.

4. La *governance* delle società non quotate e le partecipazioni delle banche in società non finanziarie

4.1 L'evoluzione negli ultimi 15 anni

Gli assetti di controllo delle imprese italiane non quotate sono relativamente stabili negli ultimi quindici anni. La concentrazione delle proprietà, elevata, non si è modificata (il primo azionista deteneva circa il 66% nel 1992 come nel 2005); le imprese sono controllate – nel 1992 come nel 2005 – per lo più da persone fisiche o famiglie oppure da holding a loro volta probabilmente controllate da famiglie, con una quasi totale assenza di istituzioni finanziarie nel controllo delle imprese; è cresciuto il rilievo dei controllanti esteri (parte dei quali potrebbero tuttavia essere a loro volta controllati da capogruppo italiane).

Gli strumenti che favoriscono l'esercizio del controllo sono rappresentati in misura lievemente minore dai gruppi piramidali; è rilevante l'utilizzo di patti di sindacato che favoriscono la stabilizzazione dell'esercizio del controllo ed è sempre più frequente la presenza negli statuti di vincoli al trasferimento delle quote, clausole di gradimento o di prelazione, anch'essi strumenti di stabilizzazione della proprietà e del controllo (tav. 16).

In sintesi, utilizzando nuovamente la griglia concettuale introdotta in precedenza, osserviamo che, con riferimento all'allocazione efficiente del controllo, i trasferimenti del con-

Tavola 16. Governance delle società non quotate: modalità di controllo

	1993	2003	2005
Gruppo piramidale	56.5	44.0	45.8
Patti parasociali		9.1	10.1
Vincoli al trasferimento delle quote (nello statuto)		42.0	46.1

Fonte: Bianchi, Bianco (2006).

trollo sono relativamente pochi (3% all'anno), spesso (circa la metà) infra-familiari, con le possibili inefficienze che la letteratura ha evidenziato¹⁶. In secondo luogo, l'accesso alla finanza esterna (la separazione tra proprietà e controllo) resta contenuto (la presenza di *private equity* è limitatissima). Infine, la stabilità del controllo è assicurata dall'elevatissima concentrazione nonché dall'uso di strutture piramidali (in misura minore che in passato), da coalizioni e vincoli statutari (in misura maggiore).

I segnali di cambiamento non sembrano andare nella direzione di una minore concentrazione o di un accresciuto ruolo delle società finanziarie, come ci si poteva invece attendere.

4.2 Le partecipazioni delle banche in imprese non finanziarie

Infine proviamo ad approfondire l'esame delle partecipazioni bancarie in imprese non finanziarie. L'evidenza descritta nel paragrafo precedente suggerisce che tali partecipazioni siano ancora contenute. Tuttavia, l'indagine utilizzata in quel caso rileva solo i soci controllanti; è quindi necessario un esame più approfondito delle singole partecipazioni. Di seguito viene utilizzata a questo fine una banca dati di natura ammi-

¹⁶ Cfr., ad esempio, Morck et e Yeung (2004)

nistrativa, che riguarda le segnalazioni delle partecipazioni bancarie effettuate in base alla disciplina vigente¹⁷. Il confronto è limitato al periodo 1998- settembre 2006 poiché prima del 1998 i dati non erano strutturati in modo confrontabile¹⁸. Le partecipazioni vengono classificate in base alla natura del rapporto: se strumentali¹⁹, in portafoglio di *merchant banking*²⁰, per recupero crediti²¹ o per altro. E' quest'ultima la categoria che ci interessa in misura prevalente perché corrisponde sostanzialmente alle partecipazioni con finalità di investimento. In quanto segue ci concentriamo soprattutto (dopo alcuni cenni all'insieme delle partecipazioni) su quelle a cui è associato il diritto di voto per la banca che la detiene²².

La dimensione del fenomeno era stata esaminata – con riferimento al periodo 1993-1996 – da Bianco e Chiri (1997) che evidenziavano come nel complesso esse fossero piuttosto contenute.

¹⁷ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le banche, titolo IV, cap. 9: “Partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari”.

¹⁸ Sono oggetto di segnalazione le partecipazioni dirette e indirette oltre il 2%, del capitale sociale dell'impresa partecipata, quelle che superano lo 0,5% del patrimonio di vigilanza del gruppo bancario o della banca, quelle di valore superiore a 5 miliardi di euro e i diritti di voto derivanti da rapporti diversi dalla partecipazione (azioni per negoziazione, pegno, etc) quando tali diritti siano maggiori del 10% del capitale riferito all'assemblea ordinaria.

¹⁹ In società non finanziarie nelle quali la banca o il gruppo bancario detiene – anche congiuntamente ad altri soggetti – una partecipazione di controllo e che esercita in via esclusiva o prevalente attività che hanno carattere ausiliario all'attività della banca o del gruppo.

²⁰ Da società specializzate in questo comparto di attività.

²¹ Sono le partecipazioni assunte a seguito dell'attivazione delle garanzie ricevute dai soggetti sovvenzionati ovvero l'acquisizione di quote di capitale del debitore per la tutela delle proprie ragioni creditorie (cfr. Istruzioni di Vigilanza).

²² Escludiamo quelle che sono detenute a fronte di operazioni di credito come il pegno oppure per le quali i diritti di voto sono stati ceduti.

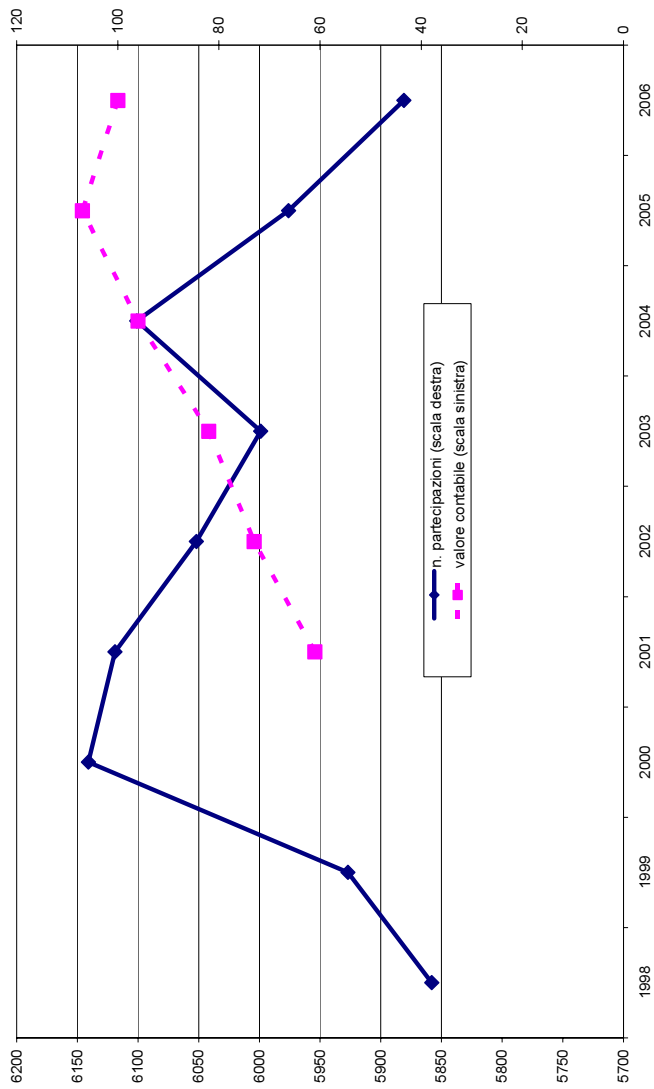
Le partecipazioni totali, in qualunque tipo di impresa, (circa 5900 in numero) hanno raggiunto un valore contabile pari a circa 100 miliardi di euro (fig. 1) (erano circa 36 nel 1996). Con riferimento al “numero” delle partecipazioni, sono in prevalenza imprese non finanziarie; con riferimento al valore contabile della partecipazione, si tratta naturalmente prevalentemente di partecipazioni in banche (fig. 2): la quota di queste ultime è relativamente stabile (59% nel 2006, era il 57% nel 1996). In lieve crescita è la quota di investimenti in imprese non finanziarie: il 15% nel 2005, era circa il 12% nel 1996.

Se ci concentriamo sulle sole partecipazioni in imprese non finanziarie osserviamo che il numero totale è pari a circa 3400, con un valore contabile di poco più di 14 miliardi di euro (fig. 3). Se consideriamo solo quelle a cui sono associati diritti di voto ed escludiamo quelle che hanno natura strumentale all’attività bancaria, il numero di imprese partecipate è cresciuto da 800 nel 1998 a circa 1200 nel 2006, per quanto riguarda le partecipazioni a fini d’investimento; si è ridotto da circa 60 a 30 con riferimento a quelle per recupero crediti (fig. 4).

Alcune caratteristiche di queste partecipazioni:

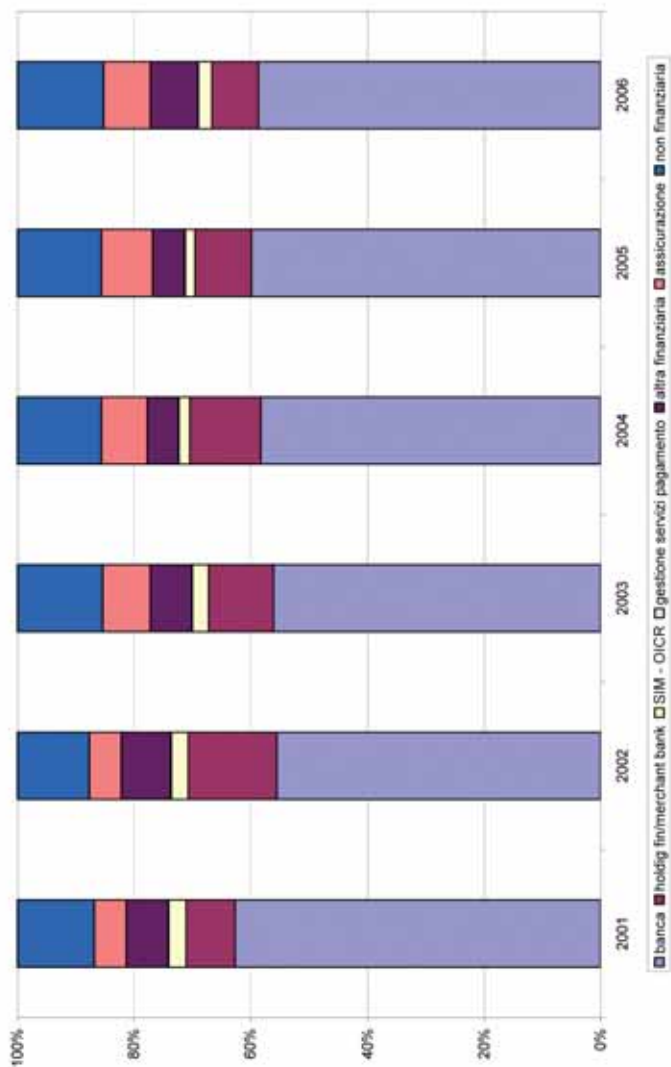
- ogni impresa è partecipata in media da 2 banche, se a fini di investimento; da una se per recupero crediti (fig. 5);
- le relazioni sono divenute negli ultimi anni più stabili: i “tassi di entrata” e “di uscita” sono scesi da valori vicini al 30% al 10% circa (per quanto riguarda le partecipazioni per recupero crediti nei primi anni i tassi di uscita sono stati in passato relativamente alti, oggi si attestano intorno al 20%) (figg. 6-7);

Figura 1. Partecipazioni banche in imprese (finanziarie e non)



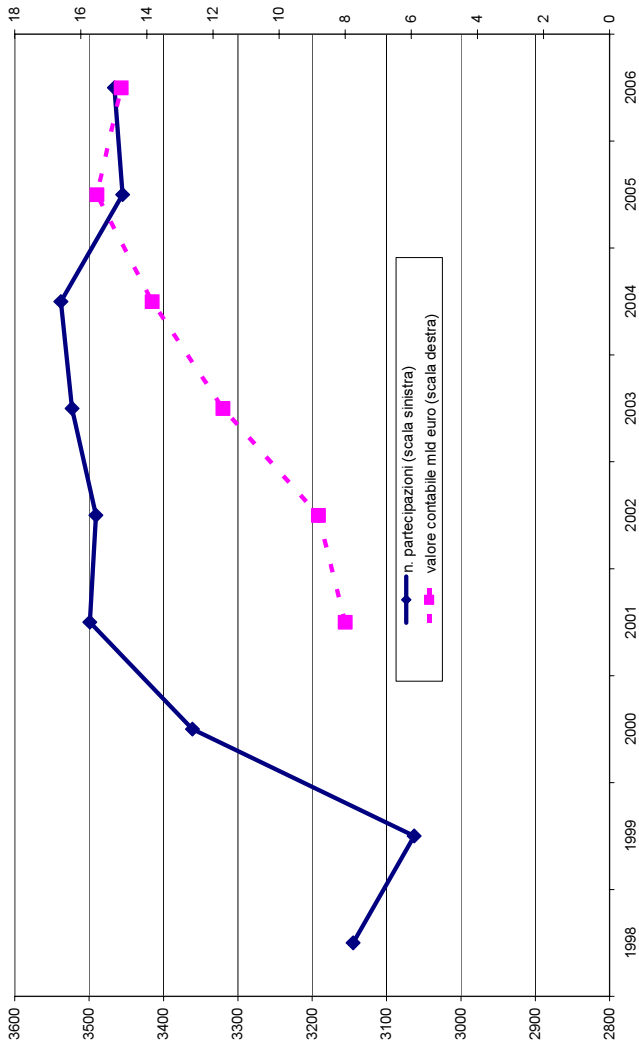
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 2. Partecipazioni banche in imprese (valore contabile totale, solo partecipazioni con diritti di voto): per attività della partecipata



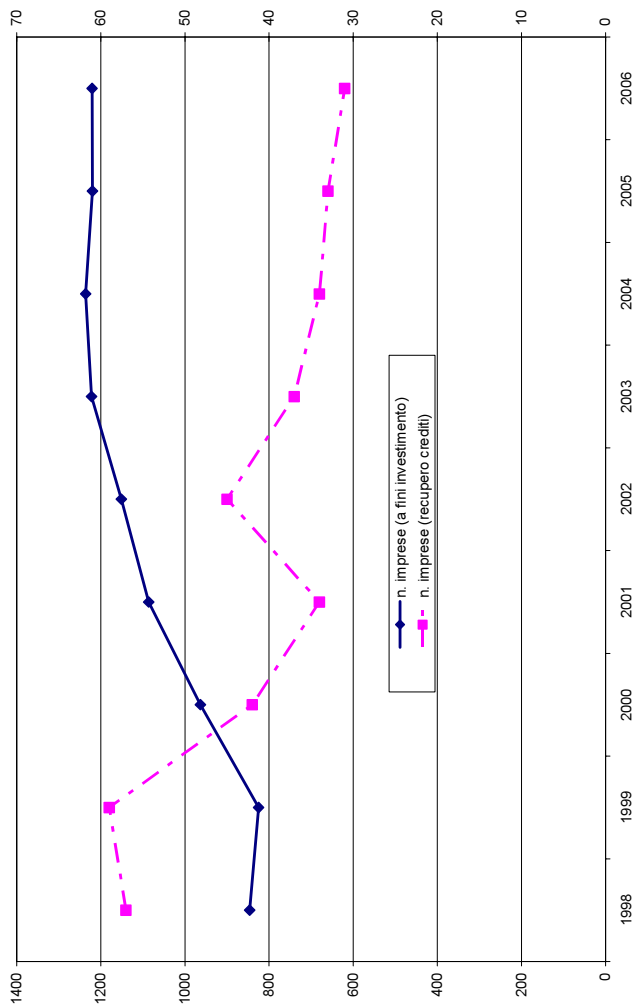
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 3. Partecipazioni banche in imprese non finanziarie



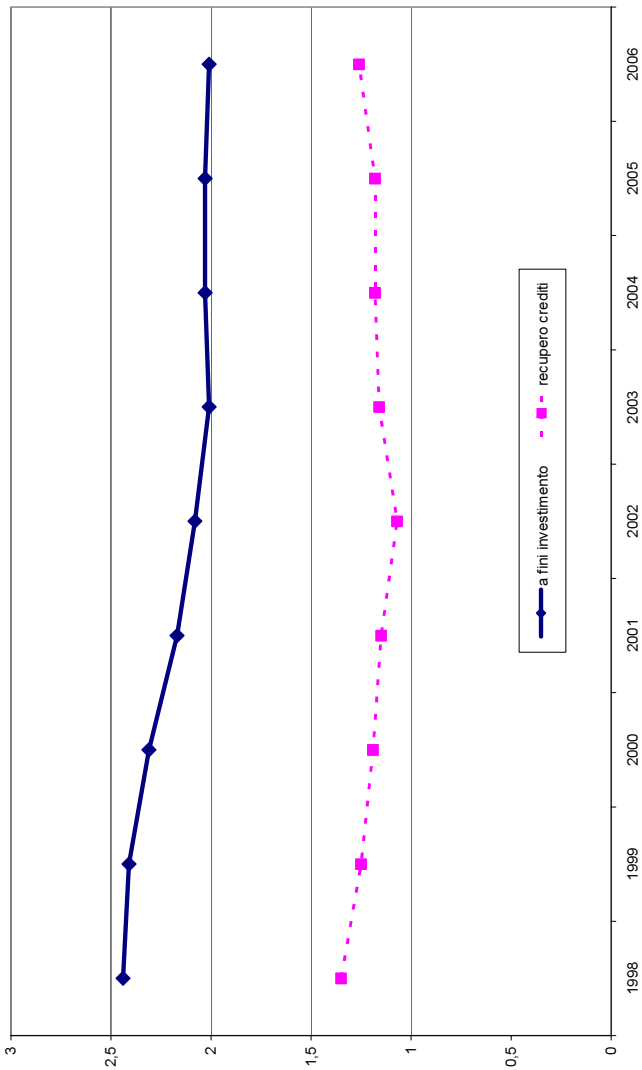
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 4. Partecipazioni banche in imprese non finanziarie (solo partecipazioni con diritto di voto)



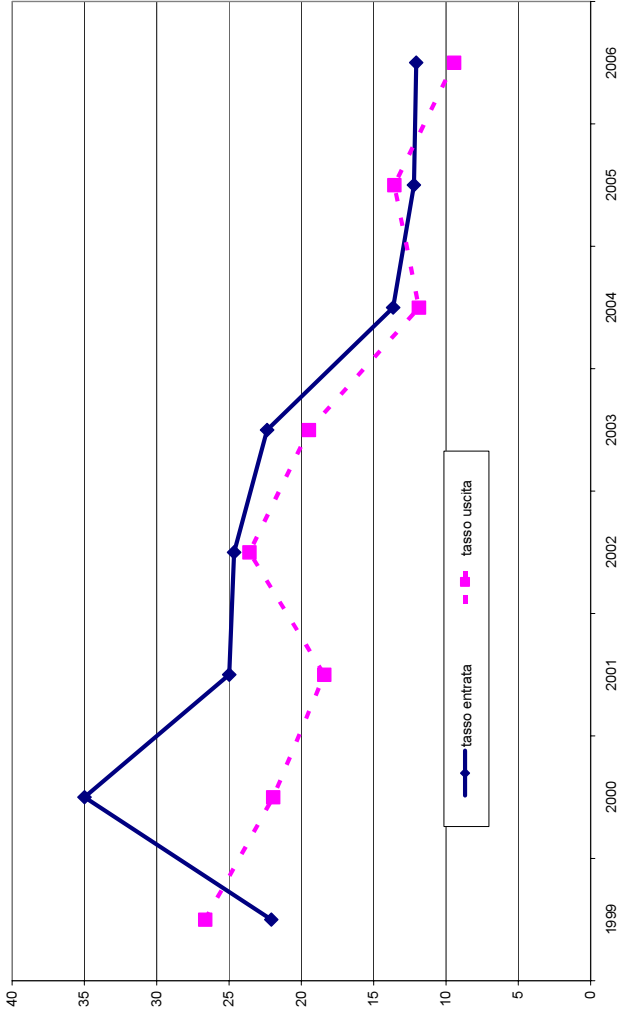
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 5. Partecipazioni banche in imprese non finanziarie (solo partecipazioni con diritto di voto): n. medio di banche per impresa



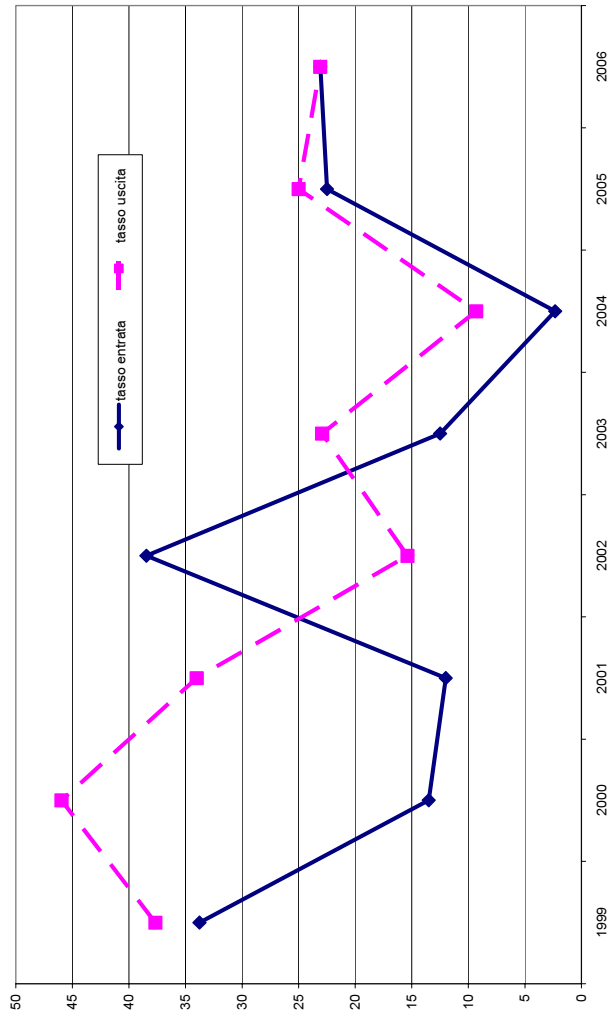
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 6. Partecipazioni banche in imprese non finanziarie a fini d'investimento (solo partecipazioni con diritto di voto): stabilità delle relazioni



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Figura 7. Partecipazioni banche in imprese non finanziarie per recupero crediti (solo partecipazioni con diritto di voto): stabilità delle relazioni



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

- il valore mediano dei diritti di voto detenuti dalle banche, quando la finalità è per investimento, è intorno al 5%; quando è per recupero crediti risulta assai più significativo (negli anni più recenti intorno al 30%) (tav. 17);
- gli investimenti appaiono concentrati soprattutto presso alcune grandi banche;
- i settori di attività delle imprese oggetto di investimento da parte delle banche (con riferimento al sottinsieme per cui è stato possibile realizzare un incrocio con i dati di bilancio) sono in prevalenza le attività immobiliari (poco meno del 20%), quello delle consulenze gestionali (oltre il 15%), dell'informatica (8%) dei trasporti e telecomunicazioni (poco più del 7%), degli altri servizi (poco più del 7%). In buona parte appaiono partecipazioni in imprese che svolgono attività che possono essere definite di supporto a quella della banca. Sono molto contenute quelle nei settori industriali e del commercio.

Tavola 17. Partecipazioni delle banche in imprese non finanziarie (solo partecipazioni con diritto di voto): % dei diritti di voto detenuti

	1998	2002	2006
Media			
investimento	11.5	11.9	12.4
rec. crediti	40.6	38.5	42.9
Mediana			
investimento	4.8	5.0	5.0
rec. crediti	23.5	30.7	28.3

Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

Infine si è tentato un confronto, molto preliminare, tra alcuni indicatori di bilancio delle imprese partecipate dalle banche e di quelle che non lo sono. A parità di settore, area geografica e classe dimensionale, le imprese partecipate dalle banche presentano un *leverage* inferiore e una composizione del debito più orientata al lungo termine. D'altra parte, sembra che queste imprese abbiano un peso degli oneri finanziari superiore e una crescita media del fatturato inferiore alle altre (tav. 18); non emergono differenze significative in termini di redditività.

Tavola 18. Partecipazioni delle banche in imprese non finanziarie: confronti con imprese non partecipate (preliminare)

Indicatore	Segno dummy b/i	Significativa
Mol/Valore agg.	-	No
Utile/Ricavi	-	No
Leverage	-	Si
On. fin / Mol	+	Si (al 10%)
Deb. banc. bv/ Deb. banc. Tot	-	Si
Crescita media fatturato	-	Si

In conclusione, sulla base di queste evidenze, possiamo trarre alcune – preliminarissime – conclusioni.

Sebbene sia cresciuto il numero di imprese coinvolte, le partecipazioni di banche in imprese non finanziarie appaiono ancora contenute. Si tratta per lo più di investimenti in settori quasi strumentali, piuttosto che di investimenti di carattere industriale; gli effetti di queste partecipazioni ad oggi sono difficili da valutare. Andranno esaminati in modo più approfondito i casi di partecipazioni in attività industriali non strumentali per verificarne gli effetti.

5. Alcune conclusioni

In conclusione l'evidenza empirica segnala come ancora vi sia di fatto separazione tra banca e industria, nonostante l'evoluzione della normativa. L'interrogativo è se vi sia comunque uno spazio per un ruolo più attivo delle banche nelle imprese.

Da un lato, negli altri Paesi il peso delle banche nelle imprese è maggiore (in alcuni in crescita negli ultimi anni); in Italia vi è peraltro una presenza rilevante delle banche nelle coalizioni che controllano le società quotate: è forse questa la modalità con cui ci si sta avvicinando al modello europeo. Per valutare più adeguatamente il fenomeno, occorre peraltro indagare in modo più approfondito le caratteristiche e le conseguenze per le imprese delle sia pur limitate partecipazioni di banche.

Dall'altro lato, in Italia è maggiore la presenza delle imprese non finanziarie nelle banche quotate (rispetto agli altri paesi). Per evidenziarne i potenziali rischi di conflitti di interesse, anche in questo caso è necessaria un'ulteriore riflessione sia teorica, sia empirica sulle peculiarità della *governance* bancaria e sui possibili effetti di queste partecipazioni.

L'attuale normativa italiana è più restrittiva di quella dei maggiori Paesi. Le poche evidenze basate sul confronto internazionale suggeriscono che in generale la maggiore restrittività non abbia effetti rilevanti sul valore delle banche. Se tali limiti dovessero essere eliminati, la questione diviene se la disciplina dei conflitti d'interesse (rafforzata dalla legge sul risparmio) sia adeguata ad affrontare i potenziali problemi legati al maggior peso delle imprese nelle banche.

Riferimenti bibliografici

- Barth, J.R., G.Caprio, R. Levine (2000), Banking systems around the globe: do regulation and ownership affect performance and stability?, mimeo
- Bianchi, M., M. Bianco (2006), Italian corporate governance in the last 15 years. From pyramids to coalitions?, ECGI Finance Working Papers n. 144.
- Bianco, M., S. Chiri (1997), Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: investimenti e ristrutturazioni finanziarie, Banca Impresa Società, n. 3, pp. 393-426.
- Bliss, R.R., M.J. Flannery (2002), Market discipline in the governance of U.S. bank holding companies: monitoring vs influencing, *European Finance Review*, 6, pp. 361-95.
- Caprio, G., L. Laeven, R. Levine (2006), Governance and bank valuation, mimeo.
- Dinç, S. (2006), Monitoring the monitors: the corporate governance in Japanese banks and their real estate lending in the 1980s, *Journal of Business*, 79, 6.
- Enriques, L., P. Volpin (2007), Corporate governance reforms in continental Europe, *Journal of Economic Perspectives*, n. 1.
- Edwards, J., M. Nibler (2000), Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration, *Economic Policy*, 239-67.
- Fama, E. (1985), What's different about banks?, *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-39.
- Köke, J., L. Renneboog (2005), Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-oriented and blockholder-based governance regimes, *The Journal of Law and Economics*, 58, pp. 475-516.
- Laeven, L., R. Levine (2006), Corporate governance, regulation and bank risk taking, mimeo.
- Lehmann, E., J. Wegand (2000), Do the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany, *European Finance Review*, 4, pp. 157-195.
- Levine, R. (2004), The corporate governance of banks: a con-

- cise discussion of concepts and evidence, World Bank Policy Research Working Paper 3404.
- Li, D., F. Moshirian, P. Kien Pham, J. Zein (2006), When Financial Institutions are Large Shareholders: the Role of Macro Corporate Governance Environment, *The Journal of Finance*, vol. 61, n. 6.
- Macey, J., M. O'Hara (2003), The corporate governance of banks, *FRBNY Economic Policy Review*, April.
- Messori, M. (2006), La recente evoluzione di rapporti proprietari fra banche e imprese in Italia, paper presentato al convegno in memoria di F. Vicarelli, Roma, 24 novembre 2006.
- Messori, M., A. Zazzaro (2003), Aggregazioni bancarie, riassetti proprietari e modelli di governo. Come sono cambiate le banche italiane negli anni Novanta, in M. Messori, R. Tamburini, A. Zazzaro (a cura di), *Il sistema bancario italiano, Le occasioni degli anni novanta e le sfide dell'euro*, Carocci, Roma.
- Micossi, S. (2006), L'impresa tra dirigismo e mercato, *Rivista di politica economica*, numero speciale su "I 60 anni della Costituente".
- Morck, R., B. Yeung (2004), Special issues relating to corporate governance and family control, World Bank Policy Research Working Paper 3406.
- Morck, R., B. Yeung (2006), Purifying Japan's banks: issues and implications, *Asian Economic Papers*.
- Morgan, D. P. (2002), Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry, *American Economic Review*, September, p. 874-88.
- Mullineaux, A. (2006), The corporate governance of banks, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 14 n. 4.
- Polo, A. (2007), Corporate governance of banks: the current state of the debate, www.ssrn.com.
- Sullivan, R.J., K.R. Spong (2007), Manager wealth concentration, ownership structure, and risk in commercial banks, *Journal of Financial Intermediation*, 16, pp. 229-48.

Prof. Tancredi BIANCHI,
Presidente Onorario Assbank

Riflessioni sui conflitti d'interesse nell'intermediazione creditizia e finanziaria

1. Il tema dei conflitti di interesse, nel campo dell'intermediazione creditizia e finanziaria, è da tempo all'attenzione degli studiosi e delle autorità di controllo, con riferimento: sia ai rapporti tra un dato intermediario e la clientela; sia alla contrapposizione tra intermediari; sia avuto riguardo a posizioni in antitesi tra clienti; sia, ancora, con attinenza a situazioni interne dell'organizzazione del singolo intermediario. Nei vari casi, si affermerebbero condizioni di convenienza contrapposte, possibilità e volontà di trasferire rischi, che pongono un dato intermediario in possibile posizione non neutrale.

L'approccio seguito in queste mie riflessioni è quello di considerare l'insorgere di conflitti di interesse allorché muta la struttura e la composizione dei finanziamenti delle imprese (sostegno, consulenza, evoluzione e pareggiamento di rischi della finanza d'azienda) e, per correlazione, cambia il portafoglio delle attività finanziarie degli investitori, soprattutto delle famiglie (servizi di investimento, anche in prodotti derivati). E' evidente che, in ipotesi estrema, se ogni negozio collegato con il cambiamento della finanza d'impresa e, per connessione, ogni negozio volto al mutamento dei portafogli di attività finanziarie dei risparmiatori e degli investitori, fosse concluso da un intermediario specializzato nel campo specifico, indipendente da altri operatori, che si astenga dall'operare negli stessi prodotti e servizi finanziari, potrebbe essere grandemente ridotta la probabilità di un'immediata affermazione di conflitti di interesse, la quale è invece di fatto connaturata, all'altro estremo, dall'operare di un intermediario come gruppo universale, a tutto campo, a 360 gradi, come dice la pratica degli affari, comprendendo nel raggio d'azione anche l'at-

tività assicurativa, quella in prodotti derivati e l'azione diretta sui medesimi prodotti e servizi finanziari negoziati con la clientela.

Negli anni più recenti, la gestione dei gruppi bancari, finanziari e assicurativi è divenuta più sofisticata e intrecciata. Anche in virtù di mutate strutture organizzative, di nuove proposte di prodotti e di servizi, di variate propensioni dei risparmiatori e degli investitori, e così via, si rilevano accanto all'attività di intermediazione molte altre forme di azione, attinenti più a servizi di mediazione finanziaria, con trasferimenti e mutamenti di rischi nei confronti della clientela: da parte delle banche, delle società finanziarie, delle compagnie di assicurazioni. Cambiamenti tanto più complessi quanto più i soggetti in discorso appartengono a un gruppo aziendale.

La prevenzione, la composizione, il controllo dei conflitti di interesse, attuali e potenziali, sono compito sia delle imprese coinvolte, sia delle autorità di vigilanza; sono anche il risultato di scelte trasparenti e chiare, tanto più che trascinano, a carico degli intermediari, rischi di professionalità, di reputazione e di immagine. Ma i problemi sono tanto rilevanti da tradursi, in parecchi casi, in vertenze e in posizioni contenziose; da sollecitare interventi legislativi in materia; da indurre alcuni operatori a rinunciare a taluni campi di azione, com'è avvenuto, in qualche caso, a proposito dell'*asset management*, giudicato non adeguatamente profittevole in rapporto ai rischi di provata professionalità, di immagine e di reputazione.

2. Per meglio intendere il nostro approccio al tema, è utile distinguere l'ipotesi in cui l'azione dell'intermediario (sia esso gruppo creditizio, finanziario, assicurativo o gruppo conglomerato in due o nei tre campi) sia connessa con nuove operazioni su *securities* sul mercato primario dei valori, dall'altra ipotesi, in cui la connessione riguardi valori già circolanti e, quindi, il mercato secondario.

Con riferimento al mercato primario giova ancora distinguere tra operazioni collegate con ristrutturazioni finanziarie di imprese; ovvero con il consolidamento dei finanziamenti in atto; oppure con il reperimento di altri finanziamenti aggiuntivi, per un programma di investimenti per la crescita e lo sviluppo di un'attività imprenditoriale; o, ancora, con la proposta al mercato di prodotti derivati.

Va precisato, inoltre, se l'emittente sia, o no, già cliente sovvenuto con linee di credito dal gruppo che intende avvalersi, in via immediata o successiva, del proprio *placing power* per il collocamento, iniziale o finale, delle nuove emissioni.

La ristrutturazione finanziaria di imprese, le quali ricerchino anche per tale via di ritrovare condizioni di equilibrio economico di gestione, è sovente l'accertamento di errori precedenti di finanza, talvolta inevitabili per condizioni esterne o di difesa di un assetto proprietario, nelle scelte di finanza aziendale, connesse con le opzioni attuate in ordine alle coordinazioni di gestione. Caratteristiche comuni delle ristrutturazioni finanziarie d'impresa sono:

- (a) la conversione di una parte dei crediti monetari in capitale di diretta pertinenza;
- (b) l'allungamento della durata di taluni rapporti di credito, con tramutamento talora dei medesimi in prestiti obbligazionari di medio/lungo termine;
- (c) l'emissione di nuove azioni e di obbligazioni per ridurre l'indebitamento e/o mutarne le caratteristiche e per finanziare nuove combinazioni produttive;
- (d) l'accordo con i creditori per l'eventuale riduzione di una quota parte dei loro diritti.

In via immediata, soprattutto con riferimento a nuove emissioni di azioni e di obbligazioni, gli interventi di ristrutturazione finanziaria di imprese, manifatturiere e commerciali, si traducono in un cambiamento degli attivi degli intermediari creditizi e finanziari, se in precedenza già creditori per presti-

ti monetari, o nell'acquisizione di *securities* di nuova emissione se partecipanti alla procedura di ristrutturazione e/o ai sindacati di garanzia e/o di collocamento. In genere, tuttavia, l'acquisizione di nuove *securities* non intende alimentare in via definitiva un portafoglio titoli di proprietà, ma invece costituisce un portafoglio titoli di prossimo collocamento sul mercato secondario, alla ricerca di un classamento stabile dei valori di cui si tratta. Il collocamento finale, *nel pubblico* come suole dirsi, può dipendere da un'azione disgiunta dei vari intermediari interessati (che, quindi, tra di essi sono in potenziale conflitto di interessi, difficile anche da rendere trasparente al mercato dei valori), o da un'azione coordinata da parte di una o poche banche d'investimento. Ma il *placing power* di ogni singolo partecipante alla ristrutturazione resta determinante per via diretta o per via mediata, con ciò generandosi un potenziale conflitto di interessi con la rispettiva clientela, e anche tra clienti, in rapporto alle vie in concreto seguite per il collocamento dei titoli.

La situazione si complica altrimenti se l'impresa oggetto di ristrutturazione finanziaria avesse già collocato tra i risparmiatori, in precedenza, proprie azioni e obbligazioni e i possessori di quei valori fossero in posizione contenziosa per le conclamate difficoltà economiche e finanziarie dell'emittente, *post emissione*.

Il collocamento di titoli sul mercato primario è pertanto, sovente, operazione che pone le parti in potenziale o effettivo conflitto di interessi. Si comprende come il legislatore, preoccupato di tutelare il risparmio, possa prevedere, e di fatto preveda, che l'intermediario, il quale proceda al classamento delle emissioni, sia soggetto a concedere una garanzia che gli emittenti non cadranno in *default* entro un dato tempo successivo.

Si deve anche ricordare che di norma le nuove emissioni sul mercato primario si sommano con emissioni precedenti di valori della stessa specie, già circolanti, scambiati sul mercato secondario.

E' evidente che se i valori emessi in sede di ristrutturazione finanziaria di un gruppo manifatturiero o commerciale rappresentano, in un primo momento, in proporzione significativa, la conversione di precedenti crediti monetari di intermediari, il successivo classamento di quei titoli tra i risparmiatori e gli investitori significa, anche, trasferimento di rischi dagli intermediari alla clientela. Si è di nuovo nell'ipotesi di un possibile conflitto di interessi, che non sempre può essere reso trasparente in modo agevole e chiaro.

3. L'emissione di titoli (azioni e/o obbligazioni) per bilanciare una struttura finanziaria d'azienda, squilibrata in seguito a un programma di investimenti, pareggiati *pro tempore* con indebitamento a breve, è un caso di scuola.

Chi ha erogato il credito monetario a breve, come operazione ponte in vista delle successive emissioni di azioni e obbligazioni, se non sarà il sottoscrittore finale di tali valori, recupererà il credito concesso, trasferendo il rischio di prestito, appunto, sui sottoscrittori finali. E' evidente il possibile conflitto di interessi.

Se il futuro emittente si fosse comportato in modo trasparente nelle informazioni di mercato, avvertendo della scelta finanziaria temporanea, difficilmente si potrebbe argomentare al proposito di un sottaciuto conflitto di interessi dell'intermediario. Se, viceversa, si fosse in presenza di carenza di informazioni al mercato, con riferimento alla politica di finanza aziendale dell'impresa sovvenuta, si potrebbe temere per un conflitto di interessi non palesato, forse nella speranza che le scelte di investimento dell'impresa risultassero talmente vantaggiose da potere sopportare lo sbilanciamento finanziario verso un eccessivo indebitamento corto; dimostratasi errata l'ipotesi, si provvederebbe all'emissione di azioni e obbligazioni, da collocare nel pubblico.

La scelta di ricorrere *pro tempore* a linee di credito può essere giustificata dalla fondata speranza di potere dipoi emettere azioni e obbligazioni a migliori condizioni e con più agevole classamento, per la dimostrata validità delle nuove combinazioni produttive poste nel frattempo in essere. Il pubblico dei risparmiatori e degli investitori potrebbe allora meglio valutare vantaggi e pericoli della sottoscrizione dei titoli di cui si tratta.

La condizione migliore sarebbe quella per cui, contestualmente con il “piano industriale” di impresa, si potessero definire le scelte dei modi e delle vie di finanziamento dei programmi, sì da limitare i possibili mutamenti di struttura e composizione dei finanziatori, non previsti *a priori*, per temporanei sbilanciamenti della finanza d’azienda. Gli intermediari, sottraendosi all’erogazione di prestiti o alla sottoscrizione di nuove azioni e obbligazioni, in virtù del proprio *placing power*, non eviterebbero potenziali conflitti di interesse, ma agirebbero agevolmente con assoluta trasparenza.

Sarebbe non commendevole un’azione degli intermediari volta sì a correggere finanziamenti a breve eccessivi, ma agevolando l’emittente a proporre finanziamenti a medio termine anch’essi non risolutivi in quanto di scadenza non adeguatamente lunga. Se gli intermediari non fossero impegnati a garantire il rinnovo di quei nuovi finanziamenti, la maturazione definita dei medesimi potrebbe trascinare l’emittente verso gravi difficoltà.

In ogni caso, il mercato primario delle emissioni di *securities* può essere all’origine di conflitti di interessi tra gli intermediari e le imprese con nuove occorrenze finanziarie da un lato; tra gli intermediari e i clienti risparmiatori, inclini a investire in *securities*, da un altro lato; tra gli intermediari stessi e tra i medesimi risparmiatori e investitori in altri aspetti. Ma nelle ipotesi in esame non è impossibile giungere a un buon grado di trasparenza a tutela del risparmio.

4. La composizione qualitativa migliore dei finanziamenti iniziali e successivi delle imprese non si raggiunge in ogni tempo e in ogni occasione. Si tratta di un obiettivo tendenziale, reso possibile, pareggiando l'aspetto quantitativo delle occorrenze finanziarie di azienda, solo per la sagace azione dell'intermediazione creditizia e finanziaria, ma non potendo evitare l'insorgere di potenziali conflitti di interessi, come sopra si è detto.

Il gruppo creditizio/finanziario universale offre certo più probabili condizioni di appagamento delle occorrenze delle imprese nel duplice aspetto della quantità e della qualità dei finanziamenti, ma è all'origine di conflitti di interessi nei confronti di risparmiatori e investitori, quando l'obiettivo della migliore combinazione quali/quantitativa dei finanziamenti di impresa spinga all'emissione sul mercato primario di azioni e di obbligazioni, da classare al di fuori del sistema degli stessi intermediari.

Nella stragrande maggioranza dei casi concreti, i possibili conflitti di interessi ai quali si accenna non si traducono, secondo esperienza, in danni per la clientela degli intermediari universali; anzi! L'opinione prevalente presso la clientela è che i possibili conflitti di interesse siano 'governati, monitorati e prevenuti' da parte degli intermediari, che sarebbero ovviamente attenti a ridurre, il più possibile, i rischi di reputazione e di immagine. Non di meno, appare probabile che l'intermediario, di fatto in possesso di informazioni privilegiate in ordine a prossime operazioni di mercato primario di *securities*, possa incorrere nel pericolo di operare come *insider*, o che in tale condizione si pongano propri collaboratori.

Il mercato primario delle nuove emissioni, di azioni e di obbligazioni da parte di imprese, è, per natura, discontinuo. Il monitoraggio, il controllo e la prevenzione dei collegati potenziali conflitti di interessi è, quindi, talvolta meno 'organizzato' dagli intermediari, più attenti alle vicende concernenti il

mercato secondario dei valori, fonte principale dei servizi di investimento offerti e resi alla clientela dei risparmiatori e degli investitori. Conviene, pertanto, passare a considerare gli accennati nuovi aspetti delle varie questioni.

5. Giova ancora riflettere sulle emissioni, da collocare sul mercato primario, dirette a finanziare l'evoluzione, la crescita e lo sviluppo fisiologico di imprese, ovvero volte ad alimentare nuovi investimenti pubblici, con ripercussioni di interesse generale.

Le emissioni di cui si tratta sono sovente proposte dagli emittenti con l'assistenza di intermediari, che si organizzano sia per un'efficace consulenza al proposito delle vie, dei modi, dei tempi e delle grandezze delle emissioni; sia per gestirne il collocamento; sia garantendo la sottoscrizione iniziale delle emissioni medesime. Il successo delle quali non si collega con un trasferimento di rischi già in essere per finanziatori e investitori, fiduciosi spesso dei benefici effetti dei nuovi investimenti dell'emittente.

Il presupposto, teorico e pratico, dei nuovi casi in esame è che le vie di finanziamento prescelte con le nuove emissioni siano armoniche e coerenti con le nuove coordinazioni di gestione degli emittenti, sia aggiunte sia già in essere. La qualità e la quantità dei nuovi finanziamenti sarebbero due fini rispetto ai quali le nuove emissioni risultano compatibili.

Si tratta, per lo più, di nuovo materiale mobiliare che si aggiunge ad altro già circolante sul mercato secondario, ma che indica un programma di crescita e di sviluppo dell'emittente, o di nuovi investimenti pubblici, nel caso lo stesso emittente sia lo stato o un ente territoriale.

Le ipotesi di conflitto di interessi sono, negli aspetti in esame, spesso meno rilevanti, a meno che il giudizio degli

intermediari sia molto incerto al riguardo degli equilibri futuri dell'emittente o al proposito che esso mantenga la capacità competitiva in essere. Allora l'emissione sarebbe accompagnata solo per lucrare laute commissioni e il *placing power* sarebbe utilizzato solo per raggiungere tale fine, pur nella convinzione che la qualità del materiale offerto sia inferiore a quella descritta ai risparmiatori e agli investitori.

Si rileva, pertanto, il pericolo che i ricavi -collegati con lo studio, il lancio e il collocamento di nuove emissioni- possano indurre gli intermediari a mettere in gioco la propria reputazione e la propria immagine. Non di meno si tratta di aspetti fondamentali per il successo delle banche d'affari e di investimento, grandi protagoniste del mercato primario, che non dovrebbero mettere in sorte la propria *business continuity* per un singolo affare, pur lucroso.

6. E' ora doveroso spostare l'attenzione sui conflitti di interesse degli intermediari in quanto operatori sui mercati mobiliari secondari. La prima considerazione da fare è la diversa proiezione geografica del mercato primario e di quello secondario per la clientela dei risparmiatori e degli investitori. Il primo si ricollega, in prevalenza, con l'articolazione territoriale dell'intermediario e/o nello stato in cui esso ha sede; l'altro, invece, date anche le condizioni di un'economia globale, tira ad essere planetario.

Il mercato secondario è di notevole importanza per i servizi di investimento offerti nelle varie forme di *private banking* di massa, ossia nelle modalità di gestioni collettive del risparmio. E' di tutta evidenza che se l'allocazione del risparmio prende in considerazione emittenti residenti in più Paesi, offerenti titoli denominati in più monete, si avranno, da parte degli intermediari, problemi di organizzazione per dominare le informazioni e che, per i medesimi intermediari, vi saranno sempre presenti rischi di professionalità, di reputazio-

ne e di immagine. La via, seguita da molti, di proteggersi con collocamenti dei risparmi da amministrare in quote di fondi comuni, per ottenere, in vantaggio della clientela, un buon frazionamento indiretto dei rischi di portafoglio, si dimostra quasi sempre come non la più fruttuosa per i clienti 'gestiti'. La carenza di conoscenze in ordine a mercati ed emittenti lontani non è sempre colmata mediante il collegamento con intermediari corrispondenti là locali. Servizi di investimento 'di massa', che comportano nessi con altri intermediari e operatori, divengono sovente costosi, non in grado di superare un dato *benchmark* né di raggiungere un equilibrato frazionamento di rischi, con bilanciamento di occasioni e di pericoli, in un'ottica multinazionale e multimonetaria.

Il pericolo, non solo temuto ma frequente, è che l'intermediario sia indotto a considerare scelte sul mercato secondario, per conto della clientela, al di là dell'area tipica di attività, in virtù dell'allettamento (*inducement*) di commissioni e provvigioni lucrose offerte da altri intermediari corrispondenti. O forse anche solo per non mostrarsi incapace di appagare aspirazioni di diversificazione dei rischi e di ricerca di allocazione profittevole di risorse, da parte della clientela medesima.

Non di meno, il quadro dei conflitti di interesse, potenziali ed effettivi, si palesa difforme: con riferimento al mercato primario, l'intermediario è di frequente in relazione d'affari sia con gli emittenti sia con gli investitori presso cui volge a collocare o classare le nuove emissioni; in rapporto al mercato secondario, gli emittenti originari dei valori circolanti, residenti in aree geografiche distinte dall'articolazione territoriale dell'intermediario, non hanno spesso con esso relazioni di clientela e/o di corrispondenza. Ma, appunto in ragione di tali ultime circostanze, sovrapponendosi sovente l'offerta di servizi di investimento con la gestione dei risparmi collocati, l'intermediario si espone ancor più negli aspetti della propria professionalità, con evidenti rischi di reputazione e di immagine, in particolare

se l'offerta di servizi di investimento risultasse non poggiante su un discreto dominio delle informazioni e delle conoscenze necessarie.

L'accorgimento seguito, ripetesi, è quello di collocare, in larga prevalenza, i risparmi in gestione in quote di fondi comuni di investimento, nel convincimento che con riferimento a date aree geografiche economiche lontane o a specifici rami produttivi, i gestori dei fondi medesimi sappiano scegliere i valori circolanti migliori e più redditizi, con variazioni delle quotazioni più vantaggiose rispetto al mercato. Il che non è, in ampia misura, confermato dall'esperienza storica, soprattutto quando si considerino e comprendano nei calcoli anche i compensi da pagare ai gestori dei fondi.

Le banche europee, per esempio, con articolazione locale, o anche al limite nazionale, non possono dominare informazioni e conoscenze di mercati lontani – asiatici, americani del nord e del sud, australiani, e così via – e, ricorrendo all'immissione nei portafogli gestiti di quote di fondi comuni, si giovano, di fatto, di una doppia intermediazione, dove quella rappresentata da fondi di investimento, tuttavia, non opera tenendo in considerazione la propensione al rischio dei clienti di una data banca, né la composizione già in essere del portafoglio di quella clientela. I pericoli di reputazione e di immagine appaiono pertanto notevoli e l'efficienza dei servizi di investimento offerti sembra, almeno a mio parere, più incerta.

7. Con l'offerta di servizi di investimento, nella maggior parte dei casi, ancorché senza ricercare tale risultato, pertanto, le banche tirano a modificare la combinazione dei propri rischi operativi, spostando sulla clientela alee di portafoglio, collegate con il finanziamento delle attività produttive e delle pubbliche amministrazioni. Tali rischi dovrebbero gravare interamente sul sistema degli intermediari se le emissioni di valori

mobiliari, da parte delle imprese, degli stati e degli altri enti pubblici, non fossero in tutto o in parte classate presso i portafogli dei risparmiatori e di altri investitori.

Se la finanza delle imprese e delle pubbliche amministrazioni è volta 'al mercato' e non 'agli intermediari', è necessario che le emissioni di *securities* ritrovino classamento al di fuori del sistema degli intermediari, con una combinazione di rischi di finanziamento variabile e con un'azione di *mediazione* per i collocamenti di risorse dei risparmiatori e degli investitori. I quali accettano rischi diretti di investimento finanziario. Allee complementari con quelle che rimangono in capo agli intermediari, a loro volta erogatori di crediti per prestiti e sottoscrittori in proprio di *securities*.

L'intermediario che raccoglie fondi monetari, divenendone proprietario, si obbliga a rimborsare tali mezzi, aumentati di un frutto predeterminato, avendo piena discrezionalità, nei confini posti dalle autorità di controllo, per scegliere forme e modi di collocamento delle risorse di cui si tratta, espone l'offerente di fondi ai rischi della propria gestione. L'intermediario che amministra e gestisce fondi monetari, i quali rimangono di proprietà del cliente, si impegna, invece, ad operare con diligenza, con la migliore professionalità, ma lascia in testa al cliente i rischi dell'investimento che gli è commesso; pericoli e occasioni che, direttamente o indirettamente, può condividere in proprio, anche se talvolta in forme contrattuali solo analoghe. Se gli emittenti di *securities* sono clienti affidati dall'intermediario che colloca tali valori anche presso la propria clientela, si ripetono le condizioni di conflitto di interessi già esaminate nell'ipotesi di operazioni sul mercato primario dei titoli. Se, invece, si è nel caso di sovrapposizione di scelte di portafoglio, il conflitto di interessi è meno evidente. Se, infine, si tratta di opzioni di investimento per la sola clientela, il conflitto di interessi non appare, ma nella proporzione in cui le scelte sono decise dall'intermediario, secondo propria discrezionalità, sorgono pericoli di professionalità

e, quindi, di reputazione e di immagine, accresciuti dal desiderio di lucrare commissioni e provvigioni offerte da altri intermediari (*inducement*).

8. I conflitti di interesse, indirettamente, sussistono anche tra clienti gestiti, quando per taluni l'intermediario gestore opera in vendita e per altri in acquisto, ma soprattutto allorché l'intermediario immette nei portafogli gestiti quote di fondi comuni che esso medesimo gestisce. La composizione dei portafogli di quei fondi è sovente sconosciuta al cliente gestito, o gli è resa nota *ex post*; non mancano casi in cui il perseguito frazionamento dei rischi si corregge in una concentrazione di alee per la presenza di certi valori in tutti i, o in parecchi, portafogli dei fondi comuni gestiti dall'intermediario.

Si è in presenza di conflitti di interesse anche tra clienti e dipendenti dell'intermediario, che agiscono in proprio in contrasto con le scelte decise nelle gestioni per la stessa clientela, ovvero agiscono in anticipo rispetto a quelle opzioni, con possibilità di operare in posizione di *insider*.

Il caso più comune di sovrapposizione di portafogli titoli riguarda l'ipotesi che la data impresa, la quale ricorra a finanziamenti bancari e a emissioni di *securities*, collochi tali valori sia presso gli intermediari sia, tramite essi, pro quota, anche presso i risparmiatori, a loro volta clienti per depositi bancari. La sovrapposizione riguarda i titoli, ma la proporzione dei portafogli di attività finanziarie è difforme per gli intermediari e per gli investitori. All'interno della sovrapposizione di cui si tratta si deve rilevare anche una differenziazione di ottica temporale: l'intermediario considera prevalente la relazione di clientela nei confronti dell'affidato, emittente anche di valori mobiliari; il risparmiatore dovrebbe essere gestito o consigliato in una prospettiva di investimento ragionevolmente non di breve periodo. Ambo le parti in discorso non dovrebbero seguire logiche speculative.

9. Talvolta l'intermediario potrebbe essere invitato ad assistere il cliente affidato, ma pure emittente di valori, in operazioni di *buy back*. Il conflitto di interessi con la clientela gestita e amministrata riguarda la decisione di utilizzare i portafogli in ordine ai quali l'intermediario possa decidere, o anche solo consigliare, per agevolare o no il riacquisto sul mercato di titoli circolanti.

In sintesi, anche se il riferimento è ad operazioni sul mercato mobiliare secondario, con emittenti residenti geograficamente al di fuori della tipica area di azione dell'intermediario dato, e pur tenendo in considerazione che il mercato mobiliare possa essere considerato in un'ottica di globalizzazione, a differenza del mercato primario delle nuove emissioni, le occasioni di conflitti di interesse tra intermediario e clientela del medesimo, sono molteplici e non eludibili, quanto più siano grandi le dimensioni operative del primo. All'origine dell'antitesi può esservi sempre un possibile trasferimento di rischi operativi dall'intermediario alla clientela, ovvero il perseguimento di ricavi resi più appetibili da commissioni e provvigioni di *inducement*.

10. Giunti a questi punti conviene chiedersi come i conflitti di interesse possano essere gestiti da banche e intermediari finanziari. La risposta, che questi enti debbano agire con la massima trasparenza e antepoendo sempre gli interessi della clientela, può essere condivisa in linea teorica, ma trova ostacoli di applicazione nelle complesse strutture di gruppo degli enti medesimi, oltre a non trovare sempre conforto nell'esperienza concreta.

Secondo molti commentatori, gli intermediari dovrebbero organizzarsi come gruppo multispecialistico, di guisa che il cliente sia assistito da specifiche società controllate per ogni tipo di operazione e/o servizio finanziario richiesti. I nuclei distinti dell'organizzazione di gruppo, propria dell'interme-

diario, dovrebbero, a loro volta mirare, ognuno: alla massima efficienza e alla più alta redditività, di guisa che le politiche di *pricing* risultino neutre avuto riguardo a un cliente dato; avrebbero distinte relazioni con ogni cliente, il quale, in ragione dei servizi richiesti, avrà un peso e/o un'importanza difforme rispetto alla singola controparte di gruppo; dovrebbero cercare di evitare il passaggio, tra l'una divisione e l'altra di gruppo, di informazioni inerenti a un cliente dato, anche per ridurre al minimo i casi di possibile utilizzo di notizie e di conoscenze privilegiate; dovrebbero rigorosamente applicare i dettami degli artt. 2497 del cod. civ. italiano, per quanto attiene alle parti correlate di gruppo, di guisa che il cliente dato sia giudicato ogni volta, anche indipendentemente da altre relazioni di conto e/o d'affari con il complessivo gruppo intermedio; dovrebbero idealmente erigere *chinese walls* tra le società del gruppo per garantire la massima riservatezza possibile dei dati, delle notizie e delle informazioni ottenute; dovrebbero badare alla tutela dei propri creditori, quasi necessariamente difformi e diversi da una società all'altra del gruppo, e alla tutela degli azionisti di minoranza, ancora probabilmente diversi da una società all'altra del gruppo; e così via.

Il primo suggerimento per gestire al meglio i conflitti di interesse e per controllarli sarebbe, pertanto, quello di un'organizzazione di gruppo di ciascun intermediario creditizio e finanziario, la quale si approssimi all'ipotesi della specializzazione operativa e funzionale delle varie divisioni, e della distinzione di assetti proprietari di ogni intermediario. Una scelta che non pare coerente con la formazione di gruppi aziendali per la ricerca di sinergie e di economie di scala, e che pertanto impone altre opzioni organizzative affinché quelle sinergie e quelle economie non siano perse.

Ovvio, in gran parte gli accorgimenti organizzativi sopra accennati, volti a controllare più che a eliminare i conflitti di interesse tra l'intermediario e la clientela del medesimo, debbono congiungersi con la massima trasparenza dello stesso

intermediario nel segnalare la sussistenza, anche solo potenziale, delle contrapposizioni di cui si tratta. E soprattutto dovrebbero congiungersi con il costume di anteporre sempre gli interessi del cliente a quelli propri.

Né, per superare i conflitti di interessi, è possibile supporre di vietare la coesione di gruppo, in vista di coordinazioni di gestione unitariamente scelte e dirette.

11. I casi più probabili di conflitti di interesse sono in concreto:

- l'intreccio dell'azione dell'intermediario a sostegno di nuove emissioni di titoli da parte di un proprio cliente e la congiunta azione di classamento dell'emissione presso altri clienti;
- la sovrapposizione tra l'assistenza per il classamento di nuove emissioni e la circostanza che queste si aggiungono a precedenti già circolanti e già classate presso altri clienti risparmiatori e investitori;
- l'intreccio dell'azione dell'intermediario sul mercato secondario, per la gestione del proprio portafoglio titoli o per sostenere i corsi di valori emessi in precedenza da clienti e collocati sul mercato primario, e la congiunta azione di gestione di portafogli di clienti risparmiatori e investitori o l'azione di consulenza e di suggerimento per la scelta di collocamenti di risorse;
- l'intreccio dell'azione dell'intermediario per generare e offrire prodotti finanziari di investimento (per es. fondi comuni gestiti direttamente) e l'azione volta a formare portafogli gestiti di clienti nei quali vengono immessi quote di quei prodotti;
- il desiderio dell'intermediario di costruire portafogli di clienti, risparmiatori e investitori, con orizzonte globale e la relativa limitatezza, per disponibilità di informazioni e conoscenze, dello stesso intermediario, che pone così ancor più in gioco le proprie efficienza, repu-

tazione e immagine, non certo adeguatamente compensate da commissioni e provvigioni allettanti offerte da altri intermediari.

A ben vedere, i conflitti di interesse di cui si tratta non possono, come più volte affermato, essere evitati e non sempre è possibile che siano esplicitati con assoluta trasparenza.

Non di rado, per esempio, le nuove emissioni sul mercato primario coinvolgono attenzione e iniziative di fondi pensione, di fondi di *private equity*, di banche d'investimento. Sono, nel caso di azioni, connesse con precedenti e con successive politiche di autofinanziamento, di distribuzione di dividendi, di altre operazioni di aumento di capitale sociale dell'emittente. Sovente sono gradite e interessanti anche per chi ha già in portafoglio titoli della stessa specie, risalenti a passate edizioni. Anzi non di rado i collocamenti in dati valori sono decisi in vista di successive nuove emissioni. Sono situazioni in cui non sempre pare possibile arguire che il potenziale conflitto di interessi dell'intermediario possa rappresentare una condizione di pericolo per il cliente risparmiatore e investitore. Soprattutto, appare complessa una puntuale trasparenza se i valori di cui si tratta sono indirettamente parte di portafogli di investimento di clienti, composti da quote di fondi comuni, i gestori dei quali, a loro volta, hanno ricompreso nei propri portafogli valori già circolanti, collegati con nuove emissioni, ovvero potranno optare per sottoscrivere tali nuove emissioni. Tanto più è difficile cogliere la situazione di contrapposizione di interessi se i gestori dei fondi sono autonomi rispetto al gruppo intermediario, partecipante ad esempio al sindacato di emissione. Al contrario, il conflitto di interessi dovrebbe emergere se il gestore dei fondi comuni è una società controllata dal gruppo intermediario.

Sovente il tutto si intreccia con un'azione su *derivatives* per pareggiare taluni rischi non accettati dalla clientela, ma anche per speculare, come accade quando ci si riferisca all'azione di *hedge funds*.

Non si dimentichi, però, che le condizioni per le nuove emissioni sul mercato primario non sono mai indipendenti dall'andamento dei corsi di emissioni precedenti sul mercato secondario, che certo risentono anche del fatto che il classamento dei valori già circolanti sia in vario grado influito da gestioni private, ovvero da gestioni collettive del risparmio.

Deve essere poi tenuta in giusta considerazione la finalità immediata di una nuova emissione di azioni o di obbligazioni. A un estremo vi è l'obiettivo dello sviluppo e della crescita di un'impresa; all'altro estremo vi è lo scopo di una ristrutturazione finanziaria. Nel mezzo si potrebbe porre il consolidamento di una struttura di finanziamenti. L'interazione, delle tre ipotesi, con il mercato secondario dei valori già in circolazione e quindi con le vicende dell'*asset management* dei vari intermediari, è intuibile.

Si debbono ancora ricordare i casi di *buy back* di azioni circolanti da parte di società quotate, allo scopo di ridurre i mezzi di diretta pertinenza di un'impresa e di dare maggior peso alla 'leva' dell'indebitamento. Offrire titoli sul mercato, sia per abbreviare sia per agevolare il successo dell'operazione dei cui si tratta, ovvero mantenere i titoli in portafoglio fino alla conclusione del riacquisto, sono decisioni incidenti sul mercato secondario, sui futuri rapporti tra emittenti e soci, sui risultati delle gestioni patrimoniali, e così via. Sono opzioni che sovente vedono in contrasto di interessi l'intermediario, che amministra e gestisce i portafogli dei clienti, o che concede consulenza e suggerimenti, e i titolari di quei portafogli. Il conflitto si acuisce, poi, se l'intermediario opera scelte dirette difformi da quelle applicate ai portafogli della clientela, gestiti e/o amministrati.

Per quanto più specificamente attiene ai suggerimenti di investimenti offerti dagli intermediari, si osserva che essi dovrebbero avere il conforto di pareri e di analisi assolutamente indipendenti, ma l'esperienza ancora una volta dimostra che

tutti i maggiori intermediari enunciano giudizi e misure di *target price*, sì che pure nel campo in esame i conflitti di interesse permangono rilevanti.

12. Al fondamento dei conflitti di interesse vi è spesso il fine di trasferire rischi dall'intermediario alla clientela, di passare da un'attività *stricto sensu* di intermediazione a una di mediazione. Con il duplice scopo, per l'intermediario, di garantirsi, in ogni caso, un flusso di ricavi di commissioni e di provvigioni e di ridurre, quando non annullare, occorrenze di mezzi propri in ordine alla disciplina di vigilanza prudenziale. Il tutto senza fare diminuire risorse di finanziamenti per le imprese affidate.

Si debbono perciò condividere le opinioni di quanti sostengono la necessità di coefficienti patrimoniali con riferimento ai servizi di investimento offerti alla clientela delle banche e da altri intermediari finanziari; investimenti non di rado successivamente gestiti o amministrati.

Scelte organizzative per evitare situazioni potenziali di *insider* sono da condividere ma urtano contro il coordinamento di gruppo e la ricerca di economie di scala, di costi e di dimensione.

La massima trasparenza e la pronta avvertenza al cliente delle possibili contrapposizioni di interessi va pure attuata. Ciò che più conta, però, è la reputazione e l'immagine dell'intermediario di comportarsi, sempre, antepo- nendo la tutela del cliente al proprio diretto vantaggio. Una reputazione e un'immagine costruite nel tempo, che non vanno vanificate con scelte di volere, in ogni caso, sapere offrire servizi anche quando l'offerta alle migliori condizioni risulta non compatibile con le dimensioni operative e con la propria organizzazione. Ma è sospinta da commissioni di *inducement*.

La nuova direttiva MIFID dovrebbe indurre a valutare con specifica attenzione gli ultimi aspetti richiamati. L'integrazione dei mercati monetari e finanziari rende planetaria l'attività sui mercati mobiliari secondari. Il dominio delle informazioni e delle conoscenze, non ostanti i progressi delle tecnologie multimediali, si concentra per molti aspetti in vantaggio degli intermediari di maggiori dimensioni, con strutture multinazionali.

Il migliore intermediario è quello che conosce i confini delle proprie possibili condizioni per eccellere.

Prof. Mario SARCINELLI,

Docente di Economia Monetaria nell'Università "La Sapienza" di Roma.

I conflitti di interessi e i servizi di investimento

1. Questa sessione è stata animata da due pregevoli esposizioni, quella della dott.sa Magda Bianco su *Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*, preparata insieme con il dott. Marcello Bianchi, e quella del prof. Matteo Rescigno su *Il conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: diagnosi e terapie*, sotto l'abile regia del prof. Gaetano Presti.

Nel primo contributo, sebbene collocato nel contesto dei conflitti di interessi, non sono questi ultimi nella loro dimensione microeconomica che vengono principalmente in evidenza, ma la tematica della separazione o dell'interazione tra le strutture proprietarie della banca (o del settore finanziario) e quelle dell'industria (o dell'intero settore reale). E' questo un tema caro a tutti coloro che dagli anni '30 sino ad oggi si sono preoccupati di favorire un assetto che porti il settore reale e quello finanziario ad interagire in modo "appropriato" così da favorire la produzione e la crescita. Se l'intreccio delle strutture proprietarie tra il settore reale e quello finanziario è particolarmente forte, si determina un conflitto a livello macroeconomico che può compromettere l'efficienza allocativa e rendere al tempo stesso più gravi e frequenti i conflitti di interessi derivanti dagli interconnessi diritti di proprietà. Si può sostenere, però, anche il contrario ove le economie di scopo, la diversificazione dei rischi e in genere le "sinergie" tra differenti attività permettano di ottenere guadagni di produttività e vantaggi dalla stabilizzazione dei profitti tali da superare i rischi da allocazione sub-ottimale. Come risolvere la controversia? In un contesto globalizzato, connotato dall'innovazione finanziaria e fortemente ri-regolamentato, la ricerca empirica, insieme con i più recenti approcci teorici, è chiama-

ta, quindi, a fornire risposte o almeno elementi di giudizio.

La separatezza teorizzata dopo la legge bancaria del 1936 è venuta meno in Italia con la seconda direttiva bancaria dell'Unione europea che, recependo la tradizione germanica, si è adeguata all'evoluzione della globalizzazione finanziaria in corso. Cosa è accaduto all'integrazione proprietaria tra banche e imprese in Francia, Germania, Italia e Spagna? Limitatamente alle società quotate e in percentuale della capitalizzazione totale, da noi le partecipazioni delle banche in non finanziarie sono le più basse (0,7) e in Spagna le più alte (6,4); al contrario, le partecipazioni di non finanziarie in banche sono le più elevate (2,8) in Italia, mentre in Spagna sono i due quinti delle nostre e negli altri due paesi praticamente nulle. La scarsa presenza delle banche nel capitale delle non finanziarie è controbilanciata in Italia da quella nelle coalizioni non familiari, formali e informali: coprivano il 41,3% della capitalizzazione nel 1990 e il 75,1% nel 2005. Ne discende che le banche cercano di avere un'influenza sulla gestione delle non finanziarie attraverso la presenza nelle coalizioni; al contrario, le non finanziarie perseguono presumibilmente lo stesso obiettivo acquisendo partecipazioni nelle banche.

Quale conclusione traggono Bianchi e Bianco relativamente alle partecipazioni delle banche in imprese non finanziarie? Che, sebbene la base statistica sia limitata, queste relazioni tendono ad essere stabili nel tempo, che sono in flessione quelle per il recupero dei crediti, che di preferenza riguardano settori "quasi strumentali", ma che queste non finanziarie a partecipazione bancaria non mostrano una maggiore crescita o una migliore redditività... E per la presenza delle non finanziarie nel capitale delle banche? Pare che la normativa italiana sia più restrittiva di quella dei maggiori paesi, ma non vi sono ancora né un sufficiente approfondimento teorico, né soprattutto un'adeguata ricerca empirica che inducano ad abbandonare decisamente il prevalente atteggiamento di separazione. Perciò, resta ancora irrisolto il quesito se l'intreccio proprietario tra il settore finanziario e quello reale porti a un peggioramento nell'allocazione delle risorse

con riflessi negativi sulla crescita o se le “sinergie” tra i due si rivelino così forti da migliorare quest’ultima. Per chi, come me, segue un’impostazione schumpeteriana, minori sono i legami proprietari, maggiore è l’autonomia di giudizio della banca nel valutare il merito di credito, più alta, perciò, la probabilità che non si commettano errori di valutazione per compiacenza verso i rappresentanti della proprietà o per timore di ritorsioni da parte loro, oppure per colpevole leggerezza o eccessiva fiducia nelle capacità di chi gestisce la controllata non finanziaria. Ciò non significa che si debbano assumere atteggiamenti manichei al riguardo; anzi, è bene che si sperimenti, sia pure con cautela e in funzione delle capacità organizzative e di controllo della banca capogruppo, delle dimensioni della non finanziaria, del settore in cui opera quest’ultima, ecc. Vorrei ricordare a questo proposito che in tempi di separazione tra banca e industria il Governatore Carli ritenne di avanzare l’ipotesi che i crediti incagliati delle banche potessero essere convertiti in azioni e che il Governatore Baffi, contrario a questa soluzione che rischiava di scaricare sulle aziende di credito le difficoltà delle imprese, era favorevole alla presenza di industriali nei consigli di amministrazione delle banche. Maggiori perplessità suscita in me la forte partecipazione bancaria nelle coalizioni non familiari, poiché la stabilità che esse assicurano al governo societario è spesso pagata in termini di minore dinamicità sia nel campo della gestione sia in quello del trasferimento dei diritti di proprietà.

Un’ultima considerazione concerne l’estensione dei potenziali conflitti di interessi attraverso le catene proprietarie, che interagiscono con quelle derivanti dagli incarichi di amministratore, di manager e di sindaco. La legge 262/2005 estende la procedura speciale di approvazione dei crediti bancari, la cui violazione comporta sanzioni penali, non solo alle società controllate dai soggetti coinvolti nel processo decisionale, ma anche a quelle presso le quali gli stessi svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché alle società da queste controllate o che le controllano o sono

ad esse collegate. Le molteplici catene societarie di un gruppo sono spesso altamente dinamiche, ma anche non prontamente conoscibili da parte, ad esempio, di amministratori indipendenti. Le difficoltà crescono se più gruppi molto articolati vengono connessi attraverso le persone fisiche di amministratori, direttori e sindaci. Il decreto legislativo 303/2006 ha escluso da questa faticosa disciplina solo le obbligazioni intercorrenti tra società dello stesso gruppo e quelle tra banche sul mercato interbancario, riconoscendo che per le prime è inutile, per le seconde impossibile. Infine, per superare il conflitto di interessi è richiesta l'approvazione unanime dei consiglieri presenti e dell'intero collegio sindacale; la numerosità dei casi ne rende l'esame degli uni più formale che sostanziale e trasforma di fatto l'altro in un organo di co-amministrazione.

2. Sono stato chiamato a commentare il lavoro di due giuristi, mentre io sono un economista che conseguì una laurea in giurisprudenza oltre cinquant'anni or sono. E' opportuno, perciò, chiarire i presupposti da cui muovo per evitare incomprensioni e discussioni meramente semantiche. Poiché dei conflitti di interessi ho già parlato in un convegno dell'ASSBB che si tenne a Roma nel 2005 (*Quaderno rosso* n. 224) e in precedenza in un altro promosso dall'AREL e dall'ABI (*Bancaria*, febbraio 2005, pp. 42-46) mi scuso se qualcuno mi sentirà ripetere ancora una volta gli stessi concetti.

Si afferma da alcuni (ad es., Mehran H. & Stulz R.M., "The Economics of Conflict of Interest in Financial Institutions, *NBER Working Paper*, n. 12695, <http://www.nber.org/papers/w12695>) che se in una transazione non vi è informazione piena, verificabilità del prodotto e assenza di costi nella negoziazione, il compratore non può essere sicuro della qualità dei beni acquistati, il venditore può influire sulla medesima in modi che non sono osservabili da parte del compratore e quest'ultimo può non essere in grado di provare che il venditore effettivamente si comportò in maniera scorretta. Tuttavia, nei limiti in cui le parti formano le

loro aspettative in modo razionale, ciascuna di esse sconta i rischi associati col conflitto di interessi. Una tale impostazione a me sembra molto, troppo ampia, poiché estende la problematica che ci occupa praticamente a tutte le transazioni che avvengono nel mondo reale ed affida la sua soluzione fundamentalmente alla nostra capacità di comportarci in modo razionale. Poiché le nostre facoltà cognitive e di calcolo sono limitate e la forza di volontà non di rado è insufficiente per scelte di lungo periodo, il conflitto di interessi regnerebbe sovrano e pressoché indisturbato nella vita economica.

E' opportuno, invece, partire da una sua definizione molto più vicina all'esperienza di ciascuno di noi nel mondo degli affari o nella vita societaria; quella che qui di seguito vi propongo è non solo ampia, ma è anche in grado di accogliere fattispecie non economiche: "Si ravvisa un conflitto di interessi in qualsiasi situazione in cui un individuo in proprio o come titolare di una potestà o come rappresentante di un'entità, pubblica o privata, è in grado di sfruttare o può dare l'impressione di avvalersi della sua posizione (professionale, pubblica, di esercente una potestà, ecc.) per avvantaggiare se stesso o l'entità che rappresenta con possibile pregiudizio della controparte o del soggetto affidato alle sue cure".

Alcuni elementi vanno sottolineati:

- *a)* il conflitto è interno a ciascun soggetto e deriva dalle multiformi situazioni in cui egli o l'entità che rappresenta si trova ad operare a causa della molteplicità dei ruoli che l'organizzazione sociale ci impone;
- *b)* non è necessario che il conflitto esista *in re*, è sufficiente che le circostanze lo rendano plausibile;
- *c)* non è affatto detto che dall'esistenza del conflitto di interessi derivi un danno alla controparte, anzi non è escluso che questa ne possa trarre vantaggio;
- *d)* nel caso di una transazione commerciale o finanziaria, l'asimmetria informativa tra contraenti porta ad operare una selezione avversa.

Pur accettando un'impostazione meno ampia di quella avanzata da Merhan e Stulz, il conflitto di interessi resta endemico, pervasivo, eliminabile solo incorrendo in costi, che possono anche essere rilevanti. Tuttavia, il suo controllo non resta affidato alla perfetta razionalità dei contraenti, ma a meccanismi economici, sociali e giuridici a noi ben noti. Il mercato se si accorge del sistematico sfruttamento del conflitto di interessi, ad esempio, da parte di un intermediario bancario o finanziario lo punisce colpendone l'immagine, la reputazione e, se del caso, la quotazione in borsa. La società civile, rappresentata dal vicinato, dalla parrocchia o anche dalla scuola, se si rende conto che un padre trascura un figlio o la sua educazione ed è sufficientemente attenta, oltre che al benessere della comunità nel suo insieme, anche a quello dei singoli membri che la compongono, si attiverà per risolvere il caso. La singola entità, pubblica o privata, che è consapevole dell'impossibilità o degli alti costi necessari per eliminare alla radice il conflitto di interessi, può consentire a propri aderenti di svolgere attività esterne in conflitto con i doveri verso di essa, a determinate condizioni o entro prefissati limiti; è questo il caso, ad esempio, dei medici del servizio sanitario pubblico cui è concesso di svolgere attività privata *intra moenia*. Nel mondo accademico come in quello delle professioni spesso è il datore di lavoro che incoraggia professori, medici, avvocati ecc. a partecipare ad attività esterne, quali congressi e seminari, almeno sino al punto in cui i benefici che ne ricava sono maggiori dei costi o dei rischi; in questi casi sembra più appropriato parlare di conflitto di impegno, piuttosto che di conflitto di interessi.

Perché il mercato reagisca allo sfruttamento sistematico del conflitto di interessi da parte di un intermediario, è probabile che ci voglia del tempo durante il quale le controparti subiscono un pregiudizio; se la società civile non è in grado di esercitare una pressione morale sufficiente per indurre un genitore a ravvedersi, il conflitto tra il figlio trascurato e il padre disamorato continuerà, nonostante ogni contraria apparenza. Ne segue che si deve fare appello al diritto perché stabilisca cosa è il conflitto di interessi, quando si materializza, come lo si dirime, se nei casi più

gravi è necessario l'intervento di un'autorità esterna. Leggi e regolamenti disciplinano le singole fattispecie; a prescindere da queste ultime, principio generale del nostro ordinamento civilistico e, credo, anche di quello di altri paesi è che allorché si versi in una situazione di conflitto di interessi è necessario astenersi, salvo che si possa procedere con le cautele previste (ad esempio, *disclosure*) o seguendo procedure preordinate (ad esempio, art. 136 TUB). Perciò, nei casi ritenuti inaccettabili dall'etica o dalla politica si fa ricorso ad interventi privati (autodisciplina, regolamento associativo, ecc.) e soprattutto pubblici volti a prevenire e gestire il conflitto di interessi e a punire il suo eventuale abuso.

La prevenzione è possibile solo con la separazione, la quale può essere giuridica quando concentra in società separate le attività che se gestite in modo promiscuo danno origine a conflitti di interessi e stabilisce, inoltre, appositi filtri e incompatibilità tra le società e i rispettivi operatori se esse appartengono allo stesso gruppo; si ha cioè separazione giuridica relativa o in senso debole. Se il gruppo, invece, può operare con una società in un dato ramo di attività (ad esempio, gestione di portafoglio) ma non in un altro (ad esempio, finanza di impresa) nemmeno con una diversa società si ha separazione giuridica assoluta o in senso forte. Oggi, la separazione cui si fa ricorso più di frequente è quella organizzativa, cioè basata fondamentalmente su “muraglie cinesi” tra dipartimenti che se lasciati liberi di comunicare tra loro potrebbero creare conflitti di interessi tra l'intermediario finanziario e suoi clienti.

La gestione dei conflitti è affidata alla regolamentazione, alla connessa supervisione e all'eventuale sanzione per le violazioni; lo strumento principe è la *disclosure*, cioè l'obbligo di rendere edotta la controparte dell'esistenza del conflitto di interessi così da metterla in grado di decidere se proseguire nella transazione o no. Per i conflitti che si materializzano attraverso la partecipazione della medesima persona fisica alle istanze decisionali, gestionali o di controllo di più società il rimedio è ricercato nel rafforzamento delle procedure e nel-

l'innalzamento dei *quorum* di voto (v. § 1 in fine). Una menzione merita la socializzazione nella produzione e nella distribuzione dell'informazione, ma la fissazione di prezzi e commissioni è contraria allo spirito concorrenziale che si vorrebbe animasse ancor più il settore finanziario nell'Europa continentale, soprattutto nel segmento al dettaglio.

3. “L’iniziativa economica privata è libera” afferma il primo comma dell’art. 41 della nostra Costituzione e libera deve ritenersi, quindi, anche la forma della sua organizzazione. Inoltre, è scomparsa negli anni ’90 ogni residua funzione pubblicistica delle istituzioni creditizie nella gestione dell’economia e ne è stata riaffermata la natura di imprese. Come si è detto nel § 1, la seconda direttiva bancaria e la globalizzazione finanziaria hanno riportato in auge tra noi il modello della banca universale, la quale, in verità, alberga nel proprio seno una quantità di conflitti di interessi. Certamente, negli anni ’30, le critiche alle banche universali e ai conflitti di cui le stesse avevano abusato portarono gli Stati Uniti a promulgare il *Glass-Steagall Act* e con esso la separazione tra *commercial banking* e *investment banking* e l’Italia a varare il decreto legge che comportò la divisione del credito a breve, da finanziare con i depositi, da quello a medio-lungo termine, da alimentare emettendo obbligazioni. Il pendolo della globalizzazione finanziaria si è mosso in senso contrario negli ultimi decenni del secolo scorso; Stati Uniti e Italia vi si sono adeguati, insieme con tanti altri paesi. Questo ritorno al passato, almeno in America, ha dato luogo a gravi inconvenienti, ha fatto rimpiangere la separazione decisa all’epoca del New Deal?

Al di là degli scandali che hanno funestato Wall Street e che hanno messo in crisi il più celebrato sistema di governo societario e prescindendo dall’azione del procuratore di New York Spitzer e dalla risposta del Congresso attraverso il Sarbanes-Oxley Act, qualche lume lo si può chiedere agli studi empirici. Una ricerca effettuata sulla Social Sciences

Research Network nel luglio del 2006 ha restituito una lista di 397 scritti in cui le parole “conflitto di interessi” erano presenti nel titolo o nel sommario. Una loro analisi, da estendere necessariamente a quelli successivamente apparsi, richiederebbe tempi e sforzi del tutto sproporzionati all’attuale bisogna.

Ci viene in aiuto il più volte citato lavoro di Mehran e Stulz che analizza una ottantina di ricerche, in particolare quelle che trattano del conflitto di interessi degli analisti finanziari che lavorano per il *sell side*, cioè gli intermediari che si occupano di piazzare titoli. Le conclusioni raggiunte da questa letteratura sembrano dipendere dal tipo di conflitto che lo studio ha preso in considerazione, oltre che dal periodo cui si riferiscono i dati. Ad un estremo si collocano le indagini sui conflitti di interessi derivanti dal fatto che le banche garantiscono l’emissione di titoli per società che sono con esse indebitate: non v’è evidenza che il conflitto abbia riverberi negativi. All’altro estremo sono gli studi che indagano sui rapporti tra i gestori dei fondi comuni e le società in cui sono investite le risorse dei fondi e sul grado di indipendenza dei consigli di amministrazione delle loro società di gestione: non solo nelle votazioni in assemblea sembra esservi una tendenza dei gestori ad allinearsi alle proposte del management, ma la performance dei fondi comuni è in relazione diretta col numero di amministratori indipendenti che siedono nel consiglio della società di gestione. L’esame di tutte le altre situazioni di conflitto, in particolare quelle che riguardano gli analisti, si situa tra i due limiti: differenti autori raggiungono sulla base delle proprie ricerche diversi risultati.

Secondo l’opinione di Mehran e Stulz, “...la letteratura accademica sui conflitti di interessi, che utilizza ampi campioni, raggiunge conclusioni che sono più deboli e spesso più benevole di quelle che traggono giornalisti e politici. Un tale risultato non deve sorprendere poiché vi sono fattori importanti che mitigano i conflitti di interessi. In primo luogo, le istituzioni finanziarie e le persone che lavorano per esse sono spinte a

limitarne l'impatto. Secondariamente, gli investitori sono incentivati a tenere conto di tali conflitti nelle loro decisioni e quindi a scontare le raccomandazioni che ne fossero affette. Ciò nondimeno, l'esistenza di fattori di mitigazione non deve indurci ad alcuna compiacenza verso i conflitti di interessi" (op. cit., pp. 37-38). Quindi, anche per gli assertori di una capacità dei contraenti di difendersi con la propria razionalità, v'è sempre un ruolo per la regolamentazione, per la supervisione ed eventualmente per la sanzione delle violazioni, in particolare per quei risparmiatori che non sono sufficientemente razionali o abbastanza informati da prendere in considerazione delle istituzioni finanziarie i conflitti di interessi nelle decisioni di investimento. D'altra parte, non si può essere a favore di un capitalismo di massa e non preoccuparsi di come nella realtà vengono prese le decisioni da parte della stragrande maggioranza degli investitori, quelli non professionali.

4. Poiché il tema di questa sessione riguarda "I conflitti di interessi e i servizi di investimento", è opportuno richiamare le principali ipotesi in cui, all'interno di banche universali o di gruppi bancari molto articolati, i primi finiscono col permeare di sé i secondi.

Nel **collocamento di titoli** si annida il conflitto di interessi:

- a) ogni qualvolta la banca ne ha effettuato o garantito la sottoscrizione oppure li ha acquistati a fermo;
- b) allorché si emettono strumenti finanziari della banca o di società del gruppo;
- c) quando vi è un'esposizione creditizia non garantita verso l'emittente, ipotesi di cui ha trattato da par suo il prof. Tancredi Bianchi;
- d) se si partecipa al capitale dell'emittente.

Nella **negoiazione per conto proprio, in quella per conto terzi e nella ricezione e trasmissione di ordini** si materializza il conflitto:

- a) ove si intendano sostenere le quotazioni sul *grey market*;

- *b)* in presenza di un impegno a stabilizzare il corso dei titoli.

Nell'**attività di ricerca sulle prospettive economico-finanziarie di società o enti emittenti** nel caso in cui gli analisti sono spinti a rendere più *sexy* i rapporti relativi alle società per i quali i dipartimenti responsabili dei crediti e dei titoli hanno particolare interesse.

Nella **discriminazione tra diverse categorie di clienti**, come è accaduto, ad esempio, negli Stati Uniti dove i manager di alcuni fondi di investimento hanno permesso a particolari clienti di effettuare operazioni di *late trading*, cioè dopo la chiusura dei mercati (4 p.m., ET), di ottenere la valorizzazione del proprio ordine al *net asset value* di quel giorno e di sfruttare così informazioni giunte sul mercato nel frattempo (pratica vietata) o di *market timing*, cioè di trarre beneficio da differenze di prezzo dei titoli quotati in mercati chiusi per effetto del fuso orario mentre quelli americani sono ancora attivi (prassi di per sé non vietata, ma illecita se viola le previsioni del regolamento del fondo sulla frequenza delle sottoscrizioni e dei riscatti).

Ne discende che è opportuno ridurre l'insorgenza dei conflitti di interessi attraverso uno schema organizzativo che separi le attività ad essi proclivi. Per la gestione individuale dei patrimoni e per quella collettiva la separazione è in Italia obbligatoria, mentre resta facoltativa e quindi rimessa all'autoregolamentazione per le attività di negoziazione, di ricezione e trasmissione di ordini, di tesoreria della banca. Da notare che dalla separatezza organizzativa auto-imposta non discende per legge alcun esonero per l'intermediario da adempimenti amministrativi o da responsabilità civile verso il cliente. Ovviamente, per non frustrare i benefici derivanti dalle economie di scopo di una banca universale, l'organizzazione informata alla separatezza non è generalizzabile. Resta quindi ampio spazio per la gestione dei conflitti attraverso la riduzione dell'asimmetria informativa e in genere l'aumento della trasparenza (codici

di condotta, prospetti informativi, ecc.) sia nei confronti delle controparti sia nell'ambito dei consigli di amministrazione.

Da quanto si è finora detto in questo paragrafo e argomentato in quello precedente risulta evidente che per la prevenzione sempre meno si fa ricorso alla separazione giuridica in senso debole e sempre più a quella organizzativa, mentre per la gestione dei conflitti la *disclosure* e il rafforzamento delle procedure decisorie restano gli strumenti principali.

5. Giungiamo finalmente ad esaminare il pregevole contributo del prof. Rescigno, pienamente in linea con l'introduzione a questa sessione fatta dal prof. Presti il cui messaggio può sintetizzarsi nei termini seguenti: Nulla è inevitabile, compreso il conflitto di interessi; quest'ultimo diventa ineluttabile solo se si permette lo sfruttamento delle sinergie, né consegue fatalmente dall'esistenza della banca universale se ad essa si permette di svolgere alcuni servizi, ma non altri. Il tema è sviluppato con grande vigoria dal prof. Rescigno. Per essere sicuro di averne ben compreso le tesi, mi proverò a riassumere lo scritto.

Nella gestione del conflitto di interessi, si afferma, si sta registrando un aumento del tasso di discrezionalità, mentre v'è necessità di maggiore tipizzazione per creare un'area di sicura identificazione degli stessi. Se si eccettuano settori particolari, manca una specificazione delle regole di gestione del conflitto di cui ci occupiamo. La MiFID, in corso di recepimento in Italia, prevede misure organizzative e *disclosure*; all'art. 22 (direttiva 73/2006/CE) fissa criteri minimi per individuare i conflitti di interessi e impone agli stati membri una politica per la loro gestione, formulata per iscritto e volta ad assicurare un adeguato grado di indipendenza a chi svolge attività professionali che li implicano. La legge 262/2005 sulla protezione del rispar-

mio aveva introdotto due incisivi articoli, il 9 e il 10, che prevedevano rispettivamente una delega per il governo e un mandato a Banca d'Italia e Consob per imporre l'obbligo di separazione per determinate attività; queste disposizioni sono state abrogate dall'art 10 della legge 13/2007 il quale, a sua volta, ha conferito a Banca d'Italia e Consob il potere di disciplinare con regolamento le misure e gli strumenti per identificare, prevenire, gestire e rendere trasparenti i conflitti di interessi. Inoltre, la relazione illustrativa di quest'ultima legge sottolinea l'esigenza di alleggerire e calibrare l'intervento regolatore sulla situazione concreta, per aumentare l'autonomia organizzativa degli intermediari, ridurre i costi della regolazione e aumentarne l'efficienza. Ciò induce a spostare l'accento dalle regole alla supervisione, sicché più che produrre e imporre modelli gestionali predefiniti è necessario valutare l'idoneità delle soluzioni organizzative e procedurali adottate per conseguire gli obiettivi fissati dal legislatore. Anche con Basilea 2, in particolare con il secondo pilastro, si sta avendo uno spostamento di enfasi dalla regolazione alla supervisione, chiamata a convalidare i processi di controllo interni all'intermediario.

I proff. Presti e Rescigno hanno una decisa preferenza per la regolazione nella diagnosi e nella terapia del conflitto di interessi e citano l'indagine effettuata dal 24th European Bank Report che ha individuato 12 ipotesi in tre macroaree: gestione di portafoglio, attività di ricerca, concessione di credito. Per la separazione anch'essi pongono l'accento sulle muraglie cinesi, informative e soggettive, con riferimento alla negoziazione in proprio, alla gestione di portafoglio e alla finanza d'impresa. Per la *disclosure* sottolineano non solo l'opportunità di specificare se, come e quando farla, ma soprattutto la necessità che non si traduca in una mera formalità cui il cliente finisca con l'anettere scarsa importanza; su questo punto concordo pienamente.

Le differenze di opinione tra i proff. Presti e Rescigno e chi scrive derivano, in verità, dalla diversa formazione accademica:

a) essi negano l'inevitabilità del conflitto di interessi poiché fanno assurgere a regola generale la separazione tra attività inclini a generarli, mentre io parto dal principio di libertà per l'iniziativa e per l'organizzazione economica e vedo nella separazione, preferibilmente di tipo organizzativo piuttosto che giuridico in senso debole o forte, una cura cui far ricorso solo quando è necessario evitare serie distorsioni nell'allocazione delle risorse;

b) come giuristi sono a favore delle regole per inquadrare, sia nella teoria sia nella pratica, le fattispecie che sono chiamati ad interpretare, mentre l'economista che è in me privilegia la duttilità delle prassi sulla rigidità degli schemi, l'esperienza del fare sulla pretesa del tutto prevedere, il giudizio relativo ai comportamenti sul formale rispetto delle regole;

c) non li turba il rischio di moltiplicare a dismisura le pagine delle istruzioni delle autorità di regolamentazione, con parallelo aumento dei costi di *compliance*, mentre sono spaventato dalla possibilità che l'attività di intermediazione finanziaria sia ingessata da regole che tendono a permanere in vita anche quando non sono più necessarie oppure, il che è peggio, ad ostacolare la nascita di nuovi prodotti o di nuovi mercati.

Ciò detto, ringrazio per l'opportunità che mi è stata data di guardare al problema dei conflitti di interessi da un diverso angolo visuale e di imparare dall'analisi che ne hanno fatta due giovani e valenti giuristi.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.
Banca Centrale della Repubblica di San Marino
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca MB S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare Italiana
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.

Banca Popolare di Todi S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca Sammarinese di Investimento
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare di Verona e Novara
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Caboto S.p.A.
Capitalia S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Sammarinese S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.

Friulcassa S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Rasbank S.p.A.
Sanpaolo Banca dell' Adriatico S.p.A.
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Borsa Italiana S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg Advisory S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE

**NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO
DELL'UNIONE EUROPEA"**

- G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004
- N. 214 **"I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:
EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI"**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **"ALZATEVI, ANDIAMO!"**
L. Ormaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **"DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA"**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **"ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI"**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E
LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004"**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **"METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:
STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE"**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **"IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE"**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **"BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE"**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **"RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO
DEI DERIVATI FINANZIARI"**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **"LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI
SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE"**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **"SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE"**
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **"CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO"**
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **"NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI
MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE"**
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO
DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA"**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **"IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E
LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE"**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **"I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO
SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI"**

- N. 230 T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006
**“I MERCATI BANCARI DELL’EUROPA ORIENTALE:
OPPORTUNITÀ E RISCHI”**
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231 **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI
TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232 **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA
IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233 **“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234 **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235 **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE
DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236 **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007

Finito di stampare Luglio 2007