



Dipartimento di Economia e Finanza

*Cattedra di
Economia e Gestione degli Intermediari Finanziari (Corso Progredito)*

Corporate governance e performance in banca

RELATORE

PROF. DOMENICO CURCIO

CORRELATORE

PROF. CARMINE DI NOIA

CANDIDATA

Edvige Galeardi Pace

MATR. 647541

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Indice

Introduzione	p. 1
1. Capitolo I: Corporate Governance	p. 3
1.1 Definizioni e Aspetti Concettuali	p. 4
1.2 Ambito di applicazione	p. 9
1.2.1 La specificità delle banche	p. 11
1.3 La corporate governance nella prospettiva della teoria dell'agenzia	p. 13
1.4 Le strutture di governance	p. 19
1.4.1 Il sistema dualistico	p. 20
1.4.2 Il sistema monistico	p. 22
1.4.3 Altri sistemi	p. 24
2. Capitolo II: Il Quadro Normativo	p. 25
2.1 Il quadro normativo di riferimento per la governance	p. 26
2.2 I principi di governo societario dell'OCSE	p. 27
2.3 I codici dei paesi Ue	p. 30
2.4 CRD IV	p. 32
2.5 Basilea 3: un cenno	p. 35
2.5.1 I principi per rafforzare il governo societario	p. 38

3. Capitolo III: L'analisi Empirica **p. 46**

3.1 Il campione di banche analizzate	p. 47
3.2 Letteratura e ipotesi di ricerca	p. 49
3.3 Metodologia e variabili di analisi	p. 53
3.4 Le variabili indipendenti	p. 55
3.4.1 Le strutture di governance: vantaggi e svantaggi	p. 55
3.4.2 Il numero di riunioni	p. 59
3.4.3 Dimensione del board	p. 62
3.4.4 Ruolo e composizione del board	p. 66
3.4.5 Età media	p. 75
3.4.6 La variabile di controllo: il Total Capital Ratio	p. 79
3.5 Le variabili dipendenti	p. 80
3.6 Analisi e discussione	p. 82
3.6.1 Analisi descrittiva	p. 83
3.6.2 Correlazione tra variabili	p. 84
3.6.3 Analisi di regressione	p. 87
3.7 Risultati	p. 94

Conclusioni **p. 99**

Ringraziamenti

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

Introduzione

Il processo di sviluppo del sistema creditizio assieme all'evoluzione delle norme di vigilanza e controllo hanno determinato nuovi equilibri e nuove condizioni di operatività nelle banche. Le crisi finanziarie che hanno caratterizzato gli ultimi anni hanno affermato con evidenza la possibilità che le banche rappresentino un importante fattore di amplificazione del rischio sistemico ed hanno segnalato un problema nella governance degli istituti finanziari¹.

Ne è derivata un'attenta riflessione sul ruolo e sulle modalità organizzative degli intermediari; le autorità di vigilanza hanno incoraggiato e promosso la formazione di board indipendenti e autorevoli ed affermato con chiarezza che tale condizione rappresenta un requisito essenziale alla sana e prudente gestione degli intermediari finanziari².

Tale tesi si propone di analizzare le interazioni tra la corporate governance e la performance delle più grandi banche europee. Utilizzando un modello di regressione multivariata di tipo panel ho testato l'effetto di sette variabili rispetto a tre indicatori di performance: dimensione dei board, indipendenza, percentuale di donne, numero di riunioni svolte, età del Ceo, e scelta di un modello two tier vs. il più diffuso one tier system. Come variabili di performance sono stati usati il ROA, ROE e la capitalizzazione di mercato, mentre come variabile di controllo il Total Capital Ratio.

L'idea di costruire questo modello selezionando determinate variabili piuttosto che altre deriva dalla mia esperienza di stage presso l'Institutional Shareholder Services Inc. (ISS)³, fornitore leader di soluzioni di corporate governance per la comunità finanziaria mondiale, con una quota di mercato del 61% circa. Durante lo stage ho

¹ Mottura (2008)

² Carretta et al. 2003

³ <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

avuto modo di condurre analisi al fine di produrre report sulle principali banche e società quotate in Italia, il che mi ha permesso di approfondire notevolmente la mia conoscenza sulla governance.

In tale contesto, il presente lavoro si pone l'obiettivo di approfondire la relazione fra struttura finanziaria, corporate governance e valore arrivando alla formulazione di un'interessante proposizione di ricerca. Verranno presentate evidenze empiriche e argomentazioni controverse rinvenibili nella letteratura sul tema.

Il lavoro si articola in tre capitoli. Nel primo capitolo si enunciano le principali definizioni di corporate governance al fine di consentire al lettore una conoscenza consapevole di ciò che sarà discusso nei capitoli seguenti; si passano in rassegna i principali ambiti di applicazione della governance evidenziando le specificità del settore bancario, si espongono le principali problematiche e possibili soluzioni connesse al noto problema dell'agenzia, ed infine si illustrano le preminenti caratteristiche delle strutture di governance.

In seguito al fine di contestualizzare l'evoluzione normativa degli ultimi anni si espone il quadro regolamentare, con le principali normative e codici di *best practices* a livello europeo, all'interno della quale la governance si inserisce.

Ed infine, nel terzo capitolo, si analizzano singolarmente le variabili indipendenti e dipendenti fino ad arrivare alla costruzione del modello econometrico da cui tale tesi trova ispirazione. Questa analisi è stata svolta con tre obiettivi principali, il primo è fornire una panoramica dei risultati della letteratura internazionale favorevoli o meno alle nostre ipotesi di ricerca, in secondo luogo si è voluto illustrare e commentare le caratteristiche delle variabili considerate fornendo statistiche descrittive rispetto al nostro campione di banche europee, per meglio comprendere i punti di debolezza su cui è necessario focalizzarsi per migliorare la performance ed infine il terzo obiettivo è stato quello di testare attraverso un modello di regressione la relazione esistente fra le caratteristiche dei sistemi di corporate governance e la performance economico finanziaria delle banche facenti parte del campione.

Capitolo I

Corporate Governance

La globalizzazione dei mercati e lo sviluppo di network di banche sempre più complesse accentuano la criticità dei flussi informativi e dei canali di comunicazione finalizzati alle relazioni tra l'organo esecutivo societario, il management, gli azionisti e gli altri stakeholder. In un articolato quadro di relazioni, coerenti strutture di Corporate Governance costituiscono uno strumento di primaria importanza per la gestione del consenso di organizzazioni complesse, contraddistinte da molteplici strutture di interessi.

La corporate governance è un concetto ampio, complesso e problematico, di estrema rilevanza ma di non facile definizione a ragione delle molteplici dimensioni che lo caratterizzano, pertanto nel seguente capitolo ci si pone l'obiettivo di chiarire cosa si intende per governance, quale prospettiva di analisi sarà prediletta e le varie criticità affrontate quali i problemi di agenzia. Nel paragrafo iniziale, prima di procedere oltre nell'elaborato si intendono delineare i confini in cui la disciplina sarà qui analizzata, a fronte delle varie sfaccettature da essa assunte anche a seguito della rilevanza assunta da tale fenomeno. In seguito ci si sofferma sulle diverse specificazioni che tale concetto può assumere delineando il contesto che sarà prediletto nella conduzione di questo elaborato, ponendo l'accento sul settore bancario e su ciò che lo contraddistingue rispetto alle altre imprese. Ed infine, si illustrerà l'evoluzione letteraria che ha fatto emergere le problematiche legate all'esistenza di un conflitto di interesse tra le parti che ha trovato il culmine nella teoria *principal-agent*.

1.1 Definizioni ed Aspetti Concettuali

L'accezione di "corporate governance", che tradotta letteralmente significa "governo societario", indica l'insieme delle procedure connesse al processo di formulazione delle decisioni, alla performance e al controllo dell'impresa, nonché alla messa a punto di sistemi in grado di indirizzare complessivamente l'impresa a soddisfare le ragionevoli aspettative di "accountability" dei soggetti esterni che in essa detengono interessi. Sono elementi di corporate governance la struttura e l'organizzazione della funzione di indirizzo e governo dei vertici dell'azienda, i processi di reporting finanziario e di controllo interno, i codici di condotta personale.

Nonostante si possa pensare che la corporate governance sia un tema di recente sviluppo, dato che è diventata maggiormente dibattuta negli ultimi anni, in realtà le sue radici sono molto più antiche.

Nella sua originaria accezione, e perciò nella letteratura degli anni Trenta del Novecento, il termine corporate governance veniva utilizzato come espressione del concetto di separazione tra proprietà e controllo d'impresa. In particolare, il contributo letterario più importante del periodo è sicuramente il libro *The Modern Corporation and Private Property* di Berle e Means¹, in cui tale problematica è applicata ai grandi gruppi societari americani (c.d. public companies), in seguito alla crisi del '29. Ed addirittura se volessimo essere ancora più precisi, già Smith⁴ nel 1776, aveva individuato il problema di un disallineamento di interessi tra proprietari e manager nelle compagnie olandesi in India.

L'ampiezza del tema della corporate governance ha fatto sì che il concetto di governance va spesso a sostituirsi erroneamente ad altri termini, senza considerare le specificità, significative e analitiche, del termine stesso. In questo primo paragrafo, pur con i limiti intrinseci ai tentativi di fornire una definizione esaustiva, ne

⁴ ADAM SMITH, AN INQUIRY INTO THE NATURE AND CAUSES OF THE WEALTH OF NATIONS (1976).

illustriamo alcune che meglio rappresentano l'oggetto di studio. Seppure non esiste una definizione univoca per il termine anglosassone "governance", in quanto la stessa definizione del concetto ha subito integrazioni e cambiamenti, una serie di definizioni sono emerse nei dibattiti politici e accademici, accomunate da alcuni elementi che ci permettono di individuare i caratteri rilevanti della stessa. Possiamo in questo senso muovere dalla definizione proposta da Zingales⁵ (1998) nella quale si afferma che con l'espressione corporate governance ci si riferisce all'insieme di regole e vincoli posti sulla contrattazione ex post relativa alle quasi rendite generate da una relazione contrattuale. L'autore sostiene che la corporate governance può definirsi considerando due prospettive di analisi differenti: una interna, come sistema di ripartizione dei poteri decisionali in modo da poter concludere contratti completi tra tutti gli stakeholder; l'altra esterna, come insieme di regolamentazioni e procedure ideate per tutelare gli investitori da comportamenti opportunistici e assicurandogli un equo rendimento sul capitale investito. Partendo dalla definizione di Zingales che spiega la nozione di governance attraverso una serie di esempi basati sui contratti, occorre passare a quella di Garvey and Swan⁶ (1994), che la definiscono dicendo che "*governance determines how the firm's top decision makers (executives) actually administer such contracts*", ovvero la governance il modo con cui i manager effettivamente amministrano i contratti. Diversamente da quanto visto nei due autori precedenti, Mayer⁷ definisce la funzione di governo societario come "il sistema di strumenti e meccanismi da porre in essere affinché gli azionisti non coinvolti nella gestione possano valutare l'operato dei soggetti amministratori al fine di proteggere il proprio investimento, ovvero in maniera da favorire l'allineamento degli interessi del management con quelli degli azionisti in modo da assicurare che le società siano guidate per il beneficio di questi ultimi. In tal senso l'attenzione si focalizza, quindi, sulle relazioni fra Top Management, Consiglio di Amministrazione e azionisti,

⁵ ZINGALES L., Corporate governance. The new palgrave dictionary of economics and the law, MacMillan, London, 1998

⁶ Garvey, G., and P. Swan, 1994, The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm; Journal of Corporate Finance 1, 139-174.

⁷ MAYER F. (1997), Corporate governance, competition and performance, in DEAKIN S. – HUGHES A., Enterprise and community: new directions in corporate governance, Blackwell, Oxford, pag. 154.

tralasciando le relazioni intercorrenti con altri eventuali soggetti portatori di interessi specifici. Tale concezione di governance è in linea con il pensiero di Shleifer e Vishny⁸ che affermano che la governance si occupa dei modi in cui coloro che apportano capitale alle imprese si assicurano di ottenere un ritorno sul loro investimento. In una concezione di creazione di valore per gli azionisti, una definizione più esaustiva è fornita da Sternberg⁹ che delinea il sistema di corporate governance come quell'insieme di meccanismi che fanno sì che le attività, le risorse e l'intera organizzazione aziendale siano dirette al fine di perseguire gli obiettivi stabiliti dagli azionisti, nel cui interesse l'attività aziendale deve essere svolta. Il concetto di corporate governance tende ad avere una valenza più ampia se si considera la governance non esclusivamente come una relazione tra classi predefinite di soggetti, e orientata verso un unico fine bensì contemplando una molteplicità di attori che gravitano intorno all'impresa, perciò considerando anche gli altri *stakeholders*, oltre agli azionisti. John e Senbet¹⁰ in un'ottica di creazione di valore per tutti gli stakeholder intendono la governance come l'insieme degli strumenti attraverso la quale gli stakeholder aziendali non coinvolti nella gestione hanno la facoltà di attuare forme di controllo nei confronti del management e di tutti i soggetti che direttamente partecipano all'amministrazione dell'impresa, al fine di salvaguardare i propri interessi. Più in generale, il termine può essere inteso per indicare l'insieme di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti della amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholder, ovvero l'insieme di meccanismi che esercitano un'influenza rilevante sull'allocazione del potere di direzione e di governo

⁸ SHLEIFER A. – VISHNY R. (1997), A survey of corporate governance, in *Journal of Finance*, Vol. 52, June, pag. 737.

⁹ STERNBERG E. (1997), Corporate governance: accountability in the market space, Hobart paper, n. 137, pagg. 20 e ss.

¹⁰ JOHN K. – SENBET (1998), Corporate governance and board effectiveness, in *Journal of Banking and Finance*, n. 22, pag. 372.

in un'impresa¹¹. Pertanto elemento comune di tali definizioni è l'esistenza di un conflitto di interessi tra insiders e outsiders, accentuato dalla separazione tra proprietà e controllo.

In conclusione sulla base di quanto si è osservato, è possibile includere due concetti nell'espressione corporate governance:

- il concetto di potere;
- il concetto di efficienza economica.

Il sistema di corporate governance definisce quindi il modo con cui il primo va a influenzare il secondo¹². In altre parole, costituisce l'insieme di procedure e meccanismi che definiscono il processo decisionale, attribuendo ai soggetti coinvolti un potere in tale processo, con la finalità di tutelare al meglio interessi e gli investimenti dei medesimi posti in essere nell'impresa e regola il modo in cui i rischi e i benefici nel processo di creazione di valore sono ripartiti tra i diversi soggetti.

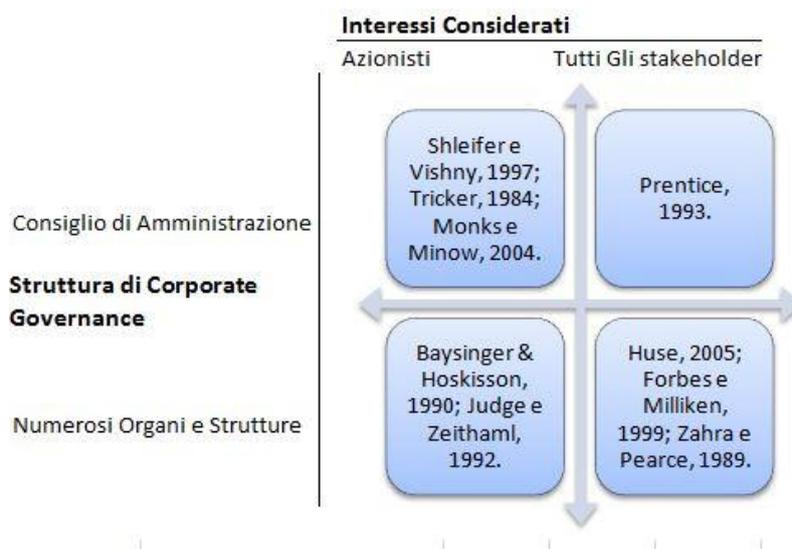
Le definizioni esposte, pur non esaurendo il novero dei contributi, mettono in luce la contrapposizione tra una visione "ristretta" di governance ed una più "ampia", che sta acquisendo sempre più credito da parte degli studiosi. La prima prospettiva pone l'attenzione sulla salvaguardia degli interessi degli azionisti, che in quanto portatori di diritti proprietari rappresentano l'unico soggetto che necessita di una tutela maggiore, in quanto le altre relazioni con ulteriori portatori di interesse sono disciplinate direttamente dal mercato. Di contro, un secondo filone di pensiero sostiene che il processo decisionale debba riguardare gli interessi di tutti gli stakeholder e quindi si ha un passaggio dalla *shareholder view* alla *stakeholder view*. A completamento di questi due filoni di pensiero si collocano gli studi riguardanti la titolarità della tutela di tali interessi, ovvero da un lato c'è chi sostiene che sono di competenza esclusiva del consiglio di amministrazione dall'altro troviamo coloro che

¹¹ LANNOO K. (1995), Corporate governance in Europe. Report of a CEPS Working Party, Centre for European Policy Studies, Working report n. 12, pag. 5.

¹² MELIS A.(2002), Creazione di valore e meccanismi di corporate gov., Giuffrè, Milano, pp.122-123

considerano la corporate governance come un insieme complesso di strutture e organi di varia natura che hanno come obiettivo la salvaguardia di interessi divergenti. Unendo queste due dimensioni, otteniamo una matrice che sintetizza gli studi e le correlate concezioni di corporate governance:

Figura 1 Le dimensioni di governance



Fonte: Riadattamento da A. Zattoni (2004)

Nel primo quadrante troviamo gli studi a sostegno della visione “ristretta” di governance, in cui il Consiglio di amministrazione regola il conflitto fra azionisti e management quale essenziale funzione di governo, il cui obiettivo è centrato sulla tutela dell’azionariato, attribuendo al board un ruolo predominante. Questo poiché la concezione ristretta si incentra sulle modalità di funzionamento degli organi societari di imprese di grandi dimensioni con un azionariato diffuso in cui gli organi proprietari delegano la gestione ai manager. Proprio in conseguenza della numerosità dell’azionariato si corre il rischio che i manager non perseguano gli interessi dei proprietari, che essendo piccoli azionisti, non sono muniti degli strumenti necessari per controllare effettivamente l’operato dell’organo di gestione. In questo caso la corporate governance è considerata un mezzo con il quale i manager sono incentivati a perseguire gli interessi degli azionisti. Nel secondo quadrante troviamo studi che

pongono il Cda come organo principale, così come sopra, ma ritengono che oltre agli azionisti ci siano una pluralità di soggetti che devono essere considerati nel processo decisionale. Questo approccio viene definito di *multi-agency* in quanto gli oneri in capo al Cda sono maggiori ed alla governance viene attribuita una funzione di mediazione dei conflitti tra una molteplicità di soggetti. Il terzo quadrante esprime la posizione di coloro che riconoscono negli azionisti gli unici soggetti i quali interessi vanno tutelati, e allo stesso tempo ritengono che siano necessarie una pluralità di organi e meccanismi, sia interni che esterni, per perseguire tale fine. Gli studi dell'ultimo quadrante rispecchiano una visione di governance ampia, che ruota attorno alla concezione che le imprese non possono avere come unica preoccupazione l'obiettivo di creazione di valore azionario, ma devono anche soddisfare le attese di vari stakeholder; nonostante ciò gli investitori sono posti comunque su un piano privilegiato rispetto agli altri attori. In pratica, si tiene conto del fatto che la separazione tra proprietà e controllo non rispecchia la maggioranza delle imprese parte delle imprese quotate e di grandi dimensioni; spesso moltissime imprese hanno una proprietà concentrata. Inoltre si sottolinea come i processi di corporate governance includano oltre agli organi interni anche quelli esterni, quali norme e istituzioni di controllo, non affidando al Cda tutela esclusiva degli interessi considerati.

1.2 Ambito di applicazione

Attraverso l'espressione *corporate governance* si identificano diverse aree di studio, in quanto a seguito della popolarità assunta dalla materia negli ultimi due decenni, una molteplicità di soggetti, dagli accademici ai manager, si sono riferiti ad un concetto di governance differente a seconda dell'interesse specifico di ciascuno. Perciò per una corretta definizione della governance è necessario specificare il settore in cui il concetto è utilizzato e l'approccio teorico seguito per definirlo.

Logicamente si tratta di nozioni concatenate, ma il cui significato è fortemente influenzato dal contesto cui si riferiscono.

Di conseguenza la disciplina ha assunto diverse sfaccettature, anche se questa tesi è stata redatta utilizzando una prospettiva di osservazione finanziaria, che sono illustrate per completezza in seguito:

- **Governance e Principi contabili:** a seguito dei numerosi scandali societari che si sono susseguiti negli anni, è emersa una relazione innegabile tra queste due materie; ovvero l'elusione di numerose regole contabili, che spesso ha portato a frodi fiscali, è collegabile ad un malfunzionamento dei governi societari che hanno sfruttato l'autonomia a essi riconosciuta. Altro elemento che lega la governance alla contabilità, è la relazione tra i risultati economici e l'assetto societario, soprattutto da un punto di vista comparativo.
- **Governance e Politica Economica:** il miglioramento dei meccanismi di governance e degli assetti istituzionali è sicuramente uno degli argomenti più dibattuti a livello europeo, perché sistemi efficaci di governance, che privilegiano la trasparenza, hanno un impatto positivo sulla competitività di un Paese, anche in termini di attrazione di capitali.
- **Governance e Diritto:** il sistema di corporate governance scaturisce dalla confluenza tra normative, regolazione e autodisciplina. Di conseguenza, gli interventi legislativi in ambito societario e finanziario, le best practices ed i codici di autodisciplina andranno a influenzare il modello di governance delle imprese.
- **Governance e Economia:** in quest'area di studio ci si concentra tra il legame tra la governance e l'Alta direzione, ovvero si esamina come determinati meccanismi di governance possano influenzare le strutture organizzative ed anche le strategie aziendali nel processo di creazione del valore.

- Governance e Finanza: il legame tra queste due discipline appare piuttosto evidente, l'obiettivo principale in questi studi, e anche nello studio da me condotto, è la ricerca di una struttura ottimale per la massimizzazione degli interessi proprietari. L'influenza della finanza nello sviluppo del dibattito sulla governance è immenso, ed è maggiormente rilevante nel rispetto dell'attività bancaria. Di conseguenza quest'ambito di studio può a sua volta essere scomposto e analizzato sotto quattro punti di vista: quello gestionale, riguardante le modalità con cui una banca è gestita e controllata e, quindi, come vengono rappresentati i molteplici interessi degli *stakeholders*; manageriale ovvero il sistema con cui le imprese sono dirette, quindi come gli organi sociali ed in particolare il CdA definisce gli indirizzi strategici, le modalità di supervisione del management, e il sistema informativo. Un punto di vista finanziario, cioè come sono assicurati i rendimenti sugli investimenti da parte dei finanziatori, ed infine una prospettiva istituzionale, intesa come insieme di regole e istituzioni volte a disciplinare gli istituti bancari da un lato ed il mercato finanziario dall'altro.

1.2.1 La specificità delle banche

In questo paragrafo investigheremo la corporate governance delle banche, o meglio perché la governance delle banche è differente rispetto alle istituzioni non finanziarie. Questo focus appare dovuto in quanto le banche rappresentano l'oggetto di studio dell'analisi condotta nei capitoli successivi e si mira a fornire un quadro più coerente che aiuti a comprendere gli aspetti della corporate governance specifici per le banche.

In prima istanza, si potrebbe sostenere che in quanto avente carattere di impresa, la governance di un intermediario sia soggetta a criteri e regole simili a quest'ultima. Tuttavia ci sono degli aspetti caratteristici del settore finanziario. Innanzitutto gli intermediari finanziari sono sottoposti ad una maggiore regolamentazione e vigilanza, questo perché oltre agli interessi di natura privata tipici di qualsiasi organizzazione vanno

aggiunti quelli di natura pubblica volti alla tutela del risparmio e alla stabilità sistemica. La maggiore regolamentazione discende dai rischi a cui è sottoposta una banca, primo tra tutti quello di liquidità, dovuto in parte al *mismatching* delle scadenze, ma anche il rischio reputazionale e quello sistemico. A ciò si aggiungono altre due differenze chiave: la moltitudine di *stakeholders* (depositanti, debitori, governi sia come assicuratore dei depositi che come attore residuale delle esternalità sistemiche) e la complessità ed opacità del business. Queste ultime caratteristiche hanno assunto maggiore rilevanza negli ultimi anni a seguito della crescita dimensionale delle banche e dell'ampliamento degli interessi bancari in altri settori. La crescente complessità ha avuto dei ripieghi sui compiti svolti dai board e dal management per svariati motivi, in primis si è avuta una moltiplicazione del numero di attività da gestire; in secondo luogo le conoscenze necessarie per comprendere e svolgere al meglio queste attività sono incrementate, ed infine le tecniche usate per la gestione, come il Var o i rating assegnati alle attività creditizie, non hanno reagito bene al grado di complessità e coercizione fronteggiato. Collegato all'opacità troviamo fattori intrinseci nell'attività bancaria che si riflettono nei bilanci, ad esempio l'incertezza dell'esito delle attività creditizie o la difficile valutazione della qualità dei beni iscritti in bilancio.

Quanto alla moltitudine di *stakeholders* oltre ai creditori tipici di ogni impresa, i soggetti portatori di un interesse sono molto più numerosi. Ciò che differenzia i creditori di un'impresa non bancaria è la possibilità a essi riconosciuta di utilizzare lo strumento del fallimento in caso di non rispetto degli obblighi contrattuali. Verosimilmente lo strumento riconosciuto ai depositanti bancari che più si avvicina al reato fallimentare è quello della "corsa agli sportelli" generata da una mancanza di fiducia nel sistema bancario. Tuttavia è evidente l'assenza di uno strumento in grado di esercitare pressione su una banca, questo è in parte attribuibile alla numerosità dei creditori che spesso sono medio piccoli e quindi alla base si riscontra un limite nell'organizzazione per far valere i propri diritti in caso di inadempienza. Un altro *stakeholder* di rilievo è rappresentato dalle altre banche, ossia è ormai presente un'elevata interconnessione a livello economico e societario tra i vari gruppi bancari legati tra di loro attraverso il mercato interbancario.

In conclusione, non possiamo non menzionare i rischi finanziari tipici del mondo bancario. Infatti alcuni studiosi¹³ sostengono che i rischi sostenuti da una banca appartengono ad una di queste tipologie: rischio operativo, rischio di business, rischio casuale, e rischio finanziario. Dove per rischio operativo si intendono le incertezze connesse all'organizzazione nel complesso e al funzionamento dei sistemi interni, quali il rispetto di politiche bancarie e altre procedure. Mentre quando si parla di rischio del business ci si riferisce al mondo bancario, con attenzione a problemi a livello macroeconomico o politico, e al sistema delle infrastrutture del mondo finanziario come il sistema dei pagamenti. Per rischio casuale si intende quella categoria di rischi non anticipabili né da un punto di vista temporale né dimensionale, e quindi esogeni, che in caso di realizzo potrebbero minare la situazione patrimoniale o finanziaria di una banca. Per quanto riguarda i rischi finanziari invece li possiamo dividere in rischi puri o speculativi. I rischi puri comprendono rischio di liquidità, credito e solvibilità; mentre quello speculativi che in alcuni casi possono comportare anche dei guadagni includono il rischio di interesse e di valuta.

1.3 La corporate governance nella prospettiva della teoria dell'agenzia

Il paradigma *principal-agent* è diventato una componente costitutiva delle teorie economiche, pertanto nel seguente paragrafo si analizzerà questa teoria contestualizzata al nostro oggetto di studi. L'analisi sarà articolata tentando di trovare risposta a due quesiti che appaiono i pilastri centrali del problema dell'agenzia, cioè:

- perché vi è un *principal* e perché quest'ultimo si associa alla figura dell'azionista?
- perché il manager è portato ad assumere comportamenti opportunistici?

¹³ Greuning H.V., and Bratanovic S. B., (2003) "Analyzing and Managing Banking Risk: A framework for assessing corporate governance and Financial Risk", The World Bank, Washington D.C.

Per trovare risposta a tali interrogativi si procederà ad una ricostruzione storico-teorica che ha portato allo sviluppo della teoria in questione.

Come già accennato in precedenza, uno dei primi studi empirici che ancora oggi rappresenta la pietra miliare della governance è quello pubblicato da Berle e Means nel 1932. Prima di illustrare il loro lavoro, è necessario menzionare “The Wealth of Nations” di Adam Smith, pubblicato nel 1776, che è un’opera trainante considerata da diversi economisti moderni per sviluppare nuovi aspetti delle teorie organizzative. Smith predice che se un’impresa è controllata da persone o gruppi di persone diverse dai proprietari della stessa, gli obiettivi di questi ultimi saranno perseguiti in modo inefficiente. Berle e Means considerano le preoccupazioni sollevate da Smith, e le applicano al caso specifico delle *public companies* americane. Gli Autori hanno effettuato un’analisi sulla struttura proprietaria e di controllo di tre grandi società americane, evidenziando come ci si dirigeva verso un mutamento della struttura proprietaria che andava a frazionarsi sempre più. Le ragioni dietro questi cambiamenti erano da attribuire alla dimensione crescente delle società che implicavano da un lato la riduzione del potere degli azionisti e dall’altro l’incremento dell’autorità manageriale. Si andava incontro alla separazione tra proprietà e controllo, che a livello storico indicava il passaggio dal feudalesimo al capitalismo. Nonostante il forte interesse suscitato da questa pubblicazione si dovrà attendere fino agli anni ’70 per trovare nuovi studi sui problemi della governance, con lo sviluppo di un filone di pensiero economico, denominato “Nuova Economia Istituzionale”, a cui appartengono oltre che alla teoria dell’agenzia, quella dei costi di transizione. Nel 1971 con la pubblicazione di “Board of Directors: Myths and Reality” Myles Mace dà vita ad un filone di studi noto come *managerial hegemony*, in cui si afferma che il consiglio di amministrazione non svolge la sua funzione in modo efficace, in particolare nelle imprese di grandi dimensioni, sotto il duplice profilo del controllo sull’operato dei managers, e sulla nomina degli amministratori. L’Autore afferma che il CEO ha un enorme potere di condizionare il giudizio degli altri amministratori e che tale situazione è favorita anche dal meccanismo di cooptazione e nomina dei nuovi amministratori, su cui ci deve essere

sempre il parere favorevole dell'amministratore delegato, e che è definito come un *old boy's club*, un gruppo di amici che condividono background e problematiche.¹⁴

In contemporanea, il fallimento di grandi gruppi societari ha portato gli organismi di vigilanza e le società di gestione dei mercati, a riesaminare i meccanismi di controllo sull'attività manageriale. Come noto, tale problema ha trovato il culmine nel famoso modello *principal-agents* (*Jensen and Meckling, 1976*), in cui appunto i *principals*, nel nostro caso gli azionisti, non riescono a controllare l'operato dei loro *agent*, ovvero i manager, in modo efficace. La teoria dell'agenzia costituisce uno dei costrutti teorici che hanno inciso maggiormente sulla corporate governance, intesa come insieme di regole atte a disciplinare le relazioni tra azionisti, organi gestionali e di governo. Si basa su una relazione tra due categorie di soggetti: il *principal*, che possiede i diritti proprietari e l'*agent*, chiamato a gestire il complesso aziendale dal principale. La necessità della separazione tra proprietà e controllo emerge dalla presenza di una compagine azionaria frazionata, soprattutto nel caso delle banche, spesso caratterizzata da azionisti di minoranza, che non hanno né l'interesse ma tantomeno le risorse necessarie a svolgere l'attività gestionale, e pertanto affidano questo incarico al management. Il tema di corporate governance si inserisce in questo contesto al fine di stabilire un adeguato meccanismo di monitoraggio e controllo per proteggere gli azionisti dai conflitti di interesse del management.

Il modello delineato dall'*agency theory* si fonda su due assunzioni principali, ovvero:

1. Le due classi di attori, principale e agente, hanno funzioni di utilità divergenti, cioè entrambi puntano a massimizzare le loro funzioni di utilità marginali;
2. L'*agent* si trova in una posizione di vantaggio rispetto al *principal*, dato il ruolo che riveste dispone di maggiori informazioni, e quindi si crea una situazione di un'asimmetria informativa.

Relativamente al primo punto, gli investitori puntano alla massimizzazione del rendimento relativo al loro investimento in un dato arco di tempo, ciò avviene, in

¹⁴ Il testo è un riadattamento da Mace.

particolare nel settore bancario, attraverso la distribuzione di dividendi e con l'incremento del titolo azionario. Di contro, i manager notoriamente hanno interessi di breve periodo, seppur legati all'incremento del valore aziendale, che li possono portare ad assumere posizioni rischiose che danno elevati profitti nel breve periodo, ma che a distanza di tempo si rivelano dannose per l'impresa nel complesso e che possono portare alla richiesta di maggiori capitali agli azionisti. In risposta a tali problemi sono state proposte principalmente soluzioni connesse ai compensi, ovvero legare la remunerazione variabile degli executive al raggiungimento di obiettivi aziendali tramite piani di incentivazione o performance (assegnazione di stock option). Questa divergenza di interessi porta al secondo punto, ovvero si crea una situazione di disallineamento informativo a discapito degli azionisti. In questa situazione, i manager godono di un elevato livello di autonomia che gli consente di controllare sia le risorse finanziarie ma soprattutto di avere accesso ad un' elevato flusso informativo. Il principale dilemma che ne scaturisce è che il principale non è in grado di monitorare le azioni dell'agente, tantomeno di acquisire le informazioni da esso possedute, senza andare incontro ad ulteriori costi. Il problema di agenzia s'identifica, quindi, nella possibilità di comportamenti opportunistici da parte dell'agente, dannosi per il benessere del principale che si trova costretto a sostenere costi aggiuntivi (c.d. costi di agenzia), in modo da monitorare l'attività degli agenti.

Considerate le assunzioni appena delineate, emerge un quadro in cui gli azionisti non sono in grado di controllare le scelte manageriali e quindi obiettivo della teoria dell'agenzia è l'allineamento degli interessi tra la proprietà e il management. Jensen e Meckling, a tal proposito, mettono in luce i tre noti comportamenti opportunistici che derivano dalle asimmetrie informative a favore del management. Ovvero la selezione avversa, in cui l'agente in fase di sottoscrizione di un contratto è in grado di oscurare o modificare informazioni in modo da ingannare la controparte e/o acquisisce un'informazione prima o immediatamente dopo l'inizio della transazione senza trasmetterla alla controparte. Questo tipo di asimmetria si dice pre-contrattuale o di pre-transazione. Altra tipologia di rischio, sicuramente più pertinente all'analisi da noi svolta è l'azzardo

morale, cioè un comportamento opportunistico post-contrattuale, in cui l'agente nell'esercizio delle sue obbligazioni compie atti rilevanti, senza far sì che questi siano osservati da una delle parti, e quindi ne scaturisce l'impossibilità di stabilire se vengono rispettati i termini contrattuali. Infine, troviamo l'avversione al rischio che ha una natura più soggettiva, in quanto comporta la facoltà del manager, a seguito dell'autonomia riconosciutagli di compiere atti non in un ottica di profittabilità per l'azienda ma in un ottica personale, in base alla propria percezione dei rischi.

Per limitare i comportamenti opportunistici del management, come anticipato in precedenza gli azionisti devono avvalersi di sistemi di incentivazione e sostenere gli *agency costs*, questi ulteriori misure precauzionali non danno la certezza di eliminare il disallineamento, ma comunque dovrebbero arginarlo, la differenza viene identificata come perdita residuale. I costi di agenzia¹⁵ possono essere raggruppati in costi di monitoraggio, costi di obbligazione e perdita residuale di utilità. In cui i primi consistono in meccanismi tramite cui il *principal* verifica, in modo diretto o indiretto, le azioni e i comportamenti posti in essere dall'agente, in cui troviamo l'auditing e i comitati interni. Le informazioni potenzialmente derivanti da questa attività devono essere usate per stilare contratti che indicano i comportamenti che le parti devono rispettare nonché le conseguenze derivanti in caso di violazione degli accordi. Oltre ai meccanismi di controllo interno, come quelli sopra descritti esistono meccanismi esterni esercitati in via indiretta, tra cui rientrano il mercato per il lavoro manageriale e quello per il controllo aziendale. Da sottolineare che tali strumenti indirizzano il comportamento degli amministratori al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti solo in presenza di un mercato dei capitali efficiente¹⁶. Mentre i costi di obbligazione sono a carico dell'agente e di solito hanno la funzione di vincolare i dirigenti aziendali con limitazioni contrattuali o obblighi informativi maggiori agli azionisti.

¹⁵ v. JENSEN M.C.-MECKLING W.H. (1976), op citata

¹⁶ Di Andrea Melis, Silvia Carta, Silvia Gaia. I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche, Giuffrè Editore.

I problemi e le soluzioni sopra menzionate, costituiscono il punto di partenza di una serie di normative e provvedimenti che hanno determinato diversi modelli di governance con la finalità ultima di garantire l'efficienza aziendale. Gli sforzi dei policy-maker sono stati rivolti verso la riduzione di atteggiamenti opportunistici da parte dei manager in modo da ridurre in disallineamento degli interessi attraverso obiettivi condivisibili tra le parti. Da un punto di vista utilitaristico, significa avvicinare le curve di utilità degli attori. Una prima soluzione ampiamente adottata è quella di legare i compensi del management a obiettivi di performance, in modo da avvicinare gli interessi degli azionisti a quelli degli organi gestionali. In secondo luogo si sono adottate misure volte ad allungare gli interessi del management dal breve al medio-lungo periodo attraverso piani di incentivazione. Obiettivo di questi piani è legare la retribuzione dei manager al valore delle azioni dell'impresa, ma ogni banca può adottarne varianti diverse che differiscono tra loro per numerose dimensioni. Per comprendere la differenza fondamentale tra i piani azionari può essere utile fare riferimento al caso statunitense in cui si distinguono in due grandi categorie:

- Stock option plan – assegnano al beneficiario l'opzione di acquistare o di sottoscrivere delle azioni. Solitamente sono rivolti al top management e ai membri del CdA. Questi piani attribuiscono al dipendente la facoltà di acquistare, nel caso si tratti di azioni già emesse, o di sottoscrivere, se sono azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società.
- Non option stock plan – attribuiscono al prestatore di lavoro un premio costituito da azioni dell'impresa o da denaro in contanti.

Assumendo che le decisioni e le azioni dell'agente incidono sulla performance aziendale, e quindi sul valore di mercato del titolo, qualora si presente un piano di stock option il prestatore di lavoro contribuisce perseguendo un obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti, e con esso, il proprio guadagno. Questo meccanismo si basa sull'ipotesi implicita che tramite il piano l'impresa è in grado di creare maggiore valore azionario che sarà distribuito tra gli azionisti e il top management in modo che entrambe le parti

soddisfino i propri interessi. In conclusione, l'efficacia di un piano è valutata confrontando il maggior valore raggiunto tramite lo schema di incentivazione al netto delle risorse finanziarie concesse ai beneficiari.

Un'altra classe di soluzioni è rappresentata da provvedimenti di natura giuridica volti a limitare comportamenti del management dannosi per l'azienda. A differenza delle misure viste in precedenza, in questo caso si vuole fare in modo che gli azionisti possano esercitare azioni legali per far rispettare i propri diritti. Lo strumento più diffuso, in particolare in America, è quello della *class action*. In conclusione, gli strumenti enunciati fin qui, sono un efficace mezzo per la risoluzione del problema di agenzia sino a quando i benefici derivanti dal loro utilizzo sono superiori ai costi ad esso collegati.

1.4 Le strutture di governance

La struttura dei board è uno degli elementi più dibattuti a livello internazionale, numerosi studi hanno tentato di dimostrare se uno dei due modelli adottabili sia superiore all'altro e perché. La scelta di un modello piuttosto che un altro esercita una notevole influenza sulla crescita aziendale e sui relativi diritti degli azionisti, al fine di prevenire illeciti e garantire una maggiore trasparenza informativa, e perciò tali strutture sono ampiamente disciplinate e regolate da un punto di vista normativo. A livello europeo le strutture societarie adottabili sono principalmente due:

(a) sistema monistico in cui l'organo di governo è composto da un singolo board, è prevalente in paesi anglosassoni.

(b) sistema dualistico, ovvero a due livelli in cui l'organo di governo è composto da due board separati, un consiglio di sorveglianza e un consiglio di gestione ed è principalmente usato in paesi come Germania, Finlandia e Olanda.

(c) Paesi come l'Italia e la Francia che possono scegliere quale modello adottare, nella nostra analisi sono stati assimilati al one tier, così come da comune prassi internazionale.

1.4.1 il sistema dualistico (two tier system)

Il modello dualistico nasce in Germania alla fine dell'800 a seguito dell'abolizione dell'autorizzazione statale per la costituzione delle società commerciali e con l'obiettivo di porre freno ad alcuni scandali finanziari verificatisi all'epoca. Si passò da un modello in cui gli indirizzi gestionali e il controllo dell'operato dei manager era affidato ad un Consiglio di Amministrazione, ad uno caratterizzato dalla presenza di due organi collegiali: il Consiglio di Sorveglianza (Aufsichtsrat) e il Consiglio di Gestione (Vorstand). Il primo, essenzialmente con compiti di controllo sulla gestione e di consultazione e verifica in ordine alle politiche strategiche della società; il secondo con responsabilità esclusiva della gestione.

Pur mantenendo l'impianto originario del "doppio consiglio" e la relativa ripartizione di responsabilità, tale modello fu parzialmente rivisitato alla fine del secondo dopoguerra in concomitanza con l'affermarsi in Germania della c.d. economia sociale di mercato, ispirata a principi di giustizia sociale e di solidarietà.¹⁷

- *Il consiglio di sorveglianza*

Nel sistema duale, l'elezione dei componenti del consiglio di sorveglianza avviene in una duplice modalità: gli azionisti eleggono i propri rappresentanti durante l'annual general meeting (AGM), mentre i rappresentanti dei lavoratori sono eletti nella conferenza dei lavoratori, così come stabilito dal il Co-determination Act del 1976; lo stesso vale per la

¹⁷ Claudio Maria Oriolo, Le criticità del sistema dualistico nella corporate governance, in *Magistra*, Banca e Finanza - www.magistra.it

revoca. A seconda della grandezza della banca, attraverso il sistema della “codeterminazione” viene stabilito il numero dei membri eletti dai lavoratori, in modo da assicurargli un’adeguata rappresentanza nei consigli al fine di garantire che le decisioni del board vengono prese anche nei loro interessi. In particolare, se la società ha più di 500 dipendenti, un terzo dei membri del consiglio di sorveglianza deve essere costituito da rappresentanti dei lavoratori; se ne ha più di 2000 addirittura la metà del board. La modalità di nomina di tali rappresentanti prevede che per essere candidabili si deve essere impiegati della compagnia, con l’eccezione di due o tre membri che sono rappresentanti sindacali. L’idea alla base era di avere un consiglio equo che rappresentasse gli interessi di tutti gli stakeholder. Secondo quanto stabilito dal *German Stock Corporation Act* (c.d. Aktiengesetz) il consiglio di sorveglianza può essere composto da un minimo di tre ad un massimo di 21 membri, per le società con un capitale sociale superiore a 10 milioni di euro, e comunque deve essere composto da un numero di membri divisibile per tre.

Caratteristica peculiare del consiglio di sorveglianza è la sua composizione, ovvero è formato solo da direttori non esecutivi e in prevalenza dotati del requisito di indipendenza, ciò a fronte del ruolo principale a loro affidato cioè quello di monitoraggio del management. Ruolo principale che discende dal fatto che è il consiglio di sorveglianza che nomina quello di gestione, ed ha anche il potere di revocare gli stessi. Di conseguenza il consiglio di gestione è tenuto ad informare periodicamente il consiglio di sorveglianza, ed ogni qualvolta gli venga richiesto. Altre mansioni che necessitano dell’approvazione del consiglio riguardano principalmente cambiamenti di natura straordinaria, quali modifiche finanziarie o reddituali dell’impresa e l’approvazione del bilancio.

- *Il consiglio di gestione*

Il consiglio di gestione, come menzionato in precedenza, viene eletto dal consiglio di sorveglianza, previa determinazione del numero di membri da parte dell’assemblea degli azionisti. Al consiglio di sorveglianza viene affidato anche il potere di revoca dei direttori e

quello di determinarne la remunerazione. I membri di tale consiglio sono considerati tutti executive, ed hanno il compito principale di gestione e direzione d'impresa.

1.4.2 il sistema monistico (one tier system)

Il sistema monistico (c.d. one tier system) è di origine anglosassone, a sua volta fortemente influenzata dal mondo americano e trova il suo fondamento nella credenza che sia il mercato a sanzionare e autoregolare le società; da qui ne deriva una maggiore libertà rispetto al modello tedesco.

A seguito dei numerosi fallimenti aziendali, nel Regno Unito sono stati istituiti una serie di comitati volti ad analizzare i punti di forza e di debolezza del sistema monistico. Una delle prime iniziative è rappresentata dal comitato di Cadbury nel 1992, a cui sono seguiti, rispettivamente nel 1995 e nel 1998 quello di Greenbury e di Hampel.

Prima di esaminare le novità apportate da questi comitati appare opportuno illustrare il modello monistico nella sua fattispecie classica. Tale modello prevede la costituzione di un solo organo amministrativo, i cui membri (incluso il Presidente) sono eletti dagli azionisti durante il meeting annuale. Limiti principale di questa struttura, superati in seguito, erano la mancata distinzione tra direttori esecutivi e non e l'inadeguato flusso informativo tra board e azionisti rappresentato soltanto dalla redazione di una relazione finanziaria annuale.

L'obiettivo del rapporto di Cadbury, sugli aspetti finanziari della corporate governance¹⁸, era quello di elevare gli standard nelle prassi di governance, al fine di ripristinare la fiducia degli investitori. Seguendo sempre l'impostazione anglosassone, le raccomandazioni emanate ruotavano attorno al concetto chiave dell'efficienza dell'autoregolamentazione, rispetto alla legge, come strumento di pressione sulle imprese per spronarle a ottimizzare i loro assetti di governance. In particolare si sosteneva che i mercati finanziari rappresentano una fonte di controllo esterno, più adatto ad imporre le raccomandazioni,

¹⁸“ The Financial Aspects of Corporate Governance”, Cadbury Committee, 1992.

rispetto ai *regulators*. Tale analisi si focalizzava su tre punti principali: migliorare la struttura di governance delle imprese, evitare di dover importare il modello dualistico in Inghilterra, e incoraggiare la partecipazione degli investitori istituzionali nei governi societari. Con riferimento al primo punto, ci si focalizzò sull'importanza della presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti nei board, e sulla necessità di dividere la posizione di CEO da quella di Presidente, in modo da ottenere una chiara divisione dei poteri. Inoltre, si incoraggiava la costituzione di comitati interni al consigli, quali il comitato controllo e rischi. Il secondo punto, riprende un dibattito acceso da molti anni, quello che si cercò di fare con Cadbury era chiarire al meglio la divisione delle responsabilità all'interno di un unico board piuttosto che formare due board diversi. In conclusione, in risultato di questo lavoro si può sintetizzare in tre raccomandazioni:

- Separare la figura del Ceo da quella del Chairman;
- I consigli di amministrazione devono essere formati almeno per un terzo da direttori non esecutivi, di cui la maggioranza indipendenti¹⁹;
- Ogni CdA dovrebbe costituire al proprio interno un comitato controllo e rischi, composto solo da direttori non esecutivi.

Subito dopo il Cadbury venne emanato il Rapporto di Greenbury²⁰, nel 1995, che poneva l'accento sulla remunerazione dei direttori. A seguito delle preoccupazioni sollevate dagli azionisti, riguardanti i piani di compensi, si rendeva necessaria una maggiore chiarezza che trovò risposta in questo codice di *best practices*; il report enfatizzava la necessità di una maggiore *disclosure* sulle remunerazioni. Le raccomandazioni conclusive che si vanno a sommare a quelle sopra elencate sono:

- La costituzione di un comitato remunerazioni, composto da executive;
- La raccomandazione di un piano di compensi a lungo termine per i direttori, con una maggiore trasparenza nei conti aziendali.

¹⁹ In tale contesto vengono considerati indipendenti coloro che: sono indipendenti dalla gestione e non intrattengono nessun altro tipo di rapporto con la società, che possa interferire con l'esercizio della loro autonomia di giudizio.

²⁰ "The Greenbury Report", 1995

Infine nel 1998, si ravvisò la necessità di rivedere la struttura di corporate governance, stavolta nella sua totalità. Da qui discende il comitato di Hampel, che ha portato alla formazione del cosiddetto “Combined Code”, ovvero un codice che racchiude le raccomandazioni rivisitate, dei due comitati precedenti, ed in più aggiunge:

- Il board ha una funzione duale, sia di leadership che di controllo societario;
- Tutti i tipi di remunerazione, piani pensionistici inclusi, devono essere comunicati.

Il Combined Code, non essendo un documento avente forza di legge, non si applica in via obbligatoria, ma così come per altri codici, si impiega il principio del *comply or explain*. Infatti, fin quando una banca riesce a motivare le ragioni per cui non ha adottato il codice, non esiste nessuna sanzione legale, anche se soprattutto per le banche ed i grandi gruppi finanziari esistono sanzioni di mercato, legate al fatto che spesso non adottare tali raccomandazioni comporta una percezione negativa della compagnia, da parte di azionisti e investitori potenziali.

1.1.2 Altri sistemi

Nei due paragrafi precedenti abbiamo spiegato brevemente le due principali strutture di governance. Per completezza è necessario enunciare la presenza di un altro modello, ovvero quello latino tipico di paesi quali Italia, Francia e Spagna, Portogallo e Grecia che nel modello sarà considerato insieme al one tier system, a seguito della maggiore affinità rispetto al duale da cui se ne differenzia profondamente. Questa similarità è legata al fatto che in entrambi l'organo di gestione è rappresentato dal consiglio di amministrazione, mentre la difformità principale risiede nell'organo di controllo affidato al collegio sindacale nel modello tradizionale, mentre di competenza di un comitato per il controllo sulla gestione interno al consiglio, nel monistico.

Il modello tradizionale si discosta dagli altri due modelli, non solamente per le caratteristiche strutturali in se per se, ma anche per ragioni culturali e storiche, tipiche dei paesi latini; ovvero una grande partecipazione dello Stato o degli enti pubblici nel capitale bancario e presenza di grandi gruppi familiari.

Capitolo II

Il Quadro Normativo

Il dibattito sulla corporate governance trae origine dalla diffusa consapevolezza della stretta interrelazione esistente fra la disciplina dei mercati finanziari e dei soggetti che in tali mercati operano e l'afflusso del risparmio verso le imprese. La presenza di un contesto normativo efficiente – in termini di chiarezza, equità ed effettività delle regole giuridiche – viene considerata un presupposto essenziale per stimolare l'investimento del risparmio.²¹ Appare chiaro, dunque, il legame esistente tra governance e funzionamento dei mercati, obiettivo di questo capitolo è quindi illustrare la normativa che fa da cornice alla disciplina del governo di impresa.

Prima di procedere alla disamina della regolazione formale è necessario riconoscere l'esistenza di un ordinamento giuridico che agisce su un duplice livello, ad un insieme di regole e principi comuni a livello internazionale, si aggiungono caratteristiche specifiche a livello nazionale. Nonostante gli sforzi dell'Unione europea incentrati nel promuovere l'armonizzazione degli istituti dei Paesi membri, permangono specificità nelle normative nazionali. La presenza di queste caratteristiche distintive è dovuto all'influenza esercitata sui sistemi di governance da parte del contesto storico, economico e giuridico. Nei Paesi considerati il cuore della finanza, ossia Inghilterra e Stati Uniti, la regolamentazione privata precede quella pubblica. Finalità degli intermediari è il buon funzionamento dei mercati perseguito attraverso condizioni contrattuali di ammissione e di negoziazione rigorose. Divergente è la regolamentazione dei Paesi dell'Europa continentale, dove gli ordinamenti sono principalmente di matrice pubblica limitando il libero esplicarsi del

²¹ Prefazione di Francesco Capriglione, tratta da *La corporate governance nelle banche*, Masera R., 2006, il Mulino

mercato. È evidente, pertanto, come la diversa localizzazione geografica ha influenzato sistemi di corporate governance con caratteristiche peculiari e divergenti.

2.1 Il quadro normativo di riferimento per la governance

Sul piano della governance, si riteneva che l'azione disciplinante dei mercati, da sola, fosse sufficiente a far sì che le banche operassero in modo corretto ed efficace e che tramite politiche di remunerazione del management, basate su stock option, gli interessi delle parti fossero allineati, riducendo l'onere dei controlli in capo ai board. Dopo gli scandali contabili dei primi anni 2000 e la crisi mondiale del 2008, la filosofia della autoregolamentazione del mercato sembra entrata in difficoltà e da più parti si sollecita un maggiore intervento pubblico.

La crisi ha fatto emergere i limiti degli intermediari nell' "autodisciplinarsi", dovuta anche ad un'azione poco penetrante da parte delle autorità di vigilanza. In particolare, i problemi maggiormente riscontrabili riguardavano l'operato dei board, che risultava spesso essere poco attento nel fissare limiti all'esposizione dei rischi o adeguati strumenti di copertura degli stessi. Anche i piani di compensi si sono rivelati inadatti poiché legati al raggiungimento di obiettivi nel breve periodo e quindi non incentrati sulla solidità dell'intermediario. In questo quadro, appariva necessario definire un modello di governance in grado di risolvere le problematiche emerse. In particolare modo, nel settore bancario era necessario fornire risposte regolamentari volte a rendere più efficace ed efficiente l'interazione tra tutte le parti coinvolte in modo da gestire al meglio i rischi ex-ante ed un flusso informativo più completo e tempestivo.

L'evoluzione dei dettami di corporate governance può essere analizzata alla stregua di un processo dinamico, considerando un processo in continuo mutamento plasmato da due concetti chiave²²:

- L'innovazione finanziaria, la globalizzazione dei mercati e degli intermediari, affiancata dal processo di integrazione dell'Unione;
- L'allineamento di interessi tra gli attori coinvolti, attraverso la riconciliazione degli obiettivi di ognuno di essi e, quindi, la massimizzazione del valore da parte degli azionisti, l'incentivazione del management, l'attenzione ai più vasti interessi degli *stakeholder*.

Nei paragrafi successivi si esaminano le principali fonti normative di riferimento per la normativa sul governo d'impresa, emanate nel corso degli anni.

2.2 I principi di governo societario dell'OCSE

In un contesto dinamico, in costante mutamento, l'interpretazione del tema sul governo societario si è evoluto dalla sua originaria accezione anche in seguito all'esigenza di armonizzare le disposizioni legislative che regolamentano la corporate governance delle imprese operanti in differenti Paesi. Ciò ha posto all'attenzione degli studiosi innanzitutto la necessità di un'analisi accurata della struttura di responsabilità attribuite agli organi di governance.

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nel 1999 ha emanato "I Principi di Governo Societario dell'OCSE", che pur non avendo carattere vincolante, rappresentano un riferimento per le legislazioni e i sistemi di controllo

²² Riadattamento da Masera R., *La corporate governance nelle banche*, il Mulino, 2006.

nazionali, nonché una guida per le Borse, gli investitori, e altri soggetti interessati. Prima di passare alla disamina dei principi rilevanti pare opportuno enunciare la definizione ufficiale e completa dell'OECD che in tale elaborato sarà più volte richiamata:

“Quando si parla di Corporate Governance ci si riferisce alle procedure e i processi con cui un'organizzazione è diretta e controllata. La struttura di Governance specifica la ripartizione dei diritti e delle responsabilità tra i partecipanti di una società, ovvero: manager, membri del CdA, azionisti e altri portatori di interessi; e stabilisce le regole e le procedure da adottare nei processi decisionali”.²³

I principi dell'OECD fanno parte dei dodici standard individuati dal Financial Stability Forum²⁴ per favorire il coordinamento e la stabilità finanziaria internazionale.

Questo strumento di analisi comparativa internazionale è stato modificato nel 2004, e di conseguenza i Principi sono stati rivisti completamente per tener conto dei recenti sviluppi e delle esperienze dei Paesi dell'OCSE e dei Paesi non membri al fine di rispecchiare al meglio l'evoluzione della tematica, e nel dettaglio sono state individuate sei principali aree di interesse²⁵:

- I. Assicurare le basi per un efficace governo societario: L'assetto di governo societario dovrebbe promuovere mercati trasparenti ed efficienti, essere coerente con la legge e articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità fra le diverse autorità preposte alla supervisione, alla regolamentazione e alla garanzia dell'applicazione delle norme;
- II. I diritti degli azionisti e le funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni: l'assetto del governo societario dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l'esercizio;

²³ Consultabile su: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>

²⁴ Twelve Key Standards for Sound Financial Systems

²⁵ Principi di governo societario dell'OCSE, documento pubblicato nel 2004 dall'OCSE. I principi sono stati approvati dai Ministri rappresentanti i Paesi in tale organizzazione nel 1999, e successivamente aggiornati sulla base dei lavori dello *Steering Group on Corporate Governance*. Consultabili: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>

- III. Equo trattamento degli azionisti: L'assetto del governo societario dovrebbe assicurare l'equo trattamento d²⁶i tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri. Ad ogni azionista dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti;
- IV. Il ruolo degli stakeholder nel governo societario: L'assetto del governo societario dovrebbe riconoscere i diritti degli stakeholder previsti dalla legge o da mutui accordi e incoraggiare un'attiva cooperazione fra le imprese e tali soggetti al fine di creare ricchezza e posti di lavoro, e di assicurare lo sviluppo durevole di imprese finanziariamente solide;
- V. Informazione e trasparenza: L'assetto di governo societario dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, comprese la situazione finanziaria, le performance, gli assetti proprietari, e la governance della società;
- VI. Le responsabilità del consiglio d'amministrazione: L'assetto del governo societario deve assicurare la guida strategica della società, l'efficace monitoraggio della gestione da parte del consiglio d'amministrazione e che il consiglio di amministrazione risponda del suo operato alla società e agli azionisti.

I Principi offrono una base di riferimento per un ampio programma di cooperazione tra i Paesi dell'OCSE e i Paesi non membri e rafforzano il ruolo del governo societario nei Rapporti della Banca Mondiale e del Fondo Monetario Internazionale sull'Osservanza dei Standard e dei Codici (ROSC). La prima sezione comprende i principi per lo sviluppo di un quadro normativo e affronta la necessità di leggi e regolamenti necessari per sostenere un efficace governo societario. Le altre sezioni affrontate dai principi possono essere raggruppate in base ai concetti chiave che tagliano trasversalmente gli altri cinque

principi. Ad esempio, ambiscono alla creazione di un sistema di controlli efficace ed un equilibrio tra il management e il board, onde evitare situazioni di abuso di potere da parte dei manager. I principi sottolineano l'importanza del monitoraggio, tuttavia l'azione di controllo non dovrebbe riguardare la gestione quotidiana ma piuttosto garantire la guida strategica della società e la supervisione dei controlli interni.

Nonostante la loro rilevanza, tali principi sono stati messi in discussione spesso in seguito a fallimenti aziendali, ma come ogni codice nella pratica sta sempre alle singole società applicarli al meglio e monitorare continuamente l'attività svolta dai manager. Sono i governi e gli operatori dei mercati che decidono come applicare i Principi quando elaborano i loro assetti di governo societario, tenendo conto dei costi e dei benefici della regolamentazione. Ciò non toglie che i principi hanno una natura evolutiva e dovrebbero essere rivisti ogni qualvolta intervengano sostanziali cambiamenti delle circostanze generali. Nonostante la revisione permangono problemi di fronte a casi in cui l'azionariato sia passivo, o gli azionisti di maggioranza perseguono i loro interessi a discapito delle minoranze. In seguito all'incremento degli investitori istituzionali (Fondi Pensione, Private Equity), avvenuto a partire dagli anni novanta, negli azionariati si sta cercando di far sì che essi partecipino maggiormente alla vita aziendale ed in particolare che esercitino i loro voti con consapevolezza, fattore legato all'incentivo che hanno nel votare.

2.3 I Codici dei Paesi Ue

La maggioranza dei paesi europei, negli ultimi anni ha emanato codici di corporate governance, ovvero un insieme di principi non vincolanti, standard o best practices, volti a fornire indicazioni sul governo societari.

La presenza e l'adesione ai Codici tende a rafforzare l'immagine della governance di un'impresa che opera sui mercati internazionali; la sua legittimazione invece nasce dalla convergenza dei modelli adottati sotto il profilo legislativo e dal riconoscimento di valori condivisi, primi fra tutti quelli della trasparenza e della veridicità della comunicazione aziendale.

Innanzitutto, la scelta dei modelli di governo societario si correla, in particolare, all'adozione di codici di autodisciplina emanati su base nazionale (da organismi collegati alle Borse Valori) oppure indirettamente recepiti sebbene provenienti da organismi di settore (bancario, assicurativo, industriale, ecc.). A livello europeo, i codici di autodisciplina più noti, peraltro non obbligatori ma basati sul principio del *comply o explain*, sono:

- Codice di Autodisciplina emanato da Borsa Italiana;
- Codice di Cadbury e il Combined Code in Gran Bretagna;
- Corporate Governance Code emanato da AFEP-MEFED²⁷ e il Rapporto Vienot in Francia;
- Riuz Code e il Código Olivencia in Spagna;
- KonTrag corporate governance code in Germania.

Dunque, nonostante la diversa provenienza i Codici mirano a chiarire i diritti degli azionisti che apportano alle società il capitale di rischio necessario e si accollano il rischio d'impresa; si pongono come obiettivi principali l'aumento dell'*accountability* del management e dell'autonomia del CdA, tramite azioni come:

- l'aumento dei consiglieri indipendenti o *non-executive*;
- la creazione di comitati interni, composti perlopiù da consiglieri indipendenti;
- la separazione del ruolo di amministratore delegato da quello di presidente;

²⁷ Association Française des Entreprises Privées e Mouvement des Entreprises de France

- la valutazione periodica delle performance dei consiglieri

ovviamente con il fine ultimo di stimolare la fiducia da parte degli investitori nazionali ed internazionali, dei clienti, dei dipendenti e del pubblico nella gestione e controllo delle società quotate in borsa.

Nonostante gli innumerevoli pregi dei Codici, il tema della qualità dell'informativa²⁸ al mercato sull'adesione a codici di autodisciplina rimane una questione di *policy* centrale che è stata addirittura affrontata dalla Commissione europea nel Libro Verde²⁹ sul governo societario. In tale documento la Commissione ha evidenziato le problematiche dell'applicazione del principio "rispetta o spiega" , non solo rispetto a coloro che decidono di non applicare i principi dei codici ma anche nei confronti di chi è *compliant*, auspicando un maggiore interesse da parte delle aziende nel motivare il perché hanno preso determinate decisioni e specificando come saranno implementate a livello societario. Il Libro Verde ha poi individuato nello "*Swedish Corporate Governance Code*"³⁰ il codice a cui tutti i paesi dovrebbero ispirarsi qualificandolo come "*esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società*".

2.4 CRD IV (Direttiva 2013/36/UE)

La Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV), approvata dal Comitato dei Rappresentati Permanenti (COREPER) del Consiglio dell'Unione Europea a Marzo 2013, rappresenta senza ombra di dubbio una delle più importanti novità in ambito di governance. Innanzitutto da sottolineare che è stato scelto l'uso dello strumento della direttiva e non

²⁸ S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano, L'autodisciplina in materia di corporate governance, Quaderni giuridici, CONSOB, 2013.

²⁹ Def.: i Libri verdi sono documenti di riflessione su un tema politico specifico pubblicati dalla Commissione. Sono prima di tutto documenti destinati a tutti coloro - sia organismi che privati - che partecipano al processo di consultazione e di dibattito

³⁰ "Information on corporate governance", del "The Swedish Corporate Governance Code", in http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf.

del regolamento, direttamente applicabile negli Stati Membri, in modo da concedere la flessibilità necessaria, in fase di recepimento, delle specificità dei diritti dei singoli stati, non armonizzati in ambito UE.

La Direttiva è applicabile alle banche e alle imprese di investimento, è stata redatta sulla scia di Basilea III, da cui se ne discosta in parte per consentire maggiore flessibilità ai singoli Stati, prevede oltre ai provvedimenti di governance altre importanti novità in ambito di: : autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, libertà di stabilimento e libera prestazione dei servizi, cooperazione fra autorità di vigilanza, processo di controllo prudenziale, metodologie per la determinazione delle riserve di capitale (buffer), disciplina delle sanzioni amministrative, regole su governo societario e remunerazioni.

Per quanto riguarda le novità sul governo societario, la Direttiva ha mirato ad emanare una disciplina più organica e puntuale volta a risolvere le problematiche già menzionate in precedenza. Nel dettaglio le principali novità sono:

- Comunicazioni – La Direttiva richiede che le istituzioni producano annualmente un report sulle modalità di governance, tra cui il numero di incarichi detenuti dagli amministratori, politiche di assunzione per i dirigenti e le loro competenze, la diversità dei board. Inoltre le istituzioni dovranno rendere un' informativa sul proprio sito web in cui spiegano come si conformano alle disposizioni in materia.
- Bonus bancari – Al fine di contenere l'eccessiva assunzione di rischi da parte dei manager la direttiva impone che le remunerazioni variabili (bonus) debbano essere basati su un rapporto stipendio/bonus di 1 a 1, o al massimo 1 a 2 previa approvazione di almeno il 66% degli azionisti che possiedono la metà delle azioni, o del 75% dei voti, se non vi è quorum. La direttiva prevede inoltre, per incoraggiare l'adozione di strategie a lungo termine, che il pagamento di almeno il 25% di ogni bonus superiore allo stipendio debba essere posticipato per almeno cinque anni.

Governo societario - La direttiva introduce requisiti in materia di composizione e selezione dei membri dei consigli di amministrazione e sorveglianza, per garantirne la più alta competenza, qualità, onorabilità e diversificazione. Richiede inoltre agli enti creditizi e alle imprese di investimento di dotarsi di un comitato dei rischi distinto dall'organo di gestione al fine di assistere quest'ultimo nella funzione di sorveglianza e gestione dei rischi.

- Composizione e nomina degli organi sociali – fermo restando che il numero dei componenti degli organi sociali deve rispecchiare la dimensione della banca, si richiede che i membri:
 - Siano dotati di professionalità adeguata al ruolo ricoperto, e siano consapevoli dei poteri e degli obblighi inerenti alla loro funzione;
 - Abbiano competenze diversificate, in modo da contribuire ad assicurare un governo efficace in tutte le aree della banca;
 - Dedichino tempo e risorse adeguate alla complessità del loro incarico;
 - Operino con indipendenza di giudizio;
 - E che ci sia equilibrio tra i generi.
 - Al comitato nomine viene affidato un ruolo non solo consultivo, ma è chiamato ad esprimere un parere sui candidati proposti.
 - Per controbilanciare il potenziale predominio del consiglio di amministrazione da un individuo è fatto divieto ad una persona all'interno dello stesso istituto di credito di agire sia come Presidente che Amministratore Delegato. Il Comitato Nominie è anche espressamente tenuto a tener conto della necessità di garantire che il processo decisionale del consiglio non è dominato da un individuo o un gruppo.

- Direttori Esecutivi – entro il 1° luglio 2014 gli amministratori non devono detenere posizioni che superino uno dei seguenti limiti:
 - Un incarico di amministratore esecutivo e due non esecutivi;

-

- Quattro incarichi come non esecutivo.

Con la caratteristica che incarichi detenuti all'interno dello stesso gruppo contano come un solo incarico.

2.5 Basilea 3: un cenno

L'efficienza della governance di una banca tuttavia non si limita solo alle caratteristiche del board, ma deve essere in grado di tutelare gli interessi degli azionisti in modo da favorire la raccolta del capitale e ridurre il costo. Il comitato di Basilea sulla supervisione bancaria ha definito nuove regole prudenziali per il capitale delle banche, fissando paletti più rigidi sulla liquidità e sulla leva finanziaria e innalzando i livelli minimi di capitale cui si aggiunge un «buffer» ulteriore. Basilea 3 richiede agli intermediari più capitale e di qualità primaria, costituito da azioni ordinarie e riserve, riducendo l'emissione di strumenti ibridi.

Obiettivi principali di Basilea III sono rafforzare la regolamentazione microprudenziale delle banche e ridurre i rischi sistemici, con meccanismi di controllo macroprudenziale.

Il rafforzamento patrimoniale delle banche mira a migliorare la qualità e ad aumentare la quantità del capitale, per quanto riguarda la prima, gli interventi riguardano: la ricomposizione del patrimonio di vigilanza a favore delle azioni ordinarie e delle riserve di utili, l'armonizzazione delle deduzioni e l'utilizzo di criteri più rigorosi per la computabilità degli altri strumenti di capitale. Con riferimento alla quantità, il patrimonio di vigilanza minimo complessivo è calcolato dalla somma di:

1. Patrimonio di base (Tier 1), in grado di assorbire le perdite in condizioni di *going concern* aziendale, dovrà essere pari almeno al 6% dell'attivo di rischio ponderato (dal 2015, al 7% dal 2019 per l'aggiunta di un cuscinetto di conservazione del capitale) a sua volta suddiviso in due componenti, il Common Equity Tier 1, CET, almeno pari al 4,5% e il Tier I aggiuntivo (composto da strumenti patrimoniali che,

pur non avendo i requisiti per essere ammessi nel CET1, hanno comunque piena capacità di assorbimento delle perdite in ipotesi di continuità d'impresa).³¹

2. Patrimonio Supplementare (Tier 2³²) in grado di assorbire le perdite in caso di liquidazione.

Il patrimonio di vigilanza totale (Tier I + Tier II), di conseguenza deve essere pari almeno all'8%.

Con riferimento ai "buffer", Basilea III introduce il buffer di conservazione del capitale e quello anticiclico. Il primo, richiede alle banche di mantenere buffer di capitale eccedenti i minimi regolamentari. Qualora tali buffer siano utilizzati per coprire le perdite in situazioni di stress, dovranno poi essere ricostituiti mediante l'accantonamento a riserve di utili non distribuiti. Il buffer di conservazione del capitale introdotto da Basilea III è pari

³¹ Nello specifico il common equity tier 1 è composto dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- azioni ordinarie emesse dalla banca che soddisfano i criteri di classificazione come azioni ordinarie a fini regolamentari (o gli strumenti equivalenti per le banche costituite in forma diversa dalla società per azioni);
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel Common Equity Tier 1;
- riserve di utili;
- riserve da valutazione e altre riserve palesi;
- azioni ordinarie emesse da filiazioni consolidate della banca e detenute da soggetti terzi (ossia interessi di minoranza) che soddisfano i criteri di computabilità nel Common Equity Tier 1;
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del Common Equity Tier 1.

Il Tier 1 aggiuntivo è composto da:

- strumenti emessi dalla banca che soddisfano i criteri di computabilità nel Tier 1 aggiuntivo (e non ricompresi nel Common Equity Tier 1);
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel Tier 1 aggiuntivo;
- strumenti emessi da filiazioni consolidate della banca e detenuti da soggetti terzi che soddisfano i criteri di computabilità nel Tier 1 aggiuntivo e non sono ricompresi nel Common Equity Tier 1;
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del Tier 1 aggiuntivo.

³² Il patrimonio supplementare è composto dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- strumenti emessi dalla banca che soddisfano i criteri di computabilità nel patrimonio supplementare (e non ricompresi nel patrimonio di base);
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel patrimonio supplementare;
- strumenti emessi da filiazioni consolidate della banca e detenuti da soggetti terzi che soddisfano i criteri di computabilità nel patrimonio supplementare e non sono ricompresi nel patrimonio di base;
- taluni accantonamenti per perdite su crediti;
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del patrimonio supplementare.

Fonte: http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf

al 2,5% di RWA (attivo di rischio ponderato) ed è costituito da CET1, da detenere in aggiunta al 4,5% che rappresenta il requisito minimo.

Mentre quello anticiclico ha una finalità macroprudenziale, ossia proteggere il sistema bancario come aggregato, assicurandosi che siano sempre presenti riserve di capitale superiori ai minimi, in modo da fronteggiare al meglio fasi congiunturali negative. È rimandato alle Autorità di Vigilanza nazionale, il compito di fissare un buffer compreso tra 0-2.5% di RWA. Il Comitato di Basilea in merito a questa misura afferma che: “la promozione di questo buffer è volta a rafforzare la solidità delle banche di fronte a dinamiche procicliche in modo da assicurare che il settore bancario assorba gli shock anziché trasmettere il rischio al settore finanziario e all’economia più in generale.”³³

In conclusione, si riporta nella seguente tabella lo schema patrimoniale di Basilea III e le principali differenze rispetto a Basilea II:

Tab. 1 Requisiti patrimoniali e Buffer

		Basilea II	Basilea III
	Min	2%	4,5%
Common equity (core tier 1)	Buffer di conservazione		0-2,5%
	Totale		7%
	Min	4%	6%
Tier 1	Totale	6%	8,5%
	Min	8%	8%
Capitale (Tier 1 + Tier 2)	Totale	8%	10,5%

³³ http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf

Fonte: http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf

Tra i nuovi elementi di ponderazione definiti da Basilea 3, c'è anche l'assorbimento di capitale delle partecipazioni azionarie di minoranza, ovvero si include nel capitale consolidato quella parte degli interessi di minoranza che copre i requisiti minimi di capitale della subordinata, escludendo le quote in eccesso. Molte banche stanno riducendo le quote azionarie proprio in vista di Basilea 3.

Attraverso l'attuazione di Basile 3 si mira a:

- Migliorare significativamente la qualità del patrimonio delle banche;
- Accrescere il livello di patrimonio;
- Ridurre il rischio sistemico, con meccanismi di controllo macroprudenziale

Ho ritenuto opportuno illustrare, anche se sinteticamente, la disciplina sui requisiti di capitale di Basilea in quanto ho utilizzato il Total Capital Ratio come variabile di controllo del modello che sarà illustrato nei seguenti capitoli.

2.5.1 I principi per rafforzare il governo societario

Il Comitato di Basilea ha pubblicato nel 2010 il documento contenente i nuovi "*Principles for enhancing corporate governance*"³⁴ con l'intento di aggiornare sia le linee guida sia i principi emanati in precedenza. I principi contengono disposizioni indirizzate agli intermediari finanziari in materia di governo e organizzazione societaria, che a loro volta dovrà essere disciplinata dalle normative nazionali. Si è avvertita la necessità di rivisitare i principi del 2006 a causa degli innumerevoli punti deboli della governance che sono emersi a partire dal 2007 come ad esempio l'insufficiente supervisione del board sull'operato del top management. I temi analizzati, che in parte riprendono elementi già

³⁴ Principles for Enhancing Corporate Governance, consultabile: <http://www.bis.org/publ/bcbs168.pdf>

esaminati nel 2006, riguardano la gestione dei rischi aziendali e i sistemi di incentivazione e remunerazione del management, senza mai trascurare la sana e prudente gestione, come elemento cruciale del settore bancario. Il Comitato ha posto l'attenzione su sei tematiche che sono considerate importanti per un efficace processo di governance, nel dettaglio il testo è articolato in quattordici principi:

- *Responsabilità dell'organo di governo societario*

Il primo principio pone l'attenzione sulla responsabilità del board, il codice di condotta e i "corporate values", e sulla supervisione dell'operato del senior management. In particolare, si ritiene responsabile il board per la scelta delle strategie di rischio, la solidità finanziaria e in ultimo l'organizzazione della banca. Pertanto il board nella determinazione della strategia di business non può prescindere dagli interessi di lungo termine della banca, l'esposizione e la gestione dei rischi. Un altro aspetto considerato essenziale per una buona governance è la "cultura aziendale" che con lo strumento applicativo del codice di condotta individua gli standard professionali e i valori aziendali da promuovere, sia a livello individuale sia come collettività. L'ultimo punto del primo principio riguarda la supervisione sull'operato del senior management, ovvero gli alti dirigenti. Il board dovrebbe assicurarsi che la struttura organizzativa faciliti l'effettivo processo decisionale e che la ripartizione delle responsabilità avvenga in modo chiaro, oltre a ciò le prassi vanno comunque riesaminate periodicamente assieme al senior management.

- *Qualificazioni del Board*

Il secondo principio afferma letteralmente che: I membri del consiglio di amministrazione sono qualificati a rivestire le posizioni che occupano, hanno una chiara cognizione del proprio ruolo nel governo societario e sono in grado di esercitare un giudizio critico in

merito agli affari della banca³⁵. Questo principio viene in parte ripreso da quanto già affermato nel 2006, ed elenca una serie di requisiti che se adottati dal CdA rafforzano il governo societario di una banca. In particolare è suddiviso in tre sottorequisiti: la qualificazione, secondo la quale i membri del board, sia singolarmente sia come collettività, devono possedere un'adeguata esperienza e competenza, oltre a qualità personali come l'integrità e la professionalità; il training, cioè programmi di aggiornamento, per aiutare i membri del board ad acquisire e approfondire le loro conoscenze ed infine la composizione del board, ovvero la banca dovrebbe dotarsi di un numero adeguato di membri basandosi sulla dimensione, la complessità e l'ampiezza geografica in grado di operare in modo indipendente sia rispetto agli *executives* sia da interessi personali.

- *Struttura e pratiche del board*

Il consiglio dovrebbe definire adeguate pratiche di governance per svolgere al meglio il proprio lavoro e disporre dei mezzi per garantire che tali pratiche siano supervisionate e rivalutate periodicamente per perseguire un miglioramento continuo. Con questo principio si vuole incoraggiare il board a strutturarsi in modo da massimizzare la propria efficienza valutando la propria dimensione ottimale, la frequenza delle riunioni e anche l'uso dei comitati interni. In particolare, viene attribuito al presidente un ruolo cruciale, poiché rivestendo la carica di leader, è responsabile del funzionamento del board nel complesso per questa ragione dovrebbe essere individuato in una figura in possesso di esperienza, competenza e qualità personali. Infine, si richiama l'utilità dei comitati interni qualora si ritenga opportuno approfondire determinate temi.

- *Struttura del gruppo*

³⁵ Board members should be and remain qualified, including through training, for their positions. They should have a clear understanding of their role in corporate governance and be able to exercise sound and objective judgment about the affairs of the bank.

In un gruppo, il consiglio di amministrazione della capogruppo ha la responsabilità stabilire un'adeguata struttura di governance per il gruppo. Il board della parent company deve istituire una struttura di governance che contribuisce ad un efficace controllo delle controllate tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità dei rischi cui il gruppo e le sue controllate sono esposti. Il CdA di una banca controllata deve a sua volta rispettare i valori aziendali e i principi sul governo societario stabiliti dalla banca madre, controllando che essi non pongano la stessa in contrasto con le normative a cui è soggetta.

- *Senior management*

Attraverso la supervisione del board, l'alta direzione dovrebbe assicurare che le attività della banca siano coerenti con la strategia aziendale e la propensione al rischio. Il senior management è costituito da individui ritenuti responsabili della supervisione delle attività giornaliere della banca, pertanto devono avere la necessaria esperienza nel settore oltre che le competenze e l'integrità richiesta per svolgere un adeguato controllo. Uno dei compiti principali dell'alta direzione consiste proprio nell'assicurarsi che le attività della banca siano conformi alle strategie di business e di rischio stabilite dall'organo con funzioni di gestione.

- *Risk management e rapporto tra risk management e controlli interni*

La gestione dei rischi delle banche è da sempre una delle aree di maggiore interesse da parte delle autorità di vigilanza, ragione per cui i Principi riservano particolare attenzione a quest'attività dedicandogli più di un principio. Il Comitato affronta questa tematica partendo dalla distinzione tra risk management e controlli interni definendo il primo come: un processo che comprende l'identificazione dei rischi che affronta una banca, la valutazione di tali rischi e la misurazione dell'esposizione della banca nei loro confronti determinando il fabbisogno di capitale su base continua, il monitoraggio e la valutazione

di rischi particolari, le misure di mitigazione degli stessi e se le decisioni in merito a questi sono in linea con le politiche di rischio decise dal board ed in ultimo il senior management e il board se necessario devono essere informati in modo continuativo. Mentre i controlli interni sono definiti come strumento atto ad assicurare che ogni rischio sia preso in considerazione dalla banca e che siano effettuati controlli volti a garantire che i provvedimenti presi siano correttamente applicati. I controlli interni non sono pensati come alternativa alla gestione dei rischi bensì come supporto aggiuntivo volto a garantire che le informazioni finanziarie siano affidabili, tempestive e complete anche in conformità alle normative e alla vasta regolamentazione a cui è sottoposto il settore bancario. In aggiunta, gli accertamenti possono essere svolti anche nei confronti del management e dei dipendenti.

Ruolo fondamentale viene attribuito al *Chief risk officer (CRO)*, il cui compito è appunto quello di responsabile della gestione del rischio e pertanto tale incarico dovrebbe essere affidato ad un senior executive indipendente. I Principi individuano anche le caratteristiche che tale figura deve possedere ovvero anzianità, autorità e statura sufficiente all'interno dell'organizzazione, tali qualità si rifletteranno nella capacità dello stesso di influenzare le decisioni che riguardano l'esposizione della banca ai rischi. Tale incarico va ben oltre la produzione di report periodici, il CRO deve avere la capacità di affrontare le problematiche concernenti i rischi cooperando con il board e gli altri membri dell'alta direzione senza mai compromettere la sua indipendenza.

Il principio successivo si concentra sull'analisi dei rischi e i metodi implementati per valutarli. In particolare i Principi incoraggiano l'uso di metodi sia quantitativi che qualitativi, giacché l'eccessiva attenzione alla modellistica a scapito di altre attività di gestione può portare a stime di rischio che non riflettono accuratamente l'esposizione reale e si rivelano insufficienti nella mitigazione degli stessi. Inoltre la funzione di risk management deve eseguire simulazioni di stress test *forward-looking* e analisi di scenario includendo elementi qualitativi tipici della banca ed elementi caratteristici dell'ambiente in cui essa opera per valutare al meglio i rischi potenziali. In aggiunta a queste valutazioni è opportuno anche rivedere le performance effettive in seguito alle stime di rischio ad

esempio attraverso il *backtesting* per determinare l'accuratezza e l'efficacia dei processi di gestione e compiere rettifiche, se necessario. Infine, in seguito al proliferarsi di innovativi strumenti finanziari negli ultimi anni i Principi sollecitano le banche a disporre di appositi processi di approvazione per i nuovi prodotti. Infine gli ultimi due principi su tale argomento incoraggiano una cultura societaria in cui tutte le funzioni cooperano tra loro al fine di assicurare la solidità finanziaria nel lungo termine.

- *Remunerazione*

I Principi n.10 e n.11 affrontano il tema delle remunerazioni attribuendo al board la responsabilità della determinazione degli schemi di compensi per la banca. Data l'importanza di quest'argomento i membri del consiglio cui è affidato tale compito, ad esempio quelli facenti parte del comitato per la remunerazione, dovrebbero essere indipendenti, non esecutivi, e in possesso di conoscenze approfondite in materia. Inoltre, così come raccomandato dalla maggioranza assoluta dei codici di *best practices*, i compensi dovrebbero essere strutturati in modo da legare la remunerazione al raggiungimento di determinati obiettivi stabiliti in precedenza. Oltre a ciò, onde evitare ricavi nel breve termine, assumendo rischi che avranno conseguenze nel lungo termine, la banca dovrebbe accertarsi che i compensi siano determinati anche in base alle rischiosità assunte, che possono essere sia esposizioni ai rischi troppo consistenti ma anche rischi qualitativi come quello reputazionale.

- *Il principio del "know your structure"*

Negli ultimi anni il settore bancario si è fortemente sviluppato comportando una notevole crescita dimensionale per le banche, il che ha aumentato considerevolmente la complessità dell'organizzazione. Il proliferare di soggetti giuridici e di operazioni infra-gruppo può portare a problemi nell'individuazione, nella sorveglianza e gestione dei rischi. Pertanto i Principi rilevano l'importanza per il board e il senior management di

comprendere la struttura societaria, ovvero le sue diverse divisioni e i collegamenti tra le varie entità, in modo da rilevare i rischi che possono nascere da strutture complesse e talvolta opache.

- *Il principio del “understand your structure”*

Il principio n.13 è collegato a quello precedente, ma se ne discosta poiché si sofferma sulla costituzione delle società veicolo o strutture simili da parte delle banche. In seguito alla complessità di queste strutture che possono portare ad una riduzione della trasparenza, si richiede ancora una volta al board e all’alta direzione di comprendere a fondo lo scopo, la struttura e i rischi di queste operazioni.

- *Trasparenza*

Infine l’ultimo principio afferma: “La governance della banca deve essere adeguatamente trasparente nei confronti dei propri azionisti, depositanti, di tutti gli altri stakeholders e dei soggetti partecipanti al mercato.” La trasparenza è uno degli elementi essenziali per garantire un efficace e corretto governo societario in quanto è difficile per tutte le parti interessate monitorare e valutare l’operato del board in assenza di *disclosure*. Gli organi gestionali della banca devono pubblicare tutte le informazioni pertinenti e utili a supporto delle sei aree di governance identificate dal Comitato, ovviamente tali comunicazioni devono essere proporzionate alla dimensione, complessità, struttura, importanza economica e profilo di rischio di una banca.

Conclusioni

In conclusione, per perseguire obiettivi di efficienza e integrità è necessario che la governance possa fare affidamento su strumenti regolamentari idonei, in modo da

assicurare la salvaguardia degli interessi sia degli azionisti sia degli altri stakeholder senza andare ad intaccare la flessibilità e la competitività delle banche. Le disposizioni adoperate a livello internazionale devono trovare un equilibrio tra queste due caratteristiche. Le soluzioni adottate fino ad ora variano da forme di autoregolamentazione sottoposte all'azione disciplinante dei mercati a forme di intervento pubblico di carattere generale fino ad arrivare a norme più specifiche. Quale sia la soluzione migliore dipende dal settore disciplinato e anche dal contesto istituzionale complessivo, nel caso dell'Unione europea con le disposizioni sulla governance si mira a raggiungere, così come in altri campi, una maggiore convergenza normativa. Tuttavia a causa delle divergenze tra gli ordinamenti dei vari Paesi membri non è auspicabile una totale armonizzazione delle norme sulla governance interna; al contrario è raccomandabile una confluenza dei precetti in materia di governance esterna con particolare riguardo alla trasparenza, che viene considerata un elemento fondamentale a sostegno di un mercato unico.

Da questa panoramica sulla regolamentazione emerge come le Autorità di Vigilanza e non, con l'intento di accrescere la trasparenza della vigilanza e diffondere le best practices abbiano avviato iniziative volte ad ampliare e rafforzare la governance delle banche. Il fine è quello di facilitare l'ingresso di nuovi soci o elevare la partecipazione di quelli esistenti; diventano quindi rilevanti le scelte statutarie in tema di partecipazione assembleare, trasparenza dei processi di nomina, rappresentanza negli organi di amministrazione e controllo.

Capitolo III

L'Analisi Empirica

L'obiettivo di tale capitolo è illustrare e analizzare le variabili di corporate governance e gli indicatori di performance con riferimento al settore bancario europeo al fine di fornire un quadro generale che permetta di capire perché tali variabili sono considerate rilevanti e sono state inserite nel modello illustrato in seguito. Le variabili di governance sono state scelte in modo da riflettere al meglio la composizione e l'operato dei consigli di amministrazione mentre, gli indicatori prescelti per rappresentare la performance sono il Roa, Roe e la capitalizzazione di mercato, come misura in grado di fornire una percezione delle formulazioni fatte dal mercato. Nella seconda parte dell'analisi, si analizzerà, attraverso l'uso di statistiche descrittive e modelli di regressione, l'effetto di tali variabili sulla performance delle banche. L'analisi econometrica è stata svolta con l'ausilio del programma "R studio", che mi ha permesso di compiere un'analisi di regressione multivariata di tipo panel. Le tre regressioni sono state calcolate attraverso il metodo *stepwise*, che attraverso criteri matematici, modifica l'equazione di regressione fino a che si ottiene una combinazione lineare di predittori correlati al massimo con ciascuna variabile dipendente, eliminando dal modello di volta in volta i predittori che soddisfano il criterio di rimozione e rivalutando i restanti.

I risultati ottenuti dalla nostra analisi sono indicativi e coerenti con parte della letteratura. In particolare è emersa una relazione statisticamente significativa di tipo inverso tra le misure di performance e la dimensione dei consigli di amministrazione, che ci ha portato a concludere che è auspicabile ridurre la numerosità dei consigli senza arrivare ad imporre norme legislative che andrebbero a ridurre la flessibilità intrinseca nelle mansioni svolte da tale organo. Di contro, rispetto alla presenza di indipendenti non è emersa nessuna relazione significativa rispetto alla performance, portandoci a

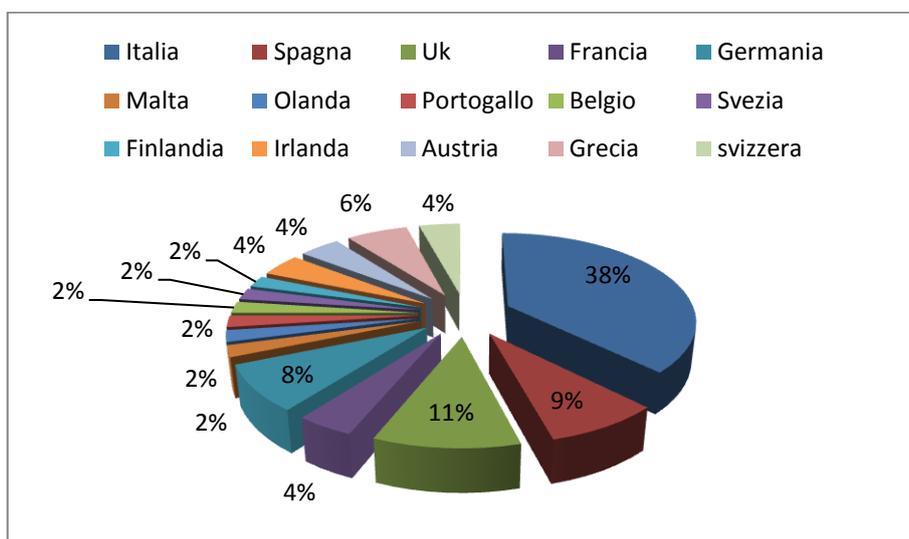
concludere non che tale variabile sia ininfluente ma che la sua rilevanza non è rinvenuta nella maggiore numerosità, ma in caratteristiche qualitative di cui devono disporre i direttori. In merito a ciò si spera che le normative e le raccomandazioni dei codici di autodisciplina riescano a definire meglio il ruolo degli indipendenti in modo da metterne in luce le potenzialità che in questo momento rimangono oscurate. La presenza di donne invece presenta una relazione positiva con entrambe le misure di performance, stando a indicare che la *gender diversity* è importante e non va trascurata, in quanto riuscire a formare un board composto da diversità di pensieri e attitudini al rischio non può che giovare i risultati economici di una banca. Per quanto concerne l'età del Ceo e il numero di riunioni non si sono riscontrati risultati rilevanti. Riguardo l'ultima variabile dipendente ovvero la capitalizzazione di mercato i risultati esposti in precedenza sono in parte confermati, fatta eccezione per la numerosità del consiglio e per la presenza di una relazione positiva con il numero di indipendenti, che data la natura della variabile in oggetto trova spiegazione nel fatto che maggiore è la dimensione di una banca maggiore sarà l'attenzione degli istituti nell'attuare le *best practices* imposte dai mercati. In conclusione, i nostri risultati mostrano come la composizione dei board e la dimensione di una banca sono legati alla capacità degli amministratori di svolgere la funzione di monitoraggio, e che board più numerosi non sempre riescono ad esercitare in modo più efficiente la funzione di controllo e consulenza ad essi affidata ed in ultima istanza ciò implica la mancata creazione di valore per gli investitori.

3.1 Il campione di banche analizzate

Il campione è composto da 48 banche quotate nei mercati regolamentati, provenienti da 15 diversi paesi UE. La selezione di tali banche è avvenuta a partire dalla capitalizzazione di mercato, con l'obiettivo di costruire un campione omogeneo che potesse rappresentare al meglio quanti più paesi possibili, ovviamente europei. Per condurre l'analisi su come determinate variabili di governance influenzano la performance della

banche, ho raccolto due tipologie di dati differenti. Il primo gruppo di dati concerne le variabili sul governo societario, come composizione dei board e relativa dimensione, sono stati raccolti dalle "Relazioni annuali di Corporate Governance". La prevalenza di banche italiane, spagnole e inglesi ha natura pratica, in quanto i Corporate Governance Report vengono pubblicati inizialmente nella lingua d'origine del paese ed in un secondo momento in inglese. Il secondo gruppo di dati consiste in informazioni di natura contabile e di performance, quali il Roa e il Roe, o dati sul livello di rischio, quali il Total Capital Ratio, e sono stati tratti da Bloomberg e/o Reuters.

Figura 2 Distribuzione Geografica del Campione



Fonte: nostra elaborazione su dati

La figura sovrastante illustra la composizione geografica del campione, in particolare il 38% del gruppo di banche analizzate sono italiane, poco più dell'11% inglesi, mentre le banche spagnole e tedesche rappresentano il 9% e l'8% , rispettivamente, del campione, ed infine gli altri paesi europei sono rappresentati con percentuali minime del 2% in casi come il Portogallo o l'Olanda, fino al 6% della Grecia.

Prima di procedere oltre con l'elaborato appare opportuno precisare che quando si parla di banche, ci si riferisce in prevalenza a banche commerciali, che non svolgono anche

l'attività di investimento. Questa precisazione diviene necessaria in quanto negli anni precedenti la crisi alla distinzione tra le tipologie di banche, di cui sopra, si sostituiva il modello della banca universale, privo di forme di specializzazione e costruito attorno all'idea di gruppo bancario multifunzionale, in grado di rispondere alle esigenze di tutte le tipologie di clienti. Dopo la crisi del 2008, tuttavia, si è iniziata a riconsiderare l'opportunità di una separatezza istituzionale tra i soggetti autorizzati a esercitare l'attività bancaria in virtù dei potenziali conflitti d'interesse cui è sottoposta una banca.³⁶

3.2 Letteratura e Ipotesi di Ricerca

Tale studio nasce dall'idea che la performance delle banche sia fortemente influenzata dall'attività svolta dai consigli di amministrazione, che a loro volta sono costituiti e operano secondo un complesso sistema di regole sul governo societario. Di conseguenza determinate caratteristiche di governance influenzano in modo indiretto i risultati economico-finanziari degli istituti bancari, la loro capacità di generare reddito e gestire opportunamente i rischi complessivi, assieme a requisiti patrimoniali sempre più stringenti. Il crescente rilievo attribuito ai sistemi di governance delle banche è principalmente dovuto alla funzione di intermediazione svolta, per cui è necessaria una duplice tutela di interessi, da un lato quelli della banca considerata come impresa, e dall'altro gli interessi e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso attraverso funzioni di controllo volte ad assicurare la sana e prudente gestione, ponendo particolare attenzione alla struttura del bilancio tipicamente caratterizzata da un disallineamento di scadenze tra attivo e passivo ed un'elevata leva finanziaria.

Nel presente lavoro si sceglie pertanto, di analizzare il settore bancario, identificando aspetti dei consigli di amministrazione che possono avere un maggiore impatto nel processo decisionale ed in seguito sulla performance. Si è deciso di porre l'attenzione

³⁶ www.treccani.it

sulla struttura e sulla composizione del board e su altre caratteristiche organizzative, tentando di coprire tutti gli aspetti rilevanti, seppure la tematica sia molto ampia, e a mio malgrado variabili quali la remunerazione dei membri dei consigli non sono state incluse nel modello.

Se spostiamo l'attenzione su studi condotti in precedenza, si può riscontrare che a seguito della complessità della materia è difficile generare misure valide che portino a risultati univoci, anzi spesso le conclusioni sono discordanti. Frequentemente i lavori di ricerca hanno posto l'attenzione sull'interazione tra due o più dimensioni di governance, di contro tale studio ha deciso di analizzare più variabili contemporaneamente e i loro susseguenti effetti sulla performance, allineandosi agli studi più recenti che tentano di ricercare gli effetti di governance sulla performance, attraverso l'osservazione di fattori multipli.

Gli studi condotti sulle imprese bancarie, in seguito alla natura del settore offrono risultati in disaccordo con la letteratura delle imprese non finanziarie. Simpson and Gleason³⁷ (1999) lavorando su un campione composto da banche quotate al SNL nel 1993 hanno concluso che il numero di board members non ha un impatto significativo sulla probabilità di dissesto finanziario delle banche. Adams e Mehran³⁸ (2005) esaminano la relazione tra la dimensione dei board e la performance, approssimata dalla Q di Tobin, di 35 *bank holding companies* (BHC) americane quotate tra il 1959 e il 1999. Contrariamente a quanto osservato per le imprese non finanziarie, si rileva una relazione non negativa tra la dimensione del board e la Q di Tobin, ad indicare che eventuali vincoli sulla dimensione dei CdA potrebbero avere un effetto controproducente. Tale evidenza viene giustificata dagli autori attraverso due considerazioni, in primis la forma organizzativa di una BHC può influenzare la dimensione del board ed in secondo luogo attività di M&A possono portare ad un'espansione dei consigli attraverso l'aggiunta di

³⁷ Simpson, W.G., Gleason, A.E., 1999. Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics and Finance* 8, 281-292.

³⁸ Adams, R., Mehran, H., 2005. Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. EFA 2005 Moscow Meetings (August 8, 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302593>.

direttori dell'impresa target. Allo stesso modo, Zulkafli and Samad³⁹ (2007) hanno analizzato un campione di 107 banche quotate in nove paesi emergenti Asiatici, deducendo che la dimensione dei board non è correlata in modo significativo con misure di performance, quali la Q di Tobin e il ROA. Più recentemente, Andres e Vallelado⁴⁰ (2008) analizzano caratteristiche dei CdA di 69 banche commerciali operanti in USA, Canada, Regno Unito, Spagna, Francia e Italia nel periodo tra 1995-2005. Dopo avere controllato la struttura proprietaria, il peso nel settore e, differenze d'impostazione normativa e istituzionale hanno scoperto che l'inclusione di uno o più amministratori è positivamente associata con la prestazione, misurata tramite Q di Tobin e ROA. Tuttavia, oltre un certo limite, individuato in diciannove direttori, sorgono problemi di coordinamento del processo decisionale che superano i benefici.

Tuttavia, ponendo l'attenzione solo sulla dimensione del board si rischia di trascurare la composizione dello stesso, che è espressione dell'azionariato e di altri portatori di interesse, pertanto appare necessario valutare una serie di fattori anche di natura qualitativa per comprendere al meglio le dinamiche decisionali e il funzionamento dello stesso. La tipologia di consiglieri è sicuramente uno dei fattori più rilevanti, in particolare la distinzione tra indipendenti o esecutivi, così come il numero di altri incarichi, e la presenza di quote rosa. Sierra et al.⁴¹ (2006) hanno costruito un indice che misura la "forza" di un board sulla base di 76 BHC durante il periodo tra il 1992 e il 1997. L'indice consisteva in 7 variabili, tra cui la dimensione e l'indipendenza, sotto l'assunzione che gruppi più grandi e con meno indipendenti sono associati a un minore monitoraggio e ad una compensazione maggiore del CEO, e ciò si riflette in board più "deboli". I loro risultati indicano che board "forti", con un alto punteggio nell'indice, hanno una performance

³⁹ Zulkafli, A.H., Samad, F.A., 2007. Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Asian emerging markets. *Advances in Financial Economics* 12, 49-74.

⁴⁰ Andres, P., Vallelado, E., 2008. Corporate governance in banking: the role of the board of directors. *Journal of Banking and Finance* 32, 2570-2580.

⁴¹ Sierra, G., Talmor, E., Wallace, J., 2006. An examination of multiple governance forces within banking holding companies. *Journal of Financial Services Research* 29, 105-123.

migliore in termini di ROA. Di contro Bhagat e Black⁴² (1999) e Yermack⁴³ (1996), asseriscono una relazione negativa tra la percentuale d'indipendenti e la performance delle società indagate. Infine, altri studi condotti attraverso analisi che valutano una molteplicità di fattori hanno rilevato evidenza empirica riguardante la già più citata relazione. Larker et al.⁴⁴ e Grove et al.⁴⁵ analizzano il legame tra variabili di governance (struttura proprietaria e dei Cda, remunerazione e leva finanziaria) e la performance bancaria (Roa, Q di Tobin e qualità dei ricavi) e l'esistenza di un legame anche con la qualità dei prestiti. Tale studio evidenzia un rendimento inferiore in casi in cui la banca si avvale di un'elevata leva finanziaria e in presenza di direttori più anziani e meno indipendenti; mentre la qualità dei prestiti è influenzata dalla presenza di piani d'incentivazione e membri *overboarded*. Gli Autori concludono pertanto che la corporate governance gioca un ruolo importante nella propensione al rischio e la necessità di un'adeguata regolamentazione in grado di tutelare gli interessi di tutte le parti esposte. Più recentemente Cornett et al.⁴⁶ hanno condotto uno studio simile ai precedenti, sottoponendo a esame l'effetto della corporate governance sulla performance bancaria nel periodo antecedente e di crisi finanziaria, in America. Ovviamente, le prestazioni di una banca diminuiscono durante un periodo di crisi; questa diminuzione si è verificata per tutte le banche del campione indipendentemente dalla loro dimensione ma i maggiori gruppi bancari hanno fronteggiato perdite superiori. Gli Autori hanno riscontrato che diverse misure di governance, in particolare remunerazione di CEO basata sul raggiungimento di determinati obiettivi ed executive ownership, si sono fortemente ridotte prima e durante la crisi. E infine, trovano una relazione rilevante tra il

⁴² Bhagat, S., Black. B. (1999), The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer* 54.

⁴³ Yermack D. (1996), Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40.

⁴⁴ Larcker D. F., Richardson S. A., Tuna A. I. (2007), Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance, *Accounting Review*, October.

⁴⁵ Grove H., Patelli L., Victoravich L. M., Xu P. (2010), Corporate Governance and Performance: Evidence from U.S. Commercial Banks, *Midwest Finance Association Meeting*, Las Vegas, February.

⁴⁶ Cornett M.M., McNutt J.J., Tehranian H. (2009), The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded U.S. bank holding companies, January.

cambiamento delle variabili di governance e i rendimenti azionari nel 2008 in particolare per le banche più grandi.

In contrapposizione agli studi presentati, il presente lavoro si propone di esaminare variabili di corporate governance relative ai consigli di amministrazione nel contesto del mercato creditizio europeo. L'obiettivo è di provare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra alcune variabili di governance che saranno illustrate in seguito e la performance delle banche. Di conseguenza, si testano le seguenti ipotesi di ricerca specificate in seguito:

- H₁: la presenza di una relazione statisticamente significativa tra struttura e organizzazione dei board e performance delle banche;
- H₂: la presenza di una relazione statisticamente significativa tra struttura e organizzazione dei board e dimensione delle banche.

3.3 Metodologia e variabili di analisi

Al fine di testare le ipotesi di cui sopra, mi sono avvalsa di metodi quantitativi per studiare gli effetti della governance sulla performance delle banche attraverso le rispettive variabili, che includono l'analisi della struttura dei board, la relativa composizione e altre variabili correlate quali la presenza di donne, l'età del Ceo e il numero di riunioni svolte sia sulla redditività della banca misurata attraverso il ROE e il ROA che sulla capitalizzazione di mercato. Tale analisi, in conformità con la letteratura, è svolta attraverso statistiche descrittive, matrice di correlazione di Pearson, ed un modello di regressione multivariata (OLS), nel quale la variabile dipendente è rappresentata, alternativamente, da misure di performance di tipo contabile o di mercato. Dopo aver raccolto e misurato i dati, l'analisi include, ma non si limita a, selezionare, codificare e classificare i dati. In secondo luogo, i dati sono organizzati ed esposti in tabelle o matrici in

modo da facilitarne la comprensione. E infine si traggono le conclusioni basate sull'analisi di cui sopra.

Le variabili sono elencate e descritte nella tabella di seguito:

Tab. 2 - Definizione e misura delle variabili

Simbolo	Definizione	Misura	Fonte
Variabili Dipendenti			
ROE	Redditività netta del capitale proprio	$ROE = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Capitale Netto}}$	Bloomberg
ROA	Redditività relativa al capitale investito	$ROA = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Totale Attività}}$	Bloomberg
MCAP	Valore totale di mercato di una società quotata	$M\text{Cap} = \text{Numero di Azioni} \times \text{Prezzo}$	Bloomberg
Variabili Indipendenti			
ONETWO	Struttura adottata	One tier=1; Two Tier=0	Bloomberg
BRD	Dimensione del board	Logaritmo naturale del numero dei membri del board	Relazione di Corporate Governance
IND	Percentuale di amministratori indipendenti	$\frac{\text{numero di amministratori indipendenti}}{\text{numero totale dei componenti del board}}$	Relazione di Corporate Governance
WOM	Percentuale di amministratori di genere femminile	$\frac{\text{numero di donne presenti}}{\text{numero totale dei componenti del board}}$	Relazione di Corporate Governance
RIU	Numero di riunioni annuali	Logaritmo naturale del numero di riunioni annuali	Relazione di Corporate Governance

AGE	Età del Ceo	Logaritmo naturale dell'età del Ceo	Relazione di Corporate Governance
DUALITY	Ceo Duality	Se il Ceo e il Chairman non sono la stessa persona=1; altrimenti=0	Relazione di Corporate Governance
Variabile di controllo			
TCR	Total Capital Ratio	$TCR = \frac{Total\ Capital(tier\ 1 + tier\ 2)}{attività\ ponderate\ in\ base\ al\ rischio}$ $\geq 10\%$	Relazione annuale sul bilancio d'esercizio

Fonte: Bloomberg, Reuters.

3.4 Le variabili indipendenti

I dati sulle variabili indipendenti, come anticipato sopra, sono stati raccolti da Report pubblicati dalle banche riguardanti il triennio 2011-2013. I fattori da me considerati sono: struttura del board (one tier vs two tier system), grandezza dei consigli di amministrazione, numero di indipendenti e di non-executive director, presenza di donne, età del CEO e numero di riunioni annuali. Infine come variabile di controllo ho scelto di utilizzare il Total Capital Ratio, i cui valori sono stati presi da Bloomberg.

3.4.1 Le strutture di governance: vantaggi e svantaggi

Dopo aver esaminato le strutture di governance nel primo capitolo, ora ci proponiamo di determinare i punti di forza e di debolezza, al fine di provare a rispondere, o giungere ad una conclusione, sulla superiorità di un modello rispetto all'altro.

Da un punto di vista strutturale, le differenze vanno analizzate tenendo conto del contesto economico e politico in cui tali modelli si applicano. Il modello anglosassone, è

contraddistinto da un elevato frazionamento della proprietà, in altre parole da una larga base societaria, ed è caratterizzato da una cultura aziendale *market oriented*, che presuppone una particolare e continua attenzione verso l'esterno per generare interesse e consenso sulle performance della corporation ed attrarre così nuovi potenziali investitori al rischio di impresa; Il modello tedesco, è connotato dalla presenza predominante di società ad alta concentrazione proprietaria, ovvero da una ristretta base societaria ed al contrario del modello precedente, si qualifica per un'*insider orientation*, che comporta un'attenzione particolare verso gli interessi di chi già partecipa al capitale di rischio.

Nella tabella esposta in seguito, si evidenziano le principali caratteristiche dei due modelli:

Tab. 3 caratteristiche distintive dei modelli di governance

	One Tier Boards	Two Tier Boards
Composizione	Executive e non executive Director operano in un unico board	Executive e non executive Director operano in due board separati
Comitati	Obbligatori o raccomandati	Raccomandati
Organizzazione	Unitaria	Binaria
Ceo e Chairman	Ceo Duality Ammessa	Ceo Duality Non ammessa

Fonte: nostra elaborazione su dati

Uno dei principali vantaggi del dualistico è la netta separazione tra gestione e controllo, tuttavia la funzione di controllo può essere esercitata al meglio dal consiglio di sorveglianza solamente se tra i due organi si stabilisce un rapporto di cooperazione e condivisione di informazioni. Nonostante ciò, tale divisione sembra ancora essere la migliore per quanto riguarda l'assenza di conflitto di interesse, poiché gli azionisti eleggono i membri del consiglio di sorveglianza, tali membri sono motivati a svolgere i loro compiti al meglio in vista di una possibile rielezione; e tale meccanismo si riapplica al consiglio di gestione. Permane un limite legato alla prassi, ovvero solitamente i membri

del consiglio di sorveglianza, sono ex componenti del consiglio di gestione (spesso il presidente), andando ad intaccare l'indipendenza di tale organo.

Tra gli svantaggi troviamo invece: i costi nel sostenere due organi di governo societario, la numerosità dei membri del consiglio di sorveglianza e un processo decisionale per forza di cose più lento rispetto ad un sistema tradizionale. E infine il consiglio di sorveglianza non è un organo che prende decisioni di tipo attivo, ma per lo più assume decisioni reattive, in altre parole valuta misure già approvate dal consiglio di gestione, questo porta ad una riduzione nella qualità del controllo che è appunto ex-post poiché il consiglio non è coinvolto nel processo decisionale. Basti pensare che tali consiglieri non partecipano alle riunioni del management, e quindi per esercitare in modo efficiente la loro funzione di monitoraggio necessitano di un'adeguata *disclosure* di informazioni. Alla luce di ciò, ancora una volta ci troviamo di fronte ad un problema di asimmetria informativa, in quanto tutte le informazioni prima di raggiungere il consiglio di sorveglianza passano attraverso il management poiché i dipendenti non sono obbligati a riportare le informazioni direttamente al consiglio. Questo rappresenta uno dei più forti limiti di tale sistema, poiché se è vero che il management è obbligato a comunicare le proprie decisioni, è anche vero che il consiglio di sorveglianza si affida su documenti da essi preparati che, per ovvietà metteranno in risalto ciò che il management considera importante, e attenueranno ciò che ritengono meno rilevante, aumentando il rischio che il consiglio di sorveglianza ripeta gli stessi errori di valutazione del management, per carenza di informazioni.

Infine uno svantaggio-vantaggio legato per lo più alla Germania è la complessa composizione del consiglio di sorveglianza, poiché da un lato è vero che avere rappresentanti dei lavoratori nel board è un fattore all'avanguardia ed espressione di uguaglianza e democrazia, che spesso è stato in grado di bloccare *takeover* ostili, però dall'altro le leggi sulla codeterminazione sono spesso complesse e comportano una serie di rallentamenti in caso di nomine o revoche. Inoltre un problema deriva dal fatto che spesso i membri nominati dagli azionisti, e in particolare quelli eletti dalle *private banks* che in Germania rappresentano circa il 12% dei seggi, tendono a non discutere argomenti

di importanza rilevante con i membri eletti dai lavoratori, anche se ciò è contrario alle leggi. Tuttavia sia i pro sia i contro legati alla codeterminazione vanno contestualizzati, poiché il modello duale se applicato ad un altro Stato, che non prevede tale legge potrebbe portare a risultati diversi.

Al contrario, il sistema monistico è meno legato alle specificità della Gran Bretagna e presenta vantaggi e svantaggi applicabili al mondo bancario in modo più universale. In primis, è il consiglio di amministrazione che svolge la funzione di gestione e controllo, pertanto a ogni membro sono affidati gli stessi compiti e sono tenuti a svolgere le stesse funzioni. Questa caratteristica, che può sembrare marginale, in realtà implica che direttori esecutivi e non godono dello stesso accesso alle informazioni. Quindi da un punto di vista teorico ciò costituisce un grande miglioramento rispetto al modello precedente strutturato su due livelli, in quanto i non esecutivi non svolgono solo un controllo ex post su decisioni prese da altri, ma sono incentivati ad avere tutte le informazioni necessarie, dato che partecipano al processo deliberativo ex ante. Altro vantaggio rispetto al duale, da non sottovalutare è la maggiore rapidità con cui vengono assunti i provvedimenti. Tuttavia da un punto di vista pratico anche in questo caso è presente un problema di asimmetria informativa, ma all'interno del board a svantaggio dei non esecutivi. Tuttavia tale disallineamento di informazioni è comunque meno strutturato rispetto al caso precedente poiché nel duale è presente un vero e proprio filtro tra i due organi, mentre nel sistema unitario l'accesso diretto alle informazioni è "garantito" e sta alle capacità dei non-executive sfruttarlo al meglio e chiedere chiarimenti aggiuntivi se necessari. Ciò nonostante, la presenza di un unico organo che svolge entrambe le funzioni implica che chi ha preso la decisione allo stesso tempo deve monitorarla; questo problema a mio avviso è stato in parte risolto con l'introduzione di più tipologie di direttori, ma in particolare attraverso i membri non esecutivi indipendenti. Proprio dalla definizione di indipendenza, si comprende come questa sia un presupposto necessario per svolgere in modo ottimale le due funzioni che potrebbero sembrare contrastanti tra loro. Pertanto sta alle singole banche stabilire un numero adeguato di indipendenti all'interno dei propri consigli e i relativi criteri per essere considerato tale.

Ultima caratteristica da valutare nel monistico è il ruolo del Presidente. Secondo il corrente pensiero economico che si riflette nei Codici, il Chairman deve essere una figura superpartes, motivo per cui la maggioranza assoluta delle banche analizzate ha optato per una separazione dalla carica di Ceo, ed in molti casi il Presidente possiede anche il requisito di indipendenza. Le ragioni alla base di ciò appaiono ovvie, basti pensare alle conseguenze che deriverebbero dalla concentrazione di potere nelle mani di un unico soggetto.

3.4.2 Il numero di riunioni

Il numero di riunioni, può sembrare a prima vista una variabile poco rilevante, ma in realtà è un indicatore di quanto frequentemente i membri di un consiglio di amministrazione si riuniscono per discutere e prendere decisioni e come vedremo in seguito, questo ha un forte impatto sulla performance di una banca. Vafeas⁴⁷ ha condotto uno studio nel 1999, in cui ha esaminato l'attività dei board nel periodo tra il 1990-1994 con un campione di 307 aziende, ed i suoi risultati hanno mostrato che il numero di riunioni dei consigli è inversamente correlato con la performance delle imprese ed in particolare che la reazione dei CdA ad una performance scendente è quella di riunirsi con più frequenza nell'anno successivo ottenendo un incremento della stessa, ed inoltre che board più numerosi e composti da più direttori indipendenti tendono a riunirsi maggiormente. Tuttavia dal suo studio non appare chiaro se i board più indipendenti si riuniscono con maggiore frequenza, incentivati ad esercitare al meglio la funzione di monitoraggio o se ciò è causato dal maggior tempo richiesto per "educare" i direttori non esecutivi. Altri studi hanno mostrato invece che il numero di riunioni annuale è incrementato durante la crisi ma ciò non ci stupisce.

Potremmo provare a formulare ipotesi sull'importanza di questa variabile, e sicuramente il principale motivo è che maggiore è la regolarità con cui i membri si incontrano, maggiore sarà la loro conoscenza delle caratteristiche chiave del business, e quindi la loro

⁴⁷ Nikos Vafeas. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance, Journal of Financial Economics.

abilità di prendere decisioni più consapevoli e basate su un'idea personale e oggettiva più che su report forniti da altri. Per capire ciò è necessario partire dal presupposto che le informazioni riguardanti una banca sono complesse, basti pensare alle proiezioni di lungo termine sulla performance o sui piani stock option, etc.; pertanto i direttori necessitano di tempo materiale per poter valutare le proposte e quindi sarebbe necessario incrementare la frequenza dei meeting e anche allungarne la durata. A mio avviso la frequenza ideale è mensile, da considerare a parte situazioni straordinarie quali fusioni o importanti riforme strutturali, poiché in questo modo si può rimanere sempre aggiornati sulla situazione societaria, e si possono sollevare dubbi o perplessità. In aggiunta, una volta impostata la cultura del controllo continuo, la preparazione degli incontri richiede meno tempo rispetto a meeting più saltuari.

Inoltre collegato al numero di riunioni, c'è la frequenza con cui un direttore partecipa, ciò è talmente importante che è ormai prassi in numerosi Stati il cosiddetto gettone di presenza, ovvero una sorta di rimborso spese, molto cospicuo, per incentivare la partecipazione dei manager nelle assemblee.

Come avevamo anticipato nel paragrafo precedente, l'incremento del numero di adunanze è un fattore rilevante sia nel modello duale che nell'unitario. Nel primo per due principali motivi, solitamente anche se non in via esclusiva determinate decisioni del management richiedono l'approvazione del consiglio di sorveglianza, qualora quest'ultimo si riunisca con una frequenza inferiore a quella mensile, il processo di approvazione delle delibere sarà oltremodo rallentato; tale problema non risulta essere presente nel monistico in quanto la frequenza è superiore. Secondo problema sta nell'effettiva capacità di esercitare la funzione di monitoraggio da parte dell'organo di sorveglianza, poiché incrementando il numero di riunioni si otterrebbe un maggiore coinvolgimento dell'organo nelle decisioni strategiche. Attraverso ciò si potrebbe sperare in consigli di sorveglianza più reattivi. Tale caratteristica trova riscontro anche nel sistema unitario.

Le caratteristiche appena enunciate trovano risponidenza nelle due tabelle presentate di seguito, dove nel sistema unitario la media delle assemblee è intorno alle 15 annuali mentre quella del duale si attesta intorno alle 14.

La media in questo caso non rappresenta una caratteristica significativa rispetto al numero di riunioni minime e massime.

Tab. 4 dati del campione sull numero di riunioni annuali

	One Tier Board	Two Tier Board
Media	15	14
Max	34	30
Min	6	4

Fonte: Nostra elaborazione su dati

Come si evince dalla tabella sovrastante il numero minimo di riunioni osservate nel nostro campione di banche che adottano il sistema dualistico è 4, due in meno rispetto al sistema alternativo e ben al di sotto sia della media che della frequenza mensile consigliata; quattro riunioni sta a significare una riunione ogni tre mesi, che nel caso di un istituto bancario non è di certo sufficiente, considerando che la durata media di ogni riunione è intorno alle 3 ore appare difficile affermare che un consiglio di sorveglianza possa esercitare al meglio la propria funzione di monitoraggio e ancora di più che sia in grado di comprendere le informazioni sottopostegli dal management. Nel monistico invece come minimo si convoca una riunione ogni due mesi. In conclusione, a prescindere dal modello prescelto ci aspettiamo che il numero di riunioni abbia un impatto positivo sulle misure di performance se in numero sufficiente.

3.4.3 Dimensione del Board

La dimensione ottimale del Board rappresenta una delle variabili più discusse nella letteratura, motivo per cui numerosi sono gli studi che hanno contribuito e formulato ipotesi al riguardo, giungendo alla conclusione che i board di dimensione minore sono positivamente correlati con la performance aziendale. Si sostiene che, sebbene una dimensione maggiore inizialmente faciliti lo svolgersi delle funzioni chiave, si arriva ad un punto in cui tale dimensione causa problemi di coordinamento e comunicazione andando ad impattare sull'efficacia del consiglio e di conseguenza sulla performance della banca, che declina. In particolare Lipton e Lorsch⁴⁸, affermano che la dimensione ottimale di un board è al massimo di dieci membri, meglio ancora se tra nove e otto. Gli autori sostengono che sebbene la capacità di monitoraggio può incrementare con la dimensione, questa è controbilanciata da un prolungamento dei tempi decisionali e da una minore interazione tra i membri. Jensen⁴⁹, riprende lo stesso tema, affermando che “quando un board supera le sette o le otto persone, i membri tendono a lavorare meno efficacemente e diventa più facile per il Ceo esercitare un controllo maggiore”. Tuttavia studi più recenti, a mio parere più accurati e di cui ne condivido i risultati, sostengono che la dimensione ottimale non può essere un numero fisso ed uguale per tutte le banche, in quanto ci sono variabili specifiche che non possono essere ignorate, quali la dimensione di una banca rispetto ad un'altra, o la profittabilità. Coles et al.⁵⁰, in uno studio del 2008, riscontrano che board di grandi dimensioni hanno un impatto positivo sul valore di grandi aziende, ed in particolare tale impatto risulta maggiore per imprese non solo grandi, ma con un livello elevato di debito; mentre per imprese di dimensione più piccole ed una variabilità maggiore nella performance, board più ristretti risultano ottimali. Altri studi si sono concentrati sulle determinanti della dimensione, riscontrandone un associazione

⁴⁸ Lipton M., Lorsch J. (1992), A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer* 48.

⁴⁹ Jensen J.C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, Vol. 48.

⁵⁰ Coles, J. L., Daniel, N. D. and Naveen, L. (2008) Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

con il bisogno di informazioni, tali bisogni incrementano con la complessità e la dimensione dell'istituto. E nel dettaglio le *proxies* usate per misurare la complessità che influenzano positivamente la dimensione sono la leva finanziaria, l'età della banca, la diversificazione.

A mio avviso, non sono solo le caratteristiche specifiche di una banca a influenzarne la dimensione adeguata, ma anche le caratteristiche dei singoli Stati, ad esempio nei paesi che adottano il modello anglosassone, e quindi che adottano il one tier system, minore è il numero degli amministratori, maggiore è la probabilità che ogni consigliere possa svolgere un ruolo attivo e vitale. In quanto in consigli con più di 12 componenti, alcuni di essi sentiranno di non svolgere un ruolo chiave e determinante, con una conseguente perdita di incentivazione nella preparazione delle riunioni, affidandosi al lavoro altrui.

Inoltre, ricollegandoci al paragrafo precedente, a causa della brevità delle riunioni, non si potranno svolgere discussioni approfondite, mentre con un'adeguata numerosità si potranno coprire in modo più adeguato tutti i punti dei meeting con uno scambio di pensieri e punti di vista. Tale carenza risulta maggiormente accentuata nei sistemi duali, già caratterizzati da un numero di riunioni insufficiente, e da consigli molto numerosi, che arrivano addirittura a 21 membri, e per forza di cose tale dimensione è inefficiente. A tal proposito, in Germania, era stata fatta una proposta di portare il numero massimo di membri da 21 a 12, ma non è mai diventata legge. Supponendo che il tempo medio di una riunione sia di 4 ore, con un consiglio di 20 membri, ogni membro avrà la possibilità di parlare poco più di dieci minuti in una riunione; in pratica tuttavia il tempo risulta ancor più ridotto a causa delle presentazioni di report e altri risultati, pertanto ci saranno membri che non avranno la possibilità di parlare.

Se andiamo a verificare i dati del nostro campione, troviamo conferma di quanto detto fino ad ora, ovvero che nonostante il numero massimo sia lo stesso per entrambi i gruppi, si nota come entrambe le medie siano ben al di sopra del massimo individuato dagli studi citati in precedenza:

Tab. 5 dati del campione sulla numerosità del board

	One Tier Board	Two Tier Board
Max	23	23
Media	14.27	16.3
Min	8	12

Fonte: Nostra elaborazione su dati

Tuttavia, uno dei problemi che emerge dall'analisi di tale variabile sulla performance è quello dell'endogeneità, come osservato da Wintoki⁵¹. Innanzitutto, la mancata osservazione di eterogeneità può verificarsi nel caso in cui sia la dimensione che la performance sono determinate da variabili "*firm-specific*" non osservabili.

Possiamo pertanto concludere, che così come per altre variabili, la dimensione del board non può essere predeterminata, in quanto deve rispondere ad esigenze specifiche valutate *case by case*. Il numero dei consiglieri proposto deve essere adeguato al fine di consentire l'approfondimento dei problemi e permettere a ciascun componente di esprimersi, fornendo il proprio personale contributo, anche con riferimento al funzionamento degli istituti comitati interni.

Ciò nonostante ci sono alcuni punti che possono permetterci di definire un quadro più chiaro, ovvero: la dimensione di un board è positivamente correlata con la dimensione della banca, pertanto un board numeroso non è per forza di cose sinonimo di inefficienza, anzi qualora ci troviamo di fronte a banche con un elevato livello di debito, queste trarranno addirittura un beneficio maggiore da un board più cospicuo. In secondo luogo, si deve tenere sempre a mente il contesto istituzionale e normativo di riferimento. Considerati questi fattori la dimensione ottimale di un consiglio è tra i dieci e i dodici membri, a seconda della struttura adottata. In quanto board più grandi spesso diventano gruppi di ricezione informativa più che gruppi decisionali, e di monitoraggio. Pertanto si

⁵¹ Wintoki, J. (2007) Endogeneity and the dynamics of corporate governance, Working paper, University of Georgia

dovrebbe ricercare una combinazione ottimale di varie *skills*, senza superare i numeri di cui sopra, in quanto se così non fosse sarebbe meglio analizzare la composizione e le caratteristiche degli attuali membri prima di aggiungerne altri.

In conclusione, attraverso tale paragrafo si mira a rispondere al quesito sulla superiorità o meno di una delle due strutture di governance fino ad ora analizzate. Sia il modello inglese, con il board unitario, che quello tedesco, con il sistema duale, rappresentano due modelli ugualmente competitivi ed in grado di gestire e monitorare adeguatamente una banca. Tuttavia come ampiamente illustrato c'è ancora un elevato margine di miglioramento per entrambi, che potrebbe portare ad un certo grado di convergenza tra i due senza eliminarne le principali caratteristiche divergenti, da cui gli standard di corporate governance ne risulterebbero rafforzati e la probabilità di fallimenti aziendali ridotta. Detto ciò a mio avviso il sistema che necessita di evolversi maggiormente è il duale, a causa di un maggiore livello di asimmetrie informative, consigli di sorveglianza troppo numerosi o comunque non in grado di esercitare al meglio la loro funzione di monitoraggio rispetto al numero di riunioni svolte.

Una riflessione che appare necessaria, e riguarda entrambe le strutture, è quella sui limiti del controllo aziendale. Avere un controllo efficace sta a significare che c'è un chiaro processo di monitoraggio e revisione delle azioni degli organi decisionali. I compiti devono essere definiti con chiarezza, tuttavia ogni sistema di controllo ha dei limiti, che possono essere ridotti soltanto eliminando le debolezze strutturali. Con ciò non si intende che gli errori umani possono essere eliminati, poiché tali possono essere commessi sia dagli organi di gestione che da quelli di controllo, ma rafforzando la funzione di controllo vi è una maggiore probabilità di correggerli in tempo in modo da ridurre i rischi in capo ai creditori e azionisti.

3.4.4 Ruolo e composizione del Board

Gli organi sociali svolgono un ruolo centrale nella corporate governance e, pertanto sono disciplinati da norme di diritto societario e dai codici di corporate governance. Nonostante ci siano regole di base comuni per i board, permangono differenze considerevoli che dipendono in parte dalla struttura adottata e in parte da caratteristiche storiche, sociali dei vari Stati. Negli ultimi anni, con l'evoluzione dei codici c'è stata una vera e propria convergenza delle *best practice*, attribuibile allo sviluppo della concorrenza e ad una visione pro-azionista sostenuta da governi e investitori istituzionali, che fino a qualche anno fa era caratteristica distintiva dei paesi americani. Tuttavia il tentativo di una regolamentazione armonizzata tra i vari paesi europei sebbene auspicabile è ancora ben lontana poiché deve fronteggiarsi con le regolamentazioni nazionali ancora notevolmente diverse tra di loro.

- **Ruolo del Board**

Il ruolo e il funzionamento del consiglio di amministrazione rappresentano questioni di continuo dibattito tra i *policy makers*, accademici e altri, data la centralità della funzione decisionale da esso svolta. Tipicamente i gruppi bancari sono caratterizzati da un azionariato diffuso, non in grado di implementare autonomamente un'adeguata strategia aziendale, ma al massimo valutare periodicamente come altri hanno svolto tale compito. Di conseguenza tale ruolo strategico viene affidato a gruppi più piccolo e composti da esperti, ovvero i board. Ancora una volta le due legislazioni che si trovano agli estremi sono quella anglosassone, in cui non è specificata nessuna modalità sul rapporto tra azionisti e board, e quella tedesca in cui invece il ruolo del consiglio di sorveglianza e degli azionisti è di mero controllo mentre le scelte strategiche sono affidate al management.

I due fattori principali che influenzano il ruolo del board nelle società quotate, e nel nostro caso gli istituti bancari, sono la natura dell'azionariato, ovvero diffuso o concentrato, e come viene affrontato il problema di agenzia tra gli azionisti e gli altri

portatori di interesse (c.d. *stakeholders*). La natura dell'azionariato va ad influenzare sia ciò che il board fa, sia le relative responsabilità; in caso di azionariato diffuso, come anticipato sopra, solitamente al board sono affidati ampi poteri per ovvie ragioni di efficienza, e allo stesso momento azioni di responsabilità in capo al board sono minori, anche a causa dei costi di coordinamento tra i vari azionisti. Di contro, con un azionariato concentrato, gli azionisti di maggioranza sono in grado di prendere decisioni con maggiore autonomia, nonostante la gestione sia comunque affidata al consiglio, e hanno una maggiore influenza nell'attuazione di azioni di responsabilità; in questa situazione, altro problema centrale è se tali azionisti esercitano i propri diritti per promuovere solo i propri interessi o gli interessi di tutti gli azionisti, quindi anche delle minoranze. In altre parole, nel primo caso esiste un problema di agenzia tra gli azionisti ed il management, nell'altro è tra azionisti di maggioranza e minoranza; in entrambi i casi il ruolo del board è centrale e può evolversi in due direzioni, ovvero sottostare al potere esercitato dall'agente (azionisti di maggioranza o management, a seconda del caso) o può agire da organo volto a salvaguardare gli interessi delle minoranze o degli azionisti.

Un fenomeno collegato seppur distinto a cui si sta assistendo negli ultimi anni è quello della crescita nei capitali azionari degli investitori istituzionali, ovvero fondi pensione, hedge funds, compagnie assicurative. Per citare un esempio, Blackrock, nell'ultimo anno ha acquisito notevoli partecipazioni nei principali gruppi bancari italiani quale Banca Intesa e Banca Monte dei Paschi di Siena. Essi anche se non intenzionalmente, possono ridurre la concentrazione delle partecipazioni delle maggioranze e esercitare un'azione pressante volta a tutelare gli azionisti di minoranza (c.d. *shareholder activism*).

- ***Il requisito di indipendenza***

L'evoluzione normativa degli ultimi anni ha visto l'attribuzione di un peso crescente all'indipendenza degli organi di gestione e controllo societario. La figura dell'amministratore indipendente è stata principalmente raccomandata attraverso i vari Codici, più che disciplinata in via autonoma dai legislatori. Il rilievo assunto da tale

fattispecie è dovuto ad un contesto economico in cui le rilevanti dimensioni assunte dai gruppi bancari hanno portato alla valorizzazione della funzione di controllo. Funzione di controllo accentuata anche attraverso la partecipazione dei membri indipendenti ai comitati interni al consiglio.

Nei paesi di ispirazione anglosassone, caratterizzati da una forte diffusione dell'azionariato, la presenza di amministratori indipendenti riveste un ruolo centrale in quanto solitamente non è presente un azionista di maggioranza che possa monitorare in modo adeguato le decisioni manageriali; oltre a ciò la struttura di governo è rappresentata da un solo organo amministrativo che svolge anche la funzione di controllo. Al contrario in paesi quali l'Italia, con una maggiore concentrazione proprietaria, la presenza di amministratori indipendenti è volta a prevenire conflitti di interesse tra soci di maggioranza, pubblici o privati, e azionisti di minoranza.

Il tema del controllo e dell'indipendenza ha assunto una rilevanza maggiore anche in seguito agli scandali che hanno colpito il mondo finanziario. Gli standard enunciati dall'Unione Europea, non hanno provveduto a fornire una definizione univoca di indipendenza, o meglio non hanno indicato in quali circostanze un amministratore è indipendente o meno, elencando solamente in un allegato un elenco di fattispecie, lasciando libera autonomia ai singoli stati, fatta eccezione di alcuni requisiti minimi obbligatori, ad esempio un *requirement* UE⁵² è che almeno un componente del comitato controllo e rischi sia indipendente. Ciò nonostante hanno attribuito un ruolo di massimo rilievo a tale figura, identificando tale fattore come centrale nella prevenzione di situazioni di conflitto tra management e azionariato. In quanto sono considerati indipendenti coloro che sono liberi da qualsiasi attività commerciale o parentela con la società o con l'azionista di controllo, per questo rinominati anche *outside director*, e non intrattengono nessun altro tipo di rapporto con la società, che possa interferire con l'esercizio della loro autonomia di giudizio; poiché il loro compito principale è quello di svolgere un'attività di monitoraggio sulla correttezza dell'operato degli esecutivi, in modo

⁵² Direttiva 2006/43/EC of 17 Maggio 2006 on statutory audits, OJEC L157/87, art. 41.1.

da prevenirne comportamenti opportunistici a danno dei soci. L'indipendenza viene valutata periodicamente dagli organi sociali, tenendo conto delle informazioni dagli stessi fornite, ed in seguito comunicata al mercato.

Il numero di indipendenti scaturisce da un equilibrata presenza nel consiglio di amministratori esecutivi, non esecutivi e, tra questi ultimi, un adeguato numero di indipendenti. Uno dei quesiti più dibattuti è appunto qual'è il giusto equilibrio?

Anche in questo caso la risposta non può essere univoca, ad esempio in Germania c'è una netta divisione tra i membri del consiglio di gestione, esecutivi, e i membri del consiglio di sorveglianza non esecutivi per definizione ma non di per se indipendenti; anche se il sistema duale in altri Stati come l'Italia consente al consiglio di gestione di essere composto sia da executive che da non executive. Nel Regno Unito il codice di corporate governance stabilisce che il board deve essere composto per metà da direttori indipendenti non esecutivi, ma anche che ci sia un adeguato equilibrio tra executive e non, mentre in Svezia al massimo un membro del consiglio deve essere esecutivo, in Olanda almeno uno. Un punto critico, spesso trascurato, è come comportarsi con banche che presentano un azionista di maggioranza, le raccomandazioni europee invitano a trattare il rappresentante di tale azionista come non indipendente; tale sollecitazione non è stata applicata da tutti gli stati membri ed in particolare in quegli stati caratterizzate da un azionariato concentrato. Ad esempio in Francia, per le società controllate il codice di corporate governance riduce il requisito di indipendenza per gli amministratori da metà ad un terzo, in Svezia il codice raccomanda che almeno due amministratori indipendenti lo siano anche rispetto al principale azionista. Per quanto riguarda, cosa si intende per socio di maggioranza, sono state fissate alcune soglie numeriche, utilizzate più per fini di trasparenza che per la definizione di indipendenza in se; la soglia più utilizzata è quella del 10%, ovvero un rappresentante di un azionista che ha una quota superiore al 10% viene considerato non indipendente in Belgio, Olanda e Svezia.

Il Lead Independent Director:

Il ruolo degli amministratori indipendenti viene accentuato da due innovazioni relativamente recenti della corporate governance americana, che hanno trovato anche in Europa le prime applicazioni. La prima è rappresentata dalle riunioni degli amministratori non-esecutivi in executive sessions, vale a dire in riunioni del Consiglio alle quali non partecipano gli amministratori esecutivi, in cui ci si occupa di affrontare temi su cui essi si trovano in conflitto, come la valutazione del management effettuata annualmente dal Consiglio.

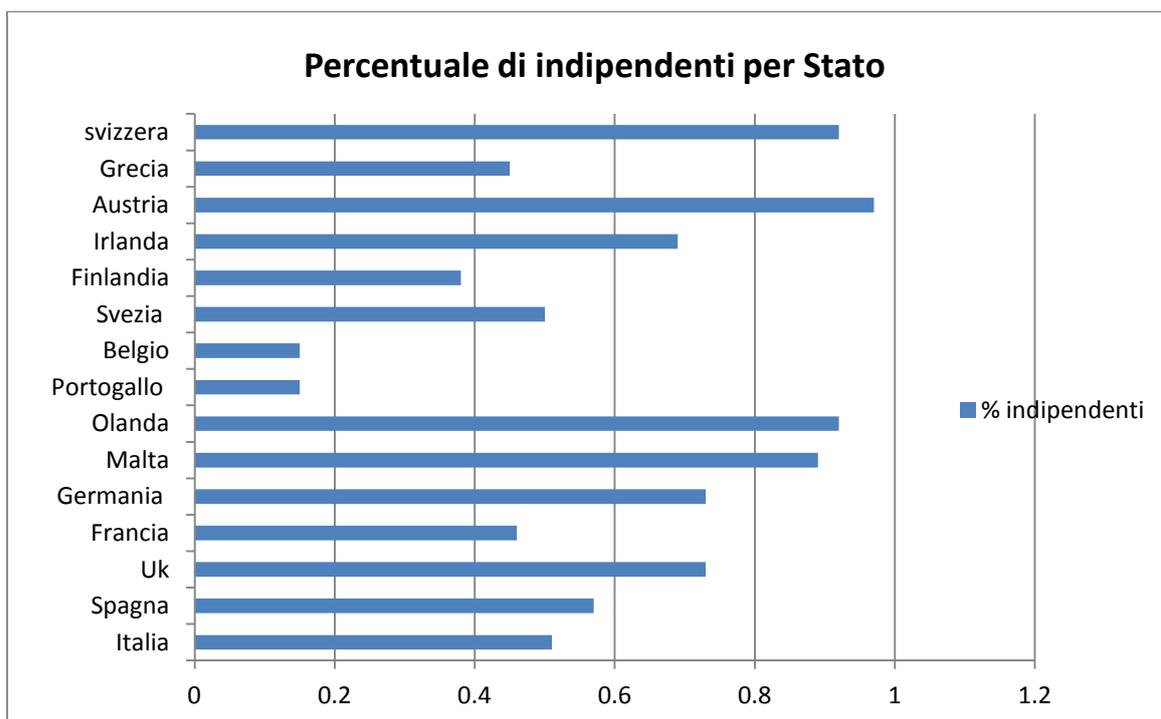
La seconda innovazione è costituita dal lead director, che solitamente presiede le executive sessions del consiglio. Questa figura nasce in America poiché negli USA non è richiesta una separazione di cariche tra presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato: il CEO è in genere anche Chairman. Per evitare un eccessivo cumulo di cariche, e relativi poteri decisionali, in capo ad una singola persona, è stata introdotta la figura del lead director, che tipicamente è un independent director. Anche nel Regno Unito è previsto un senior independent director, con funzioni peraltro più limitate, poiché nella maggioranza assoluta dei casi si ha la separazione delle cariche. La funzione di questo amministratore senior è di fungere da referente nelle relazioni con gli altri direttori e tra questi ultimi e i soci, che nel Regno Unito sono soprattutto investitori istituzionali, alcuni dei quali attivi nel governo societario. Inoltre, conduce il processo di valutazione ed eventuale nomina del Chairman, in caso di sostituzione. Simili pratiche cominciano ad essere seguite anche in Italia e in Svizzera; in Italia la figura del lead director è raccomandata dal Codice se il Presidente è il Ceo o un rappresentante dell'azionista di controllo, e nel rispetto del principio di indipendenza il Lead Director non può essere un rappresentante dell'azionista di maggioranza.

In conclusione, le grandi aspettative riposte nell'indipendenza sono state solamente in parte soddisfatte, la maggior parte degli studi economici non ha riscontrato un dato chiaramente positivo. Probabilmente il problema alla base è che per amministratori indipendenti, non vengono nominate persone realmente indipendenti da una data banca

o da persone che già siedono nel board di quella banca, ma si una la parola “indipendenza” per assicurare gli azionisti, quando in realtà tali persone indipendenti lo sono solo sulla carta. Oltre a ciò sono il loro compenso è di solito molto inferiore a quello degli executive, e quindi potrebbero anche essere meno motivati a svolgere il loro ruolo. Pertanto, anche a seguito delle ripetute crisi l’enfasi si sta spostando dal concetto di indipendenza a quello di competenza. Nonostante in pratica si possa ancora di molto migliorare il processo di scelta degli indipendenti, l’idea alla base era positiva e di sicuro ha avviato un processo di riforma dei board, da organo di gestione a organo di gestione e controllo. La diffusione del concetto di indipendenza in Europa, attraverso i codici di corporate governance, può essere visto come prova di convergenza dei regolamenti sui consigli di amministrazione, ma soprattutto a favore degli interessi degli azionisti.

Nel campione di dati da noi analizzato, la presenza di indipendenti è stata valutata in percentuale rispetto alla grandezza del board, in modo da avere una misura più omogenea. In media il 59% dei membri dei consigli è indipendente, ma se facciamo un’analisi più approfondita e quindi per Stato, dalla tabella sottostante si nota che i Paesi che utilizzano il sistema duale hanno una percentuale di indipendenza più elevata, ciò perché negli ultimi anni si è fortemente accentuato il requisito di indipendenza, rispetto a quello di non esecutività nei consigli di sorveglianza. A parte questo, dal campione analizzato, si evince come in maggioranza gli Stati analizzati abbiano adottato le raccomandazioni dell’Unione Europea e i relativi Codici.

Figura 3 percentuale di indipendenti per Stato



Fonte: Nostra elaborazione su dati

- **Presenza di Donne**

L'attenzione della policy europea sul tema della "diversità", è incentrata quasi interamente sulla diversità di genere, con alcuni cenni su nazionalità e competenze. Numerosi sono gli studi che analizzano la correlazione tra la presenza di donne e la performance, mostrando come per la maggior parte dei paesi europei la situazione sia insoddisfacente. Secondo uno studio condotto da Heidrick & Struggles⁵³ nel 2013, la proporzione di donne nei board è cresciuta dal 10% nel 2009 al 17% nel 2013. Mentre in un'analisi condotta da Reuters⁵⁴ nel 2013, è emerso che le società con Board misti tendono ad avere una relazione migliore con indici quali l'MSCI World, ovvero performance simile e in alcuni casi leggermente superiore; mentre le società che non hanno donne nel board mostrano una maggiore volatilità, dovuta ad una performance

⁵³ Heidrick & Struggles, Towards Dynamic Governance, 2014. Lo studio può essere consultato <http://www.heidrick.com>

⁵⁴ MINING THE METRICS OF BOARD DIVERSITY, ANDRÉ CHANAVAT AND KATHARINE RAMSDEN, THOMSON REUTERS.

inferiore rispetto all'altro campione. Il valore aggiunto apportato dalla presenza di donne è riscontrabile in più aree quali un cambiamento nella cultura decisionale, un differente approccio al rischio ed un *turnover* maggiore nei board.

Al riguardo, vi è una chiara tendenza di legificazione, anche se in alcuni Stati non sono stati imposti minimi regolamentari, come in Svezia e Polonia, in altri i Codici raccomandano target che possono essere applicati dalle società in base al principio del "*comply or explain*".

Tab. 6 Quote di Genere e Target nel 2013

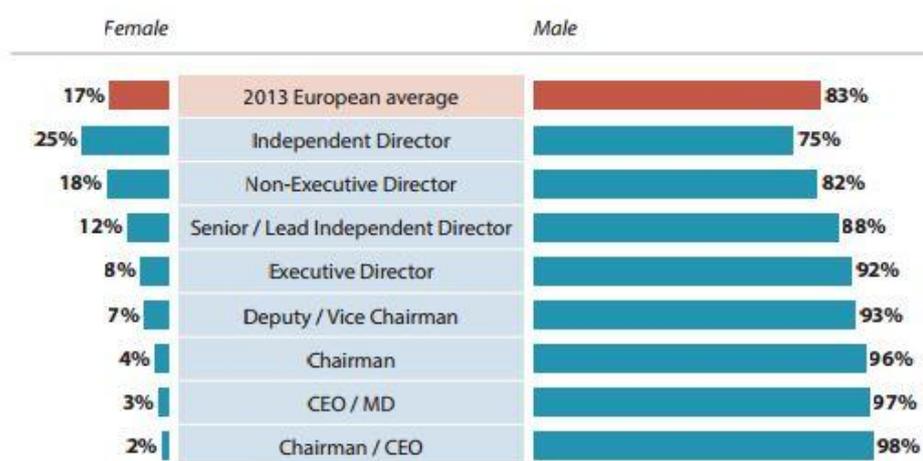
	Quota/Target	Expected Date	Current
France	40%	2017	25%
Norway	40%	2008	39%
Spain	40%	2015	13%
Belgium	33%	2017	15%
Netherlands	30%	2015	19%
United Kingdom	25%	2015	18%
Italy	20%	2013	11%

Fonte: riadattamento da Heidrick & Struggles , Towards Dynamic Governance, 2014 Lo studio può essere consultato <http://www.heidrick.com>

In seguito alla crisi finanziaria e alle susseguenti recessioni nei Paesi UE, sono emerse le conseguenze di una governance inadeguata nelle banche che ha sollevato seri interrogativi sulla tradizione di avere organi sociali omogenei in tutto il settore finanziario. Questo ha portato ad un attenta riflessione sull'importanza di avere prospettive e punti di vista diversi, specie in un settore come quello bancario altamente esposto al rischio di contagio. In particolare, nonostante la presenza di donne è in crescita, la rappresentanza nelle più alte cariche dirigenziali è scarsa se non quasi del tutto assente, tale fenomeno viene chiamato del *glass ceiling* (letteralmente soffitto di vetro), ovvero una barriera fatta di procedure, strutture, relazioni di potere, credenze o abitudini, che complicano ed ostacolano l'avanzamento della donna a posizioni direttive.

A tal riguardo uno studio del 1996 di Quack e Hancke⁵⁵ ha mostrato che la percentuale di donne tra i manager diminuisce all'aumentare del livello della carica manageriale, ed inoltre hanno evidenziato l'esistenza di un notevole divario tra la percentuale di donne impiegate in banca e la loro rappresentanza a livello dirigenziale, in particolare nel 1995 mentre la metà dei dipendenti bancari del campione analizzato era di sesso femminile, esse rappresentavano soltanto il 16% della forza manageriale. Ciò trova conferma anche nel campione da noi analizzato, e nel Report di Heidrick & Struggles, infatti analizzando la figura sottostante, che elenca le possibili cariche sociali dalla meno rilevante, in senso di potere attribuito a chi riveste tale carica, alla più rilevante ovvero quella del Presidente del consiglio di amministrazione o di amministratore delegato, si noterà a prima vista che nel caso delle donne tali valori sono in primo luogo decrescenti, infatti si passa da un 25% di donne che rivestono la carica di indipendenti ad un misero 2%, e secondariamente a prescindere dalla tipologia di incarico la percentuale di donne, anche nel caso di indipendenza, è un terzo rispetto a quella dell'altro sesso e tale valore si riduce drasticamente man mano che l'importanza della posizione cresce; mentre nel caso dell'uomo i risultati sono opposti, ovvero crescono in base all'importanza della carica ed inoltre la loro presenza nel board europei è dell'83% contro solo il 17% per le donne.

Figura 5: Ruolo in Base al Genere



Fonte: Heidrick & Struggles , Towards Dynamic Governance, 2014 Lo studio può essere consultato <http://www.heidrick.com>

⁵⁵ Quack S. e Hancké, B. (1997): "Women in decision-making in finance", European Commission and European Expert Network.

Appare necessario cercare delle motivazioni per spiegare tali risultati. Una prima possibile spiegazione, da me non condivisa, è che spesso il profilo ricercato per ricoprire la carica di consigliere necessita di esperienze passate o in altri consigli o in posizioni di rilievo nel mondo finanziario, e si ritiene che le donne solitamente prediligono aree come risorse umane o marketing e pertanto non sempre rappresentano un giusto fit rispetto al profilo ricercato per la carica di direttore, quindi la maggior parte delle donne viene esclusa dal pool di candidati a ricoprire tale posizione; Groysberg e Bell hanno scoperto che i membri del consiglio di sesso femminile in realtà avevano molta più esperienza operativa sul loro curriculum di membri del consiglio di sesso maschile, in media, ed hanno anche scoperto che la maggioranza dei membri del consiglio di sesso femminile ha riferito di aver cercato attivamente i loro posti nei board mentre lo stesso non era vero dei membri del Consiglio di sesso maschile. Un altro problema è rappresentato dai costi personali, ovvero il 90% degli uomini nei consigli è sposato contro il 72% delle donne, ed ancora tale percentuale scende al 64% se aggiungiamo la componente figli.

Per quanto riguarda possibili soluzioni per fronteggiare questo problema, ogni stato ha adottato misure diverse, tra le più efficaci ricordiamo:

- Stabilire una quota in modo rigoroso, come in Norvegia in cui è stato imposto il 40%;
- Stabilire una politica in cui le aziende senza donne nei loro consigli devono spiegarne il perché, come in Finlandia;
- Fornire incentivi governativi per promuovere le donne sul posto di lavoro, come il congedo di paternità o i tagli sulle tasse per assistenza all'infanzia, come in Svezia.

3.4.5 Età Media

L'età media dei direttori è un problema che si ricollega alla *tenure*, ovvero per quanto tempo lo stesso direttore rimane nel board, facendo sì che gli organi sociali non si rinnovino. Ci sono due filoni di pensiero principali al riguardo, chi vuole aggiungere

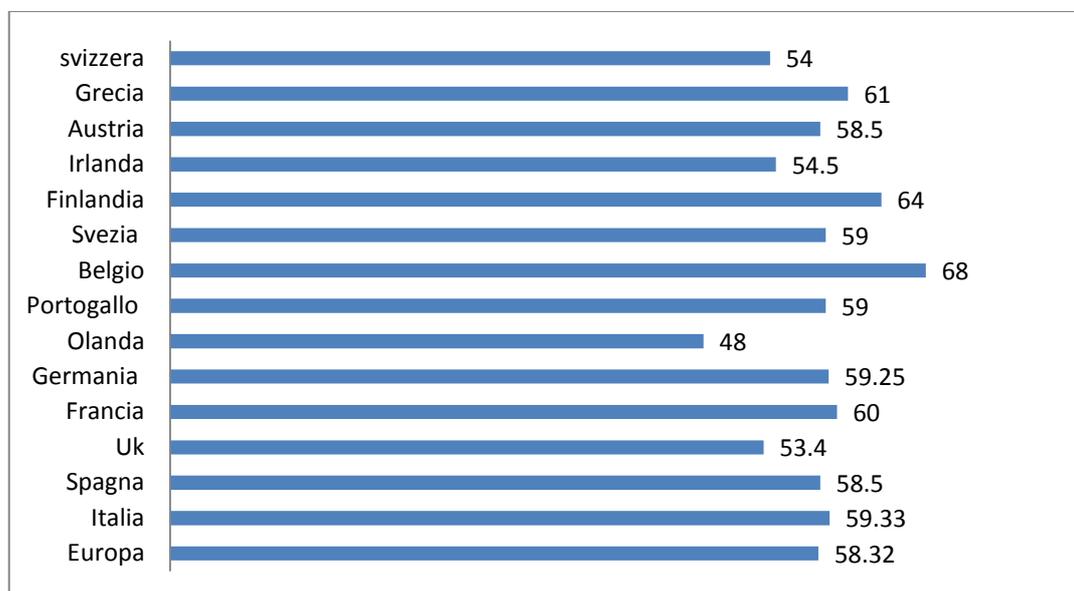
membri più giovani ai consigli e chi crede che l'esperienza, che è collegata con un'età più avanzata sia più importante. Nel nostro campione abbiamo raccolto dati sia sull'età dei Ceo e sia sull'età media del board, ottenendo una media di 58 anni per il primo e di 59 per i secondi. Dalla tabella sottostante emerge che il paese con un'età media nettamente inferiore agli altri è l'Olanda, mentre il resto dei dati appare molto omogeneo tra i 54 e i 64 anni. Dato il ruolo strategico ricoperto dal Ceo, tali risultati non ci sorprendono; ma se ci concentriamo su il nesso tra età e performance emergono da studi precedenti due punti di vista contrastanti su come l'età del Ceo possa influenzare le decisioni di investimento.

In primo luogo, Holmstrom⁵⁶ (1999) e Scharfstein e Stein⁵⁷ (1990) svilupparono un modello di apprendimento del mercato, che ha portato alla previsione che amministratori più giovani sono più avversi al rischio e, quindi, investono in modo meno aggressivo rispetto ai più anziani. In particolare, questi documenti sostengono che, poiché gli amministratori delegati più giovani non hanno a loro supporto esperienze passate di successo, sono sottoposti ad un maggiore scrutinio da parte del mercato, e di conseguenza se prendono una decisione di investimento sbagliata, questa potrebbe ridurre le loro possibilità di carriera future. Da ciò ne deriva che gli amministratori delegati più giovani sono riluttanti a perseguire una strategia di investimento aggressiva.

⁵⁶ Holmstrom, B. (1999). Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 169-182.

⁵⁷ Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*, 80(3), 465-479.

Figura 6: Età media Ceo



Fonte: Nostra elaborazione su dati

In secondo luogo, Prendergast e Stole⁵⁸ (1996) hanno sviluppato un modello di segnalazione manageriale, che conduce alla previsione che gli amministratori delegati più giovani prendono decisioni di investimento più audaci rispetto ai loro colleghi più anziani. Gli autori sostengono che, nel tentativo di segnalare al mercato la superiorità delle loro capacità, i CEO giovani perseguono uno stile di investimento più aggressivo. Al contrario, gli amministratori delegati più anziani sono riluttanti a cambiare strategia di investimento, in quanto ciò potrebbe segnalare al mercato che le loro decisioni precedenti erano errate. Di conseguenza, gli amministratori delegati più giovani perseguono uno stile di investimento più aggressivo rispetto allo stile di investimento dei CEO più anziani. A mio avviso il secondo modello appare più corretto, in quanto data l'anzianità sicuramente questi Ceo dispongono di una maggiore influenza all'interno di una banca o società, e

⁵⁸ Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134.

potranno permettersi di svolgere una vita relativamente più tranquilla che risulta in un livello di investimento minore rispetto alle controparti più giovani.

Per quanto riguarda l'età media dei board in generale i dati sono molto simili a quelli appena esposti ed il che fa emergere qualche preoccupazione, poiché per il Ceo potevamo accettare un'età media superiore ai 55 anni data l'importanza della carica, mentre per i consigli in generale, quindi executive e non executive insieme, ci aspettavamo una media minore, mentre nessun Paese ha consigli con età medie al di sotto dei 55 anni. E soprattutto in paesi quali Francia, Italia e Spagna la percentuale di over 70 è superiore al 10%, con il dato più critico rappresentato dall'Italia dove si arriva addirittura al 17%.

Figura 4: Età Media dei Board

	<i>up to 50</i>	<i>51 to 60</i>	<i>61 to 70</i>	<i>over 70</i>
2013 European average	20.1%	38.8%	33.8%	7.4%
Austria	30.5%	37.8%	28.0%	3.6%
Belgium	20.1%	36.8%	35.9%	7.3%
Denmark	29.1%	45.7%	23.5%	1.7%
Finland	18.9%	45.7%	34.1%	1.2%
France	14.9%	36.9%	38.0%	10.2%
Germany	23.5%	44.9%	25.7%	5.8%
Italy	21.1%	27.0%	34.7%	17.2%
Netherlands	13.6%	32.7%	47.1%	6.6%
Norway	25.2%	48.3%	24.5%	2.0%
Poland	48.6%	32.6%	16.6%	2.3%
Portugal	24.3%	43.7%	23.6%	8.5%
Spain	12.9%	32.6%	39.6%	14.9%
Sweden	18.6%	49.8%	27.7%	4.0%
Switzerland	10.0%	34.1%	52.1%	3.8%
United Kingdom	13.6%	32.7%	47.1%	6.6%

Fonte: Heidrick & Struggles , Towards Dynamic Governance, 2014 Lo studio può essere consultato <http://www.heidrick.com>

In conclusione, a mio avviso una delle possibili soluzioni per “ringiovanire” i consigli di amministrazione sarebbe quella di introdurre negli statuti sociali provvedimenti che stabiliscano un limite di età di massimo a 65 anni, salvo l’attribuzione di cariche onorarie; e anche l’imposizione di un limite massimo ai mandati o alla possibilità di essere rieletti per più di una volta, anche in considerazione del fatto che la *tenure*, e quindi la presenza di uno stesso amministratore nel consiglio per un determinato numero di anni va contro i requisiti di indipendenza.

3.4.6 La variabile di controllo: il Total Capital Ratio

Basilea 2 definisce come indicatore di adeguatezza del capitale di vigilanza Total Capital Ratio (conosciuto anche come Capital Adequacy Ratio o CAR): il rapporto tra il capitale da accantonare per far fronte alle tre tipologie di rischio (mercato, operativo e credito) e il totale delle attività, pesate per la loro rischiosità. Questo rapporto non deve essere inferiore al 10%. Per patrimonio di vigilanza si intende il patrimonio minimo che le banche devono detenere per tutelare i creditori della banca dagli effetti di perdite dovute a eventi rischiosi. Le tre tipologie di rischio sono così definite:

- il rischio di mercato è il rischio di perdite sostenute dalla banca e originate da variazioni sfavorevoli dei prezzi degli strumenti finanziari;
- il rischio operativo è il rischio di perdite derivanti da errori umani, problemi tecnici o di procedura;
- il rischio di credito è il rischio di perdite future su un credito per insolvenza del debitore, rischio di non recupero, rischio di esposizione o deterioramento della "qualità" del debitore.

La decisione di introdurre una variabile di controllo risiede nel fatto che, la performance di un istituto finanziario, in particolar modo se quotato è suscettibile ad una molteplicità di fattori.

3.5 Le variabili Dipendenti

Nell'arco degli ultimi dieci anni il sistema bancario ha sperimentato cambiamenti significativi, che hanno riguardato gli assetti proprietari, le configurazioni organizzative, la scala operativa, le tecniche di gestione dei rischi, gli incentivi al perseguimento dell'efficienza. Tali cambiamenti, comuni a molti paesi hanno notevolmente influenzato l'evoluzione della performance reddituale delle banche e dei gruppi bancari.

Pertanto le variabili dipendenti utilizzate per testare l'influenza della corporate governance sulla performance in questo studio sono: due indicatori di redditività volti a misurare la capacità della banca di generare reddito ovvero, il rendimento sul capitale netto (ROE) e il rendimento sugli attivi (ROA), in aggiunta si è deciso di utilizzare anche la capitalizzazione di mercato. Come variabile di controllo ho scelto di utilizzare il Total Capital Ratio. I dati in questo caso sono stati reperiti tramite Bloomberg.

ROE

Il ROE è una *profitability-accounting-based measure* molto diffusa. Il suo pregio è l'estrema semplicità di calcolo e la facilità di reperimento dei dati necessari. Il principale difetto, invece, risiede nella neutralità rispetto ai livelli di rischiosità: non è un indicatore risk-sensitive. Il ROE viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito dai soci. L'indicatore quindi, può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali.⁵⁹

Il rendimento del capitale netto (ROE), che rappresenta l'indice di redditività del capitale proprio in percentuale è calcolato come: il reddito (perdite) netto degli ultimi 12 mesi

⁵⁹ www.borsaitaliana.it

meno i dividendi preferred cash degli ultimi 12 mesi, diviso per la media delle azioni ordinarie totali moltiplicato per 100.

Dove le azioni ordinarie sono calcolate come segue:

$$\text{Azioni ordinarie totali} = \text{Capitale azionario} + \text{Sovrapprezzo azioni} + \text{Utili non distribuiti}$$

$$\text{Sovrapprezzo azioni} = \text{Premio azione}$$

La media è quella del saldo iniziale e finale. Il ROE non è calcolato se il numero di azioni ordinarie iniziali o finali è negativo.

ROA

Il Return on Average Assets, riflette il grado di efficienza con il quale la banca utilizza le proprie attività per generare reddito; il principale difetto di tale misura è che è influenzata da problemi associati alla leva finanziaria e alle aliquote fiscali.

È calcolato come segue:

$$\text{Roa} = \frac{[\text{Reddito(perdite)ultimi 12 mesi} - \text{dividendi preferred totali cash ultimi 12 mesi}]}{\text{Attivi medi}} * 100$$

I valori degli ultimi 12 mesi sono calcolati in base agli ultimi quattro trimestri.

Capitalizzazione di Mercato

Per capitalizzazione di mercato si intende il valore di mercato delle azioni di una società ed è calcolato come segue:

$$\text{Cap. M.} = \text{Prezzo di chiusura alla data finale del periodo fiscale}$$

$$* \text{Azioni in circolazione alla data finale del periodo}$$

tale valore può essere diverso, anche di molto, dal valore nominale. Questo dato, nel caso di società quotate in borsa, viene associato al grado di liquidità di un titolo, dato che la

maggior parte degli indici azionari attribuiscono un peso maggiore alle società con maggiore capitalizzazione.

3.6 Analisi e Discussione

L'analisi è condotta attraverso lo sviluppo di tre modelli di regressione di tipo panel multivariata (OLS), nel primo e nel secondo modello si indaga l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra le variabili indipendenti e indicatori di redditività della banca, il ROE e il ROA. Infine, l'ultimo modello vuole provare l'esistenza di una relazione significativa tra suddette variabili e la capitalizzazione di mercato, alla base di tale ultimo modello giace l'assunzione che istituti bancari più grandi siano dotati di un governo societario più influente. In ultima istanza, onde evitare problemi di endogeneità si ripetono le stesse analisi utilizzando indicatori di performance susseguenti alle misure di governance, poiché i meccanismi di governance potrebbero essere usati al fine di segnalare al mercato la migliore performance rispetto ad altre banche. Il modello di regressione multivariata è stato scelto in quanto vi è più di una variabile indipendente che spiega la varianza delle dipendenti, a ciascun predittore di governance è associato un coefficiente e la variabile dipendente è predetta attraverso una combinazione di tutte le variabili moltiplicate per i rispettivi coefficienti più un termine residuo, come segue:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n + \varepsilon_i$$

Dove y è la variabile di output, b_1 si riferisce al coefficiente del primo predittore (x_1), b_2 rappresenta il coefficiente del secondo predittore (x_2) e b_n dell' n -esimo predittore; mentre ε_i è il termine d'errore ovvero la differenza tra il valore predetto e quello osservato. Geometricamente tale relazione asimmetrica corrisponde ad un iperpiano a k dimensioni.

Nel dettaglio in modello è espresso come segue:

$$Y_{ik} = \beta_1 BRD_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 WOM_{it} + \beta_4 RIU_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 DUALITY_{it} + \beta_7 TCR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dove i identifica le singole osservazioni del campione, Y_{ik} è la misura di performance espressa tramite le k variabili indipendenti e β_1, β_2, \dots sono i parametri da stimare attraverso il modello, mentre t denota l'istante temporale.

3.6.1 Analisi Descrittiva

La tabella sottostante fornisce statistiche descrittive per le rispettive variabili. Delle banche analizzate, la media della dimensione del board è circa 15, suggerendo che le banche in Europa hanno board di grandezza relativamente elevata; con un massimo è di 23 ed una deviazione standard pari a 3.76, ciò implica che tale fattore è disperso tra gli istituti analizzati. Questo rappresenta, secondo Jensen (1993) e Lipton & Lorsch (1992), un impatto negativo per la performance, infatti tali autori sostengono che grandi board portano a risultati meno efficienti in termini di risultati. La deviazione standard è ancora più significativa quando si analizza l'indipendenza che varia da un minimo di 3 ad un massimo di 21. Risultato decisamente negativo è quello sulla presenza di quote rosa nei board che è simile per tutto il campione con una media di circa 3 donne per consiglio. Di contro, solo il 12% delle banche assegna ad un'unica persona il ruolo di Ceo e Chairman, ciò sta ad indicare che la maggioranza degli istituti si sta adattando alle prassi internazionali che incitano alla separazione dei ruoli onde evitare concentrazione di potere e conflitti di interesse. I board meeting indicano che in media nel 2013 si sono tenute 14 riunioni, questo valore fornisce informazioni utili circa il monitoraggio e la sorveglianza delle operazioni fatte dalle banche da parte dei consigli. Mentre per quanto riguarda l'età del Ceo si varia da un minimo di 42 ad un massimo di 72.

In media, la maggior parte delle banche sembra non avere ottimi risultati in termini di Roe con un ritorno medio pari allo 0.03%. Con un massimo pari al 33%, il ritorno minimo si attesta a -68%, tale dato è tipico di un solo istituto, pertanto lo potremmo identificare

come un *outlier* in quanto anche in casi di ROE negativi i valori medi sono attorno al -25%, e pertanto di molto inferiori rispetto al minimo. Il ROA invece varia in un intervallo compreso tra $\pm 4\%$ con una deviazione standard minima dell'1%.

Se guardiamo la curtosi, si evince che gli indicatori di performance e la variabile di controllo sono tutti leptocurtici, mentre le altre variabili mostrano una distribuzione pressoché normale.

Tabella 7 - statistiche descrittive delle variabili dipendenti e indipendenti

Variabile	Max	Min	Media	Mediana	Dev. Std	Curtosi
ROE	0.33	-0.68	0.0003	0.03	0.16	6.56
ROA	0.04	-0.04	0.002	0.002	0.01	6.15
MCAP	149849.70	107.40	21831.59	7955.80	29376.55	6.45
BRD	23	8	14.69	14	3.76	-0.22
IND	21	3	8.69	8	4.33	0.6
WOM	7	0	2.63	2.5	1.57	0.33
RIU	34	4	14.3	13	6.95	0.52
AGE	76	42	58.32	57	7.66	-0.31
ONE TIER	1	0	0.75	1	0.44	-0.61
TWO TIER	1	0	0.25	0	0.44	-0.61
DUALITY	1	0	0.88	1	0.33	3.63
TCR	0.34	0.08	0.16	0.16	0.04	4.7

Fonte: nostra elaborazione su dati

3.6.2 Correlazione tra variabili

Per valutare la correlazione tra variabili indipendenti di governance tra loro, e con le variabili di profitto ho usato la matrice di correlazione di Pearson esposta di seguito nella tabella n.8. Lo scopo di tale matrice è quello di analizzare l'esistenza di una relazione di tipo bivariato tra due variabili, e si differenzia dalla regressione in quanto la prima è una metodologia simmetrica in cui si considerano le variabili X e Y sullo stesso piano causale, mentre la seconda appartiene alla categoria dei metodi asimmetrici ovvero in cui si studia una relazione di tipo "causa ed effetto" tra le variabili. Il coefficiente di correlazione lineare varia tra -1 e +1, dove il segno positivo indica che le due variabili aumentano o

diminuiscono assieme, mentre il segno negativo indica che all'aumentare di una, l'altra diminuisce. Tale relazione diventa più forte, più ci si avvicina agli estremi ed è calcolata come segue:

$$r = \frac{Cov_{XY}}{S_X S_Y}$$

Dove:

- Cov_{XY} : è la covarianza tra X e Y;
- $S_X; S_Y$: è la deviazione standard rispettivamente di X e Y.

Una volta calcolate le correlazioni, un secondo step consiste nel controllare la significatività di r coefficienti dal valore della statistica test, ovvero dato un $\alpha=0.05$ o $\alpha=0.01$ si controlla in base ai gradi di libertà che $t\text{-calcolato} > t\text{-tabulato}$ e che il $p\text{-value} < 0.05$. Quindi, si potrà concludere se il coefficiente R di Pearson è statisticamente significativo.

Tabella 8 - Matrice di Correlazione di Pearson

	MCAP	ROE	ROA	TCR	BRD	IND	WOM	RIU	AGE	DUALITY	ONETIER	TWOTIER
MCAP	1											
ROE	0.089	1										
ROA	-0.035	0.971*	1									
TCR	0.154	0.345	0.453	1								
BRD	0.037	-0.235	-0.167	-0.239	1							
IND	0.294**	-0.081	-0.185	0.024	0.024	1						
WOM	0.305**	-0.075	-0.144	-0.104	0.504	0.406	1					
RIU	-0.317	-0.361	-0.193	-0.284	0.050	-0.001	0.0002**	1				
AGE	-0.226	-0.096	-0.050	-0.420**	0.229	-0.226*	-0.085	0.035	1			
DUALITY	-0.033	-0.047	0.039	0.128	-0.015	-0.145	0.030	0.094*	-0.152	1		
ONETIER	0.033	-0.088	0.045	-0.202	-0.191	-0.615*	-0.295	0.008	0.237	0.073	1	
TWOTIER	-0.033	0.088	-0.045	0.202	0.191	0.615*	0.295	-0.008	-0.237	-0.073	-1**	1

** la correlazione è significativa allo 0.01 (test bidirezionale); * la correlazione è significativa allo 0.05 (test bidirezionale)

Fonte: nostra elaborazione su dati

La capitalizzazione di mercato è positivamente e significativamente correlata sia con la presenza di donne che con il numero di indipendenti, questo sta a indicare che all'aumentare del valore di mercato di una banca, che ho utilizzato per rifletterne la dimensione, entrambi questi fattori aumentano. Da questa circostanza, potrebbe sorgere un problema di endogeneità ovvero l'adozione di efficaci meccanismi di governo

societario possono dipendere dalle buone condizioni di redditività delle banche, piuttosto che esserne la causa. Le due variabili di performance ROE e ROA non presentano correlazione significativa con le variabili di governance.

Inoltre, ci sono correlazioni significative tra le variabili indipendenti e tra le dipendenti ad sia ad un livello del 1% che del 5%, quali quella tra il ROE e il ROA, così come tra il numero di riunioni e la Ceo-Chairman Duality, tra il numero di donne e riunioni svolte seppure con un valore decisamente minimo, ma comunque non da trascurare, ed infine tra la presenza di indipendenti e la struttura adottata, ma in questo caso dobbiamo fare una precisazione in quanto si ha correlazione positiva con i modelli two tier, mentre la stessa è negativa nei confronti dei one tier; tale dato non ci sorprende in quanto nelle banche che si avvalgono del dualistico spesso tutti i membri o comunque più della maggioranza sono indipendenti.

3.6.3 Analisi di Regressione

Con riferimento all'analisi di regressione, sia la prima ipotesi che la seconda risultano solo parzialmente confermate. In particolare, di seguito saranno esposte le tabelle che sintetizzano i risultati del modello econometrico, e ci soffermeremo ad analizzare alcune misure che ci permettono di comprendere se il modello è significativo o meno. Le varie regressioni sono state calcolate attraverso il metodo *stepwise*, attraverso criteri matematici, secondo cui l'equazione di regressione è continuamente modificata, eliminando dal modello i predittori che soddisfano il criterio di rimozione e rivalutando i restanti. Di conseguenza, si ottiene una combinazione lineare di predittori correlati al massimo con ciascuna variabile dipendente. Nel dettaglio, la proporzione di variabilità totale spiegata da modello è indicata dal coefficiente di determinazione (*R squared*), che misura l'adattabilità del modello ai dati osservati. Oltre a calcolare tale coefficiente, calcoliamo l'*Adjusted R-Squared*, che indica quanta variabilità della variabile dipendente sarebbe spiegata se il modello fosse stato derivato dalla popolazione da cui è stato prelevato il campione, secondo alcuni statistici è più preciso rispetto all'*R-squared* per definire la bontà del modello o *godness of fit* in quanto tiene conto del numero di

predittori utilizzati. Per quanto concerne la tabella dei coefficienti, il t-test è usato per misurare se i predittori contribuiscono in modo significativo, ed infine i Beta calcolati si riferiscono alla relazione negative o positiva tra i predittori e il rispettivo outcome. La statistica F ci indica se il modello è da scartare nella sua interezza, oppure se può essere ritenuto valido. Mentre se ci chiedessimo quale tra le variabili considerate influisce maggiormente sulla variabile dipendente, potremmo confrontare i valori dei regressori beta, dopo averli standardizzati.

- **Risultati – ROA**

Tab. 9 Variabile dipendente: ROA

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	
BRD	-0.72136	0.32012	-2.253	0.0261	*
WOM	1.95453	0.8899	1.296	0.03	*
IND	-0.2174	0.29125	-0.075	0.9406	
RIU	-0.5369	0.26913	1.995	0.0483	*
AGE	0.41393	0.18716	-2.212	0.289	*
TCR	3.44616	1.89961	1.814	0.0722	.
Weighted Statistics					
R-squared	0.155		p-value	0.002375	
Adjusted R-squared	0.1124				
SE of Regression	0.9424				
F Statistic	3.68				
livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 ''			
	0.001 '**'	0.1 ''			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-5.6574	-0.3258	0.1667	0.4802	2.0135

Fonte: nostra elaborazione su dati

La tabella sovrastante mostra i risultati della regressione di tipo panel tra il Roa e le variabili di governance. I risultati sono statisticamente significativi, con un p-value inferiore a 0.05, e con F-statistic maggiore dell'F-tabulato, pertanto rifiutiamo l'ipotesi nulla che il modello sia da scartare nella sua interezza, tuttavia riesce a spiegare solo il 16% della variabilità della performance della banca, probabilmente poiché il ROA è influenzato da una molteplicità di fattori soprattutto di natura finanziaria. Quanto alla relazione tra governance e il ROA, le ipotesi di ricerca sono parzialmente confermate, poiché solo per alcune variabili di governance è possibile osservare valori statisticamente significativi al 5%: in particolare è presente una significativa relazione di dipendenza con il numero di membri dei board, il numero delle riunioni, la presenza di donne e l'età del Ceo. Inoltre è presente una relazione statisticamente significativa anche nei confronti della variabile di controllo, ma tale risultato non sorprende infatti il total capital ratio influenza positivamente la performance delle banche.

In riferimento alla numerosità dei board è presente una relazione di tipo inverso, al crescere della dimensione del board, decresce la performance della banca. Tale risultato è in accordo con quanto è stato descritto nei paragrafi precedenti e con parte della letteratura, Jensen (1993), Lipton & Lorsch (1992), Yermack (1996). La numerosità del board probabilmente è una delle variabili di governance più discusse e a cui è più difficile trovare una risposta che si adatti ad ogni banca, tuttavia come dimostra il modello un'elevata dimensione del board può causare problemi di coordinamento e aumento della tempistica decisionale. La seconda variabile significativa è la percentuale di donne nei board che presenta una relazione non negativa nei confronti della misura di performance qui analizzata. Dato che la parità di genere nei Cda è un argomento recente, in particolare a livello legislativo l'innalzamento della percentuale di donne è avvenuto solo quest'anno in Europa, seppure alcuni Stati avevano già adottato misure a tal proposito, pertanto non è presente una estesa letteratura al riguardo, nonostante ciò si ritiene che la presenza di donne apporti benefici in termini di diversità di idee e/o approccio al rischio. Ed infine è presente una relazione significativa, positiva la prima e negativa la seconda, con la variabile età e con il numero di riunioni, anche se la

dimensione del coefficiente è molto ridotta. Attraverso l'analisi dei beta emerge che la variabile che influenza di più è la numerosità del board, mentre l'analisi dei residui, per valutare la bontà di adattamento, mostra una media prossima allo zero (mean(e) 0.002917555). Inoltre, per verificare la robustezza del modello, si procede alla verifica della presenza di multicollinearità, tramite cui possiamo escludere problemi di collinearità.

- **Risultati – ROE**

Tab. 10 Variabile dipendente: ROE

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	
(intercetta)	91.025	37.978	2.397	0.018082	*
BRD	-15.38	4.126	-3.728	0.000296	***
WOM	27.003	11.478	2.353	0.020269	*
IND	-4.257	4.021	-1.059	0.291835	
AGE	-7.341	9.031	-0.813	0.417909	
RIU	-8.398	2.541	-3.305	0.001254	**
Weighted Statistics					
R-squared	0.2324		p-value	5.62E-06	
Adjusted R-squared	0.2004				
SE of Regression	12.22				
F Statistic	7.266				
livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 '.'			
	0.001 '**'	0.1 ''			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-31.081	-5.774	2.356	6.345	32.985

Fonte: nostra elaborazione su dati

I risultati ottenuti con la seconda analisi di regressione confermano una relazione statisticamente significativa tra il Roe e le variabili di governance. In particolare il p-value è di molto inferiore al valore soglia di 0.05 e l' F-statistic è di molto superiore all' F-tabulato, pertanto rifiutiamo l'ipotesi nulla che il modello sia da scartare nella sua

interessa, ed in questo caso il modello riesce a spiegare il 23% della variabilità della performance. Anche in questo caso le ipotesi di ricerca sono parzialmente confermate, nel dettaglio la dimensione del board e la presenza di donne hanno un impatto positivo e significativo, e quindi determinano un effetto positivo, nei confronti del ROE, mentre il numero di riunioni mostra una relazione negativa. Risultato particolarmente importante è la relazione di dipendenza nei confronti della numerosità dei board che presenta una significatività all'0.1%, tale legame che era presente anche nell'analisi condotta in precedenza, va a rafforzare la nostra ipotesi di inefficienza nei board di grandi dimensioni, inefficienza che può causare problemi nell'organizzazione, comunicazione e partecipazione causando controlli minori e diminuendo la performance complessiva. A sostegno della nostra ipotesi abbiamo numerosi studiosi quali, Judge e Zeithaml⁶⁰, 1992, Yermack, 1996, Golden e Zajac⁶¹, 2001, giusto per citarne alcuni. Di contro autori come Pearce e Zahra⁶², 1992, sostengono che Cda più grandi svolgono un ruolo di monitoraggio più efficiente, anche perché la banca può assumere direttori dotati di particolari capacità ed esperienza. In conclusione, come già detto prima e dimostrato anche dall'analisi l'elevata numerosità comporta problemi di coordinamento, ma con ciò non si vuole affermare che esiste un numero assoluto per ogni Consiglio, anche perché come dimostrato da Adams e Mehran (2003), Hayes et al.⁶³ (2004) banche di dimensioni molto grandi o gruppi bancari hanno in media consigli di amministrazione più grandi.

Così come prima esiste una relazione di tipo positivo tra la presenza di donne e la performance, per cui valgono le stesse considerazioni fatte in precedenza, ovvero che la maggiore presenza femminile, può apportare benefici ai board, grazie alla variabilità di *skills* che si andrebbero ad aggiungere a quelle già presenti nei board, così come trovato

⁶⁰ Judge, W.Q., and Zeithaml, C.P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, Vol. 35(4), 76- 94.

⁶¹ Golden, B.R., and Zajac, E.J. (2001), When will boards influence strategy? Inclination of power in strategic change, *Strategic Management Journal*, 22, 1087–1111.

⁶² Pearce, J.H., and Zahra, S.A. (1992), Board Composition from a Strategic Contingency Perspective, *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.

⁶³ Hayes, R., Mehran, H., and Schaefer, S. (2004), Board Committee Structures, Ownership and Firm Performance, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York and University of Chicago.

anche da studi condotti da Erhardt, Werbel e Schrader, 2003; Carter, Simkins, e Simpson, 2003; Carter, Souza, Simkins, e Simpson, 2010.

Infine, attraverso l'analisi dei beta emerge che la variabile che influenza di più è la appunto la presenza di donne, e si esclude la presenza di collinearità verificata attraverso il *Variance Inflation Factor*⁶⁴ (VIF) che presenta valori molto bassi.

- **Risultati – Capitalizzazione di Mercato**

Tab. 11 Variabile dipendente: Capitalizzazione di mercato

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	Colonna11
ONE	18500	5050	0.64	0.000357	***
DUALITY	3714	5808	2.001	0.523684	
BRD	15455	7723	5.121	0.047695	*
WOM	104156	20339	5.66	1.21E-06	***
IND	39713	7016	-2.598	1.10E-07	***
AGE	-17244	6637	-1.86	0.010574	*
RIU	-8528	4586	2.36	0.065419	.
TCR	105889	44859		0.019905	*
Weighted Statistics					
R-squared	0.5928		p-value	< 2.2e-16	
Adjusted R-squared	0.565				
SE of Regression	21480				
F Statistic	21.29				
livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 ''			
	0.001 '**'	0.1 ''			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-33680	-14429	-1226	8240	96580

Fonte: nostra elaborazione su dati

⁶⁴ Il *Variance Inflation Factor* (VIF) rappresenta il reciproco della tolleranza ovvero, $VIF_i = 1/T_i = 1/(1-R^2_i)$. Valori bassi del VIF indicano bassa collinearità, solitamente sono indicativi di forte collinearità valori tra 5 e 10.

Passando all'analisi dell'ultima regressione, si noterà ancora una volta una relazione fortemente significativa tra la variabile dipendente, la capitalizzazione di mercato, e le variabili di governance. Tale modello ci consente di accettare la nostra seconda ipotesi di ricerca (H_2), in cui supponevamo la presenza di una dipendenza tra struttura e organizzazione dei board e dimensione delle banche. In particolare il p-value presenta ancora una volta un valore bassissimo, pertanto la varianza spiegata complessivamente dai predittori è significativa; ed allo stesso tempo possiamo accettare il modello nella sua interezza dato un F-statistic pari a 21.29 ($>F$ -tabulato). Il valore di R^2 indica che il modello riesce a spiegare più della metà della variabilità della performance ($R^2=59\%$).

Quanto alla relazione con le variabili di governance il modello mostra un relazione statisticamente significativa con: la dimensione del board, la presenza di donne, la percentuale di indipendenti, l'età del Ceo e con la variabile di controllo. In particolare la relazione di dipendenza della misura di performance rispetto alla variabile "WOM" è diretta e consente di cogliere l'influenza positiva del genere femminile sui lavori del board. Oltre a tale variabile anche la percentuale di indipendenti in questo caso ha una significatività all'1%. L'indipendenza a mio avviso è uno di quei fattori che può soffrire del problema di endogeneità, in quanto negli ultimi anni sia i regolatori che le *best practices* di mercato hanno enfatizzato l'indipendenza nei board. Infatti, dalla nostra analisi condotta in precedenza su questa variabile emerge che l'indipendenza dei non-executive-director è una pratica di governance comunemente raccomandata. Tuttavia, in varie ricerche in ambito bancario, i risultati sull'efficienza dei direttori indipendenti sono misti, in alcune analisi empiriche condotte nell'ultimo decennio non emerge alcuna relazione significativa tra la proporzione di indipendenti e la performance delle banche (Romano et al.⁶⁵, 2012; Love e Rachinsky⁶⁶, 2007; Simpson e Gleason⁶⁷, 1999), mentre la maggior parte degli studi mostra una relazione positiva tra queste due variabili evidenziando come

⁶⁵ Romano G., Ferretti P., Quirici M.C. (2012), Corporate Governance and Efficiency of Italian Bank Holding Companies during the financial crisis: an empirical analysis.

⁶⁶ Love I. e Rachinsky A., (2007), Corporate Governance, Ownership and Bank Performance in Emerging Markets, Working Paper.

⁶⁷ Simpson W.G., Gleason A.E. (1999), Boars Structure, ownership, and financial distress in banking firms, International Review of Economics and Finance, 8.

consigli con più indipendenti operano meglio degli altri (De Andres e Vallelado⁶⁸, 2008; Sierra et al., 2006).

Mentre al contrario dei casi precedenti la relazione con la numerosità del board è positiva andando solo in parte contro le nostre ipotesi, ed in raccordo con i risultati trovati da Adams e Mehran⁶⁹ (2003) e Hayes et al. (2004), che hanno svolto un'analisi sulle banche americane concludendo che i gruppi bancari statunitensi o le banche di dimensione maggiore hanno board più numerosi. La loro conclusione quindi, ci porta a ipotizzare che è presente una relazione non negativa con questa variabile solo nel caso in cui la misura di performance è rappresentata dalla capitalizzazione di mercato, che appunto riflette le dimensioni di una banca attribuitagli dal mercato. Ancora una volta dall'analisi dei beta emerge che il contributo maggiore è fornito da questa variabile, ed il risultato del test di collinearità consente di escludere problemi di collinearità tra le variabili.

1.7 Risultati

Il presente lavoro ha inteso analizzare empiricamente, se e in che misura, esiste una relazione tra i meccanismi di governance dei principali gruppi bancari europei e la loro performance, concentrandosi sulla struttura e sulla composizione dei board. Lo studio è stato condotto su un campione di 48 banche europee attraverso il software di analisi dei dati R studio che ha consentito lo sviluppo di statistiche descrittive quali media, deviazione standard, massimo e minimo in modo da avere informazioni sulle caratteristiche delle banche in relazione alla corporate governance e alla performance. La matrice di correlazione di Pearson mostra l'esistenza di correlazione tra numerose variabili. Si è voluto investigare la relazione tra, e di conseguenza l'effetto di, variabili di corporate governance interne (quali struttura del board, indipendenza, presenza di

⁶⁸ De Andres P., Vallelado E. (2008), Corporate Governance in Banking: the role of the board of directors, Journal of Banking and Finance, 32.

⁶⁹ Adams, R., Mehran, H., (2003). Is Corporate Governance different for Banking Holding Companies?, FRBNY Economic Policy Review, April.

donne, età del Ceo) e profittabilità delle banche misurata con il ROE, ROA e capitalizzazione di mercato, con regressioni multivariate di tipo panel.

Tab. 12 - sintesi dei risultati

Variabili	ROA	ROE	M. CAP.
Dimensione del baord	–	–	+
Percentuale donne	+	+	+
Percentuale indep.	/	/	+
Età del Ceo	+	/	–
Numero di riunioni	–	–	–
One tier	n/a	n/a	+
Duality	n/a	n/a	/
Total Capital Ratio	+	n/a	+

Fonte: nostra elaborazione su dati

Con la tabella sovrastante si mettono in luce i principali risultati, o meglio si evidenzia l'effetto che ogni variabile ha sulla performance: positivo, negativo o negativo ma in misura talmente ridotta da non essere statisticamente significativo mentre "n/a" sta a indicare l'assenza di determinate variabili nella retta di regressione calcolata con il metodo *stepwise*.

Si è constatato che il predittore, percentuale di donne, ha un effetto positivo e significativo su tutte e tre le variabili dipendenti, supportando la nostra ipotesi che una banca in cui il consiglio di amministrazione è ben rappresentato dal genere femminile opera più efficientemente e migliora i risultati economici. Dato che la presenza di donne nei board è ancora marginale, i nostri risultati suggeriscono che il contributo da loro apportato è rilevante e che la diversità di genere può contribuire ad una varietà di competenze, skills, e relazioni utili a migliorare la performance finanziaria. Constatato che le quote rosa hanno un impatto positivo sulla performance, e ciò è innegabile in quanto statisticamente dimostrato da numerosi studi oltre questo, è nell'interesse delle banche integrare i loro consigli con donne e quindi, non credo che sia necessario arrivare ad imporne una percentuale per garantire la parità dei sessi nei consigli o per invogliare gli shareholder a presentare candidati donne al posto di uomini, tuttavia la maggior parte dei paesi europei sta imponendo delle percentuali per sconfiggere il *glass ceiling*, la mia

speranza è che una volta ci si renda conto dell'importante contributo fornito dalle donne non saranno più necessari strumenti legislativi per la loro elezione nei board.

È stato inoltre constatato che la dimensione del board, misurata attraverso il logaritmo naturale del numero di componenti di ogni board del campione, presenta una relazione inversa nei confronti delle misure di profittabilità, mentre una relazione positiva con la capitalizzazione di mercato. Da tali risultati contrastanti si è concluso che per determinare la dimensione ottimale del board è necessario un trade-off tra vantaggi (maggiore monitoraggio) e svantaggi (problemi di coordinamento), e che quindi la credenza comune che una dimensione vada bene per tutti nei consigli è da escludere, ciò è vero in particolare per il settore bancario caratterizzato da specificità diverse rispetto alle altre industrie. L'evidenza empirica mostra che la riduzione dei membri non è auspicabile, soprattutto nei casi dei gruppi bancari. Per quanto concerne la variabile, percentuale di indipendenti, non si è riscontrata nessuna relazione significativa con gli indicatori di profittabilità, mentre è presente una relazione positiva nei confronti della capitalizzazione di mercato, anche se tale dato potrebbe essere soggetto al problema di endogeneità, ovvero l'adozione di un maggior numero di indipendenti può essere collegato alla maggiore capitalizzazione di una banca e quindi essere questa la causa di tale pratica di governance, al fine di segnalare la condizione di efficienza e la stabilità gestionale. Pertanto l'evidenza empirica, ci trova solo parzialmente in accordo con una raccomandazione particolarmente enfatizzata nei codici di governance, ovvero la nomina della maggioranza di indipendenti nei board; ma come si è sostenuto nella descrizione di tale caratteristica, si ritiene importante il requisito di indipendenza in se per se più che la numerosità di direttori in possesso di ciò; in quanto alcuni pregi sono innegabili quali la riduzione di conflitti di interesse tra tutti gli *stakeholder* e lo svolgimento della funzione di monitoraggio e consulenza in modo più efficiente. Tuttavia, la maggioranza di membri indipendenti va incontro a dei limiti così come evidenziato nei nostri risultati, ovvero andrebbe ricercata una combinazione ottimale tra membri esecutivi e non più che sostenere che sia una buona prassi avere la maggioranza di indipendenti in un consiglio. Infine, per quanto riguarda le altre variabili analizzate ovvero l'età del Ceo, la Ceo duality

non si è riscontrata alcuna significatività, mentre si è rilevata una relazione negativa tra le misure di performance e il logaritmo del numero di riunioni, ma la dimensione del coefficiente è molto ridotta.

La parte empirica di questo studio è giunta alla conclusione che è impossibile determinare la superiorità di Una struttura di governance rispetto ad un'altra, così come condiviso dalla maggioranza degli altri studi accademici. Ciò nonostante, mettendo in luce le principali caratteristiche e pro e contro di entrambi si nota la presenza di argomenti validi a sostegno dei due sistemi. Alla luce di ciò mi propongo di illustrare brevemente miglioramenti che potrebbero migliorare sia l'uno che l'altro modello.

In relazione al two-tier system, già negli ultimi anni a seguito della complessa situazione economica, caratterizzata da gruppi bancari di dimensione crescente e sempre più internazionali, il ruolo del supervisory board è passato da una funzione meramente onoraria ad una di maggiore controllo sul management. È possibile compiere ancora i seguenti miglioramenti:

- Rafforzare il ruolo del Presidente, l'unico con due voti, poiché è l'unico che intrattiene rapporti con il management più frequentemente, motivo per cui sarebbe preferibile che fosse indipendente, e che fosse stabilito un limite massimo al suo mandato;
- Incrementare la frequenza delle riunioni;
- Introdurre comitati controllo e rischi, nomine e remunerazione, in particolare per i gruppi bancari di notevoli dimensioni poiché si garantirebbe maggiore flessibilità nell'organizzazione e nello svolgimento delle riunioni, poiché i comitati sono sicuramente di dimensione inferiore al board;
- Rafforzare la facoltà degli azionisti di intraprendere azioni legali nei confronti dei consiglieri di sorveglianza;

- Incrementare il coinvolgimento dell'organo di supervisione nelle decisioni prese dal management.

Per quanto riguarda il monistico, alcune considerazioni effettuate per il duale trovano applicazione anche qui e quindi non necessitano di essere ripetute, quale ad esempio l'introduzione dei comitati.

Oltre a questo:

- Incrementare la frequenza e la durata delle riunioni;
- Avere un numero di direttori indipendenti adeguato alla dimensione della banca.

Con tale lavoro, si è inteso fornire un modello econometrico in grado di valutare l'effetto della governance sulla performance bancaria, in un periodo recente, tra il 2011 e il 2013. I risultati ottenuti possono rappresentare un contributo interessante alle ricerche in tema di governance bancaria, ed essere un punto di partenza per condurre analisi su un campione più ampio, includendo anche banche non quotate. Inoltre, sarebbe interessante estendere l'analisi ad altre variabili di governance escluse prima tra tutte la remunerazione, ma anche la composizione dei comitati.

Conclusioni

Il presente lavoro è incentrato sul tema del governo societario delle banche e sui meccanismi di governance che dovrebbero contribuire ad una migliore performance dell'impresa bancaria. A seguito dei numerosi scandali finanziari degli ultimi anni, il tema della governance ha assunto una rilevanza non trascurabile quale meccanismo preposto ad evitare conflitti di interesse tra gli organi di governo e gli azionisti. Accanto a tale esigenza, le Autorità di vigilanza e le principali organizzazioni internazionali hanno investigato le caratteristiche e le esigenze molteplici emanando raccomandazioni, codici, e *best practices*.

In questo contesto complesso, articolato, dinamico, evolutivo è emerso, fondamentalmente nell'ultimo decennio, che alla corporate governance è demandato di rendere l'impresa più trasparente, più idonea a fornire informazioni adeguate, in grado di gestire i problemi di responsabilità d'impresa, da quelli societari a quelli sociali. In altre parole, racchiude le problematiche complesse di "buon funzionamento" di una banca e, quindi, di buon funzionamento del sistema economico e finanziario di un Paese e della stessa economia globale, viste le interdipendenze e la facilità di contagio in vaso di crisi. In ultima analisi, competitività e crescita dei singoli sistemi-paese, comunque ancorati al mercato, dipendono dall'efficacia e dalla capacità di creare valore delle imprese e, quindi, dal quadro normativo e operativo sul buon governo societario.⁷⁰ (Masera, 2006)

Sotto il profilo teorico, si è partiti dalla discussione della letteratura accademica in tema di governo societario a livello internazionale. In particolare, si sono riassunti i risultati più rilevanti riguardanti le caratteristiche dei sistemi di corporate governance e della loro relazione con la performance economico finanziaria delle banche. Inoltre, si è analizzato il complesso network di regole che circonda la governance bancaria, a seguito

⁷⁰ Rainer Masera, *La Corporate Governance nelle Banche*, il Mulino, 2006, Bologna.

dell'evoluzione normativa registrata, ponendo l'attenzione sui documenti che raccolgono ed elaborano le regole di *best practices*, ad adozione volontaria nel rispetto del principio *comply or explain*.

In secondo luogo, si è fornita un'analisi descrittiva delle variabili salienti di governance con un focus particolare sulla composizione dei CdA (dimensione, genere, percentuale di indipendenti, età del Ceo). I risultati sono commentati alla luce degli esiti emersi dall'analisi delle statistiche descrittive in concerto con la letteratura accademica precedentemente sviluppata. Infine, si è condotta un'analisi empirica per testare l'impatto delle variabili sopra descritte sulla performance delle banche, misurata attraverso il Roe, Roa e la capitalizzazione di mercato. I risultati del nostro studio, seppur significativi sono misure di gruppo, pertanto è necessario valutarli con attenzioni qualora si consideri un'implementazione a livello di una singola banca. L'applicazione delle evidenze riscontrate che conducono ad un aumento della performance se applicate in modo rigoroso su un determinato board potrebbero anche portare ad una diminuzione di quest'ultima, in quanto intervengono altri criteri esterni nella scelta dei membri del board. Ciò nonostante è necessario essere consapevoli che fattori quali la percentuale di donne esercitano un'influenza positiva sulla performance, mentre il "fattore età", ad esempio, necessita di un bilanciamento con altri fattori importanti, quali l'esperienza o il background di provenienza.

Per quanto riguarda le linee di ricerca future, si propone di approfondire l'impatto sulla performance estendendo il *time frame* dell'analisi, e, testando l'influenza di ulteriori variabili di governance quali il sistema remunerativo e l'utilizzo dei comitati interni, inoltre potrebbe essere molto interessante considerare come variabili dipendenti altre misure quali la Q di Tobin.

RINGRAZIAMENTI

Desidero innanzitutto ringraziare il Professor Curcio per avermi pazientemente guidato lungo il percorso della mia ricerca e per le numerose ore dedicate alla mia tesi. Inoltre, ringrazio sentitamente il Professor Di Noia che è stato sempre disponibile a dirimere i miei dubbi durante la stesura di questo lavoro.

Intendo poi ringraziare con affetto i miei genitori per il sostegno ed il grande aiuto che mi hanno dato ed in particolare tutti coloro che mi sono stati vicino in ogni momento durante questo anno di lavoro e durante tutto il mio percorso accademico.

BIBLIOGRAFIA

ADAMS R., MEHRAN H. (2003), *Is Corporate Governance different for Banking Holding Companies?*, FRBNY Economic Policy Review.

ADAMS R., MEHRAN H. (2005), *Corporate performance, board structure and its determinants in the banking Industry*, EFA Moscow Meetings, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302593>.

ALVARO S., CICCAGLIONI P., SICILIANO G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance*, Quaderni giuridici, CONSOB, 2013.

ANDRES P., AZOFRA V., LOPEZ F.J. (2005), *Corporate boards in OECD countries: Size, composition, compensation, functioning and effectiveness*, Corporate Governance: An International Review 13, 197–210.

ANDRES P., VALLELADO E. (2008), *Corporate governance in banking: the role of the board of directors*, Journal of Banking & Finance 32, 2570–2580.

BERLE A., MEANS G. (1932), *The modern corporation and private property*, MacMillan, New York.

BHAGAT S., BLACK B. (1999), *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, *Business Lawyer* 54, 921-963.

BHAGAT S., BLACK B. (2002), *The non-correlation between board independence and long-term firm performance*, *Journal of Corporation Law* 27, 231–274.

BROGI M. (2008), *Corporate Governance e modello dualistico in banche e assicurazioni*, Bancaria Editrice, Roma.

CAPRIO G., LAEVEN L., LEVINE R. (2007), *Governance and banks valuations*, *Journal of Financial Intermediation* 16, 584–617.

COLES J. L., DANIEL N. D. AND NAVEEN L. (2008), *Boards: Does one size fit all?*, *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.

DE SIMONE A. (2012), *Governance Structure, Risk an Performance in the European Banking Sector: an Empirical Analysis*, *Aestimatio, the ieb international journal of finance* 4, 116-143.

DI ANDREA M., CARTA S., SILVIA G. (2010), *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè Editore, Cagliari.

GARVEY G., SWAN P. (1994), *The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm*, *Journal of Corporate Finance* 1, 139-174.

GOLDEN B.R., ZAJAC E.J. (2001), *When will board influence strategy? Inclination of power in strategic changes*, Strategic Management Journal 22, 1087-1111.

GREUNING H.V., AND BRATANOVIC S.B. (2003), *Analyzing and Managing Banking Risk: A framework for assessing corporate governance and Financial Risk*, The World Bank, Washington D.C.

GROVE H., PATELLI L., VICTORAVICH L.M., XU P. (2010), *Corporate Governance and Performance: Evidence from U.S. Commercial Banks*, Midwest Finance Association Meeting, Las Vegas.

HAYES R., MEHRAN H., SCHAEFER S. (2004), *Board committee structures, ownership and firm performance*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York and University of Chicago.

HERMAN E. (1981), *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge.

HOLMSTROM B. (1999), *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*. The Review of Economic Studies 66(1), 169-182.

JENSEN J.C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance 48, 831-880.

JENSEN M. AND W. MECKLING (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, 305-360.

JOHN K., SENBET W. (1998), *Corporate governance and board effectiveness*, Journal of Banking and Finance 22, 371-403.

JUDGE W.Q., ZEITHAML C.P. (1992), *Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process*, Academy of Management Journal 35(4), 76- 94.

JUNGMANN C. (2006), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board systems*, European Company and Financial Law Review 3, 426-474.

LANNOO K. (1995), *Corporate governance in Europe, Report of a CEPS Working Party*, Centre for European Policy Studies, Working report 12, p. 5.

LARCKER D.F., RICHARDSON S.A., TUNA A.I. (2007), *Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance*, The Accounting Review 82(4), 963-1008.

LIPTON M., LORSCH J. (1992), *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, Business Lawyer 48, n.1, 59-77.

LOVE I., RACHINSKY A. (2007), *Corporate Governance, Ownership and Bank Performance in Emerging Markets: Evidence from Russia and Ukraine*, World Bank Working Paper.

MASERA R. (2006), *La Corporate Governance nelle Banche*, il Mulino, Bologna.

MAYER F. (1997), *Corporate governance, competition, and performance*, In *Enterprise and Community: New Directions in Corporate Governance*, S. Deakin and A. Hughes, Blackwell Publishers: Oxford.

ORIOLO C. M. (2008), *Le criticità del sistema dualistico nella corporate governance*, in *Magistra, Banca e Finanza* - www.magistra.it, ISSN 2039-7410.

PEARCE J.H., ZAHRA S.A. (1992), *Board Composition from a Strategic Contingency Perspective*, *Journal of Management Studies* 29(4), 411-438.

PRENDERGAST C., STOLE L. (1996), *Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning*, *Journal of Political Economy* 104(6), 1105-1134.

QUACK S. AND HANCKÉ B. (1997), *Women in decision-making in finance*, European Commission and European Expert Network.

ROMANO G., FERRETTI P., QUIRICI M.C. (2012), *Corporate Governance and Efficiency of Italian Bank Holding Companies during the financial crisis: an empirical analysis*, in Mitsuru Mizuno, Michele Pizzo and Alexander Kostyuk, *Evolution of corporate governance in banks*.

SCHARFSTEIN D.S., STEIN J.C. (1990), *Herd Behavior and Investment*, *The American Economic Review* 80(3), 465-479.

SHLEIFER A., VISHNY R. (1997), *A survey of corporate governance*, Journal of Finance 52, 737-783.

SIERRA G., TALMOR E., WALLACE J. (2006), *An examination of multiple governance forces within banking holding companies*, Journal of Financial Services Research 29, 105-123.

SIMPSON W.G., GLEASON A.E. (1999), *Boards Structure, ownership, and financial distress in banking firms*, International Review of Economics and Finance 8, 281-292.

SMITH A. (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Penn State Press ed. 2005, New York.

VAFEAS N. (1999), *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, in Journal of Financial Economics 53, 113-142.

VAFEAS N. (2003), *Length of board tenure and outside director independence*, Journal of Business Finance & Accounting 30(7/8) p1043-1064.

WINTOKI M.B., LINCK J.S., NETTER J.M. (2007), *Endogeneity and the dynamics of corporate governance*, Journal of Financial Economics 105, 581-606.

YERMACK D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, Journal of Financial Economics 40(2), 185-211.

YERMACK D. (2006), Board members and company value, Financial Markets and Portfolio Management 20(1), 33-47.

ZATTONI A. (2004), *Il governo economico delle imprese*, Egea, Milano.

ZINGALES L. (1997), *Corporate governance*, The new palgrave dictionary of economics and the law, MacMillan, London.

ZULKAFI A.H., SAMAD F.A. (2007), *Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Asian emerging markets*, Advances in Financial Economics 12, 49-74.

SITOGRAFIA

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Principles for enhancing corporate governance*, consultative document, <http://www.bis.org/publ/bcbs168.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

BORSA ITALIANA (2014), Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2014.pdf>.

CADBURY COMMITTEE (1992), *Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

CHANA VAT A., RAMSDEN K. (2013), *Mining the metrics of board diversity*, Thomson Reuters, http://share.thomsonreuters.com/pr_us/gender_diversity_whitepaper.pdf.

CORNETT M.M., MCNUTT J.J., TEHRANIAN H. (2009), *The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded U.S. bank holding companies*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1476969.

EUROPEAN COMMISSION (2011), *Capital requirements regulation and directive–CRR/CRD IV*, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm#maincontentSec1.

GREENBURY SIR RICHARD (1995), *The Greenbury Report*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>.

HEIDRICK & STRUGGLES (2014) , *Towards Dynamic Governance*, <http://www.heidrick.com>.

IL SOLE 24 ORE, www.ilsole24ore.com

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, ISS, <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>.

OECD (2004), *Principles of corporate governance*, Paris, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>.

OECD (2005), *Glossary of Statistical Terms*, European Central Bank, Frankfurt, Glossary, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>.

SWEDISH CORPORATE GOVERNANCE BOARD (2010), *The Swedish Corporate Governance Code*, http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf.

THOMSON REUTERS, <http://thomsonreuters.com>.