

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Diritto Societario e dei Mercati Finanziari

*I SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO NELLE SOCIETA' QUOTATE:
PERFORMANCE A CONFRONTO*

RELATORE:

Prof. Francesco Chiappetta

CANDIDATO:

Giuseppe Masciarelli

CORRELATORE:

Prof. Giuseppe Niccolini

MATRICOLA:

695511

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

INTRODUZIONE.....	4
1. I sistemi di amministrazione e controllo.....	5
1.1 Il sistema tradizionale.....	6
1.2 Il sistema dualistico.....	13
1.3 Il sistema monistico.....	16
1.4 Punti di forza e di debolezza dei rispettivi sistemi di amministrazione e controllo.....	18
1.4.1 Modello tradizionale.....	18
1.4.2 Modello dualistico.....	19
1.4.3 Modello monistico.....	21
2. Il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo nelle società quotate.....	23
2.1 INTESA SANPAOLO S.p.A.....	24
2.1.1 Adozione del sistema dualistico.....	26
2.1.2 Passaggio al sistema monistico.....	29
2.2 MEDIOBANCA S.p.A.....	33
2.2.1 Passaggio dal sistema tradizionale al dualistico.....	33
2.2.2 Ritorno al modello tradizionale.....	35
2.3 UBI Banca S.p.A.....	37
2.3.1 Adozione del sistema dualistico.....	39
2.3.2 Passaggio al modello monistico.....	41
2.4 Banco BPM S.p.A.....	44
2.4.1 Adozione del sistema dualistico.....	45
2.4.2 Passaggio al sistema tradizionale.....	49
2.5 SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE SOCIETA' COOPERATIVA.....	50
2.5.1 Adozione del sistema monistico.....	51
3. La performance del prezzo di borsa all'annuncio della modifica del sistema di amministrazione e controllo.....	54
3.1 L'Event Study.....	54
3.1.1 Descrizione del metodo.....	54
3.1.2 Elementi essenziali dell'analisi del campione oggetto di studio.....	58
3.2 L'impatto degli annunci sul rendimento borsistico.....	61
3.2.1 Studio dei rendimenti anomali: ARs.....	61
3.2.2 Analisi dei CARs.....	65
3.2.3 Interpretazione dei risultati empirici.....	69

CONCLUSIONI.....	71
BIBLIOGRAFIA.....	73
SITOGRAFIA.....	76

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di analizzare l'impatto del cambiamento di sistema di amministrazione e controllo sulle società quotate di diritto italiano che hanno, ad oggi, optato per tale modifica statutaria, in seguito alla Riforma del diritto societario del 2003. L'analisi, effettuata su un campione composto da cinque società, verrà condotta esaminando gli effetti dell'evento citato sia dal punto di vista organizzativo che economico finanziario: ciò permetterà al lettore di avere una visione completa del fenomeno in questione, date le due prospettive di indagine seguite.

Con l'obiettivo di fornire tutti gli strumenti necessari per rendere di comprensibile lettura il proseguo della tesi, nel primo capitolo verranno descritti i tratti essenziali dei sistemi di amministrazione e controllo attualmente adottabili nel nostro paese; saranno esposti, rispettivamente per i modelli tradizionale, dualistico e monistico: la composizione degli organi societari previsti, i relativi compiti e funzioni, i meccanismi di nomina con annessi requisiti che i membri devono necessariamente possedere, le modalità ed i *quorum* attraverso i quali questi ultimi deliberano. Le informazioni saranno tratte dal Codice Civile, dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito Testo Unico sulla Finanza, abbreviato TUF) e dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. Il primo, istituito nel 1942, è la principale fonte normativa di diritto civile e societario; il secondo, emanato col decreto legislativo 58/1998, disciplina l'attività, sul mercato finanziario nazionale, di banche, società di gestione dei mercati regolamentati, fondi comuni di investimento, fondi pensione, promotori finanziari e imprese di assicurazione. Il Codice di Autodisciplina, redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance promosso da Borsa Italiana, e aggiornato da ultimo nel 2018, contiene raccomandazioni, non vincolanti, le quali rappresentano un modello di "best practice" ai fini dell'organizzazione e del funzionamento degli enti quotati italiani. Nell'ultimo paragrafo del primo capitolo saranno riportati i punti di forza e di debolezza dei sistemi esaminati, empiricamente riscontrati dalle società appartenenti al campione e desunti dalle Relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle medesime; inoltre, verranno indicati il numero di società che ad oggi adottano i rispettivi modelli di amministrazione e controllo e le tipologie di enti che potrebbero potenzialmente trarre beneficio dall'eventuale adozione del relativo sistema.

Nel secondo capitolo, verranno approfonditi singolarmente i casi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A., UBI Banca S.p.A., Banco BPM S.p.A. e Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa: dopo una breve presentazione del *business* e dell'assetto azionario dell'ente, si procederà descrivendo il sistema di amministrazione e controllo adottato in precedenza al cambiamento, indicando gli organi societari contemplati, la loro composizione, le funzioni e i compiti. Successivamente verranno riportate la data di convocazione dell'Assemblea degli Azionisti da parte del Consiglio di Amministrazione per l'adozione del nuovo sistema e quella nella quale la proposta di modifica è stata approvata dall'organo assembleare. Ci si concentrerà, in seguito, sulle ragioni organizzative che hanno condotto quest'ultimo a tale decisione e sulle caratteristiche distintive del nuovo sistema impiegato; in aggiunta, verranno rilevati il livello

di efficienza del modello in esame, sulla base della Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari delle società. Si precisa che, fatta eccezione per Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa, tutti gli enti inclusi nel campione hanno modificato due volte il proprio modello di *governance*.

Nel terzo capitolo, si analizzeranno gli effetti dell'annuncio riguardante il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo sui corsi di borsa degli enti. Innanzitutto saranno esposti il metodo impiegato e le ipotesi a fondamento dello stesso; a seguire verranno illustrati i concetti di *event date*, *event window*, *estimation window*, *ARs*, *CARs* e sarà descritto il *Market Model*, modello attraverso cui lo studio verrà operativamente realizzato. Successivamente sarà riportato l'*iter* di analisi seguito, previa indicazione dei valori arbitrariamente assegnati alla finestra di evento, alla finestra di stima e del software statistico utilizzato, nonché del *database* dal quale sono stati reperiti i dati di *input*. Al termine dell'elaborato, saranno resi noti e commentati i risultati dello studio, valutandone la significatività e la rilevanza.

1. I SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

La riforma del diritto societario, attuata col d.lgs. n 6/2003, ha concesso alle società quotate la facoltà di adottare alternativamente tre modelli di amministrazione e controllo: il modello tradizionale, unico previsto in precedenza, il modello dualistico ed il monistico¹. I soci possono scegliere, indicando nello Statuto, tra i citati sistemi, quello maggiormente funzionale e che meglio si adatta alla natura ed alle dimensioni dell'organizzazione, all'estensione della compagine sociale, alla struttura operativa, agli obiettivi di medio e lungo periodo, al livello di internazionalizzazione e alle strategie aziendali.

Il modello di amministrazione e controllo di tipo tradizionale contempla una struttura organizzativa al cui vertice è posta l'Assemblea, dalla quale derivano l'organo di amministrazione ed il Collegio Sindacale: il primo è titolare della gestione della società; il secondo svolge attività di vigilanza e controllo sull'operato dell'ente. Tale sistema è ampiamente utilizzato dalle imprese italiane, per le quali il ricorrente ricorso al mercato del capitale di credito per reperire finanziamenti e la titolarità societaria facente capo prevalentemente a famiglie o ad un esiguo numero di azionisti di maggioranza rappresentano caratteristiche distintive rispetto alle società estere.

¹Si veda, a tal proposito, l'art. 2380 SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E DI CONTROLLO, Disposizioni generali, SEZIONE VI-bis "Dell'amministrazione e del controllo", LIBRO V-Del Lavoro, *Codice Civile*, di seguito riportato, che è stato modificato a seguito della riforma.

“Se lo Statuto non dispone diversamente, l'amministrazione e il controllo della società sono regolati dai successivi paragrafi 2, 3 e 4.

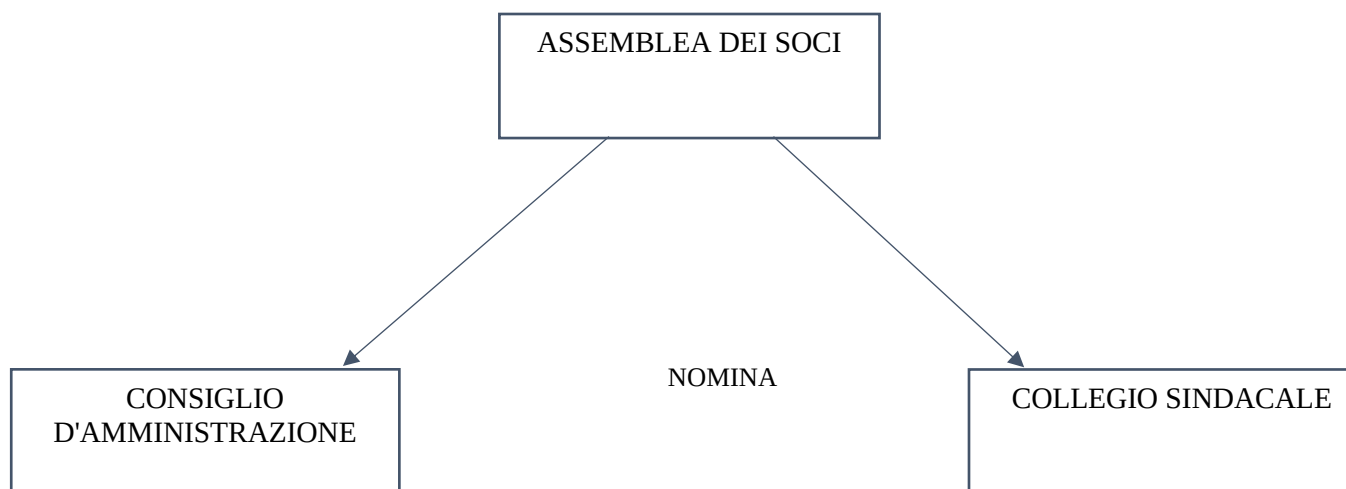
Lo Statuto può adottare per l'amministrazione e per il controllo della società il sistema di cui al paragrafo 5, oppure quello di cui al paragrafo 6; salvo che la deliberazione disponga altrimenti, la variazione di sistema ha effetto alla data dell'Assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo. 3. Salvo che sia diversamente stabilito, le disposizioni che fanno riferimento agli amministratori si applicano a seconda dei casi al consiglio di amministrazione o al Consiglio di Gestione”.

Il sistema dualistico, di ispirazione germanica, prevede l'esistenza di un Consiglio di Gestione, nominato da un Consiglio di Sorveglianza (eletto a sua volta dall'Assemblea dei Soci), a cui spettano sia poteri di vigilanza sulla gestione della società, sia compiti attribuiti all'Assemblea nel sistema tradizionale: nomina e revoca dei membri dell'organo amministrativo, definizione della loro retribuzione, approvazione del bilancio d'esercizio e promozione dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori; inoltre, se previsto dallo Statuto, ai componenti del Consiglio di Sorveglianza sono riconducibili anche poteri di indirizzo strategico. Al Consiglio di Gestione spetta la gestione esclusiva della società, allo scopo di attuare l'oggetto sociale.

Il sistema monistico, di ispirazione anglosassone, è caratterizzato dal Consiglio di Amministrazione, il quale riveste un ruolo centrale, in quanto elegge al proprio interno un Comitato preposto al Controllo sulla Gestione, salvo che lo Statuto non disponga diversamente. Il CdA, i cui membri sono nominati dall'Assemblea, gestisce la società per l'attuazione dell'oggetto sociale; al Comitato sono assegnate mansioni di monitoraggio e controllo sulle attività poste in essere dall'organo amministrativo.

1.1 IL SISTEMA TRADIZIONALE

Figura 1. Organi societari nel sistema tradizionale di amministrazione e controllo.



Fonte 1. Rielaborazione personale da Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 72.

Il sistema tradizionale di amministrazione e controllo si basa sulla distinzione tra un organo di gestione (Consiglio d'Amministrazione) e un organo di controllo (Collegio Sindacale). Il primo possiede il compito esclusivo di gestire l'impresa al fine dell'attuazione dell'oggetto sociale; il secondo effettua attività di vigilanza e controllo. I membri di entrambi gli organi sono nominati dall'Assemblea degli Azionisti.

L'Assemblea è l'organo di rappresentanza dei soci dell'impresa ed ha potere deliberativo relativamente a temi riguardanti l'assetto strutturale ed organizzativo della società: scelta del sistema di *corporate governance*, aumenti e riduzioni di capitale, fusioni, scissioni ed altre operazioni straordinarie². Essa nomina direttamente i componenti degli organi di amministrazione e controllo, valuta periodicamente l'andamento della società (approvando il bilancio) e stabilisce la retribuzione di amministratori e sindaci. Inoltre, per quanto concerne il procedimento di liquidazione della società, all'Assemblea spetta la nomina, l'eventuale sostituzione e la fissazione dei poteri dei liquidatori. Nonostante l'ampio numero di poteri riconosciuti in passato all'Assemblea, attualmente il ruolo di quest'ultima è decisamente marginale rispetto a quello ricoperto dal CdA, che è l'unico organo deputato alla gestione della società³. Ad esempio, l'emissione di obbligazioni, che era un'operazione rientrante nei compiti dell'organo assembleare, ad oggi è una mansione spettante agli amministratori, salva diversa disposizione di Statuto. La progressiva riduzione delle funzioni assembleari è volta a rendere la conduzione dell'impresa maggiormente agile ed efficiente, evitando di attivare il procedimento assembleare, estremamente dispendioso in termini di tempi e di costi.

Il metodo collegiale è alla base delle deliberazioni assembleari: i soci, per discutere e votare sugli argomenti all'ordine del giorno, si radunano nello stesso luogo ed allo stesso momento, confrontandosi e partecipando attivamente al dibattito⁴. Il legislatore prevede una deroga al principio della collegialità nel caso del voto per corrispondenza, per il quale il socio, per esprimere il proprio voto, sottoscrive ed invia alla società un'apposita scheda preformata: tale facoltà era concessa solamente alle società quotate; a partire dalla riforma del diritto societario del 2003, anche i soci di società non quotate possono inserire nel proprio Statuto tale strumento⁵. In Assemblea, per prendere decisioni, vige il principio maggioritario. Sono previsti il *quorum* costitutivo, ai fini della regolare costituzione dell'organo, e quello deliberativo, per l'approvazione delle delibere. Nello specifico, essi variano a seconda se si tratti di assemblee ordinarie o straordinarie; per le prime, relative a provvedimenti circa la nomina degli amministratori ovvero l'approvazione del bilancio d'esercizio, le prestabilite percentuali di capitale sociale sono di valore più basso; delibere di modifica dello Statuto, approvazione di progetti di operazioni straordinarie richiedono, invece, *quorum* più elevati⁶. L'Assemblea, a

²Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 91.

³Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 88.

⁴Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag.93.

⁵Si veda l'art. 2370, commi 3 e 4, *Codice Civile*, di seguito riportato.

“Lo Statuto può consentire l'intervento all'Assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica. Chi esprime il voto per corrispondenza o in via elettronica si considera intervenuto all'Assemblea.

Resta fermo quanto previsto dalle leggi speciali in materia di legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea, nonché in materia di aggiornamento del libro soci nelle società con azioni ammesse alla gestione accentrata.”

⁶Si vedano gli artt. 2368 e 2369, *Codice Civile*.

norma di legge, è convocata dal Consiglio di Amministrazione⁷. Inoltre, gli amministratori devono convocare l'organo assembleare quando ciò è richiesto da tanti soci che siano titolari almeno del ventesimo del capitale sociale, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e del decimo del medesimo negli altri enti; si precisa che lo Statuto può prevedere al tal fine una minore percentuale⁸. Ad oggi l'informazione assembleare, cioè l'insieme di documenti, notizie e temi oggetto di discussione da parte dei soci in Assemblea, coincide in sostanza con l'informazione di mercato, accessibile a tutti gli *stakeholders* dell'impresa⁹. Ciò in quanto le società rendono disponibile, sul proprio sito internet e su sistemi autorizzati di stoccaggio di informazioni, la maggior parte della documentazione assembleare (l'avviso di convocazione, i documenti che saranno esaminati durante la riunione assembleare, le proposte di delibera), materiale che di conseguenza è consultabile, non solo dagli azionisti, bensì da chiunque nutra interesse nei confronti dell'organizzazione.

Il Consiglio d'Amministrazione, costituito da amministratori nominati dall'Assemblea dei Soci, il cui numero è stabilito nello Statuto, è deputato alla gestione esclusiva dell'impresa, allo scopo di attuare l'oggetto sociale¹⁰. Il CdA, nello svolgere tale funzione, può istituire al proprio interno, degli organi delegati. Questi ultimi, costituiti se previsto nello Statuto oppure in seguito a delibera assembleare, possono essere riuniti in un comitato esecutivo o essere amministratori delegati. La delega, indicante contenuto, limiti ed eventuali modalità di esercizio della stessa, può essere revocata in ogni momento dal Consiglio, il quale mantiene, relativamente alle materie delegate, una competenza concorrente con quella degli organi delegati¹¹. La *ratio* dell'istituto va ricercata nella volontà di garantire una gestione “*day by day*” dell'attività operativa, che non potrebbe essere efficacemente condotta in altro modo. I componenti del CdA sono tenuti ad agire in maniera informata, potendo richiedere informazioni agli organi delegati, accedere a database informativi di funzioni aziendali ed avvalersi di consulenti esterni per prendere decisioni in maniera ponderata e ragionata, seguendo istruttorie e procedimenti completi ed affidabili¹². Gli amministratori di S.p.A. restano in carica per un massimo di tre esercizi e “scadono alla data dell'Assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica”¹³; la composizione del CdA nelle società quotate deve garantire un equilibrio tra genere femminile e genere maschile¹⁴.

⁷Si veda l'art. 2366, *Codice Civile*.

⁸Si veda l'art. 2367, *Codice Civile*.

⁹Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 103.

¹⁰Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 125.

¹¹Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 127.

¹²Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 133.

¹³Si veda l'art. 2383, comma 2, *Codice Civile*.

¹⁴Si veda l'art. 147-ter, comma 1-bis, *TUF*, di seguito riportato.

"Lo Statuto prevede, inoltre, che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi. Il genere meno rappresentato deve ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti. Tale criterio di riparto si applica

Le competenze e la composizione dell'organo amministrativo, posto quanto disposto dalla legge, sono integrate dal Codice di Autodisciplina delle società quotate¹⁵, indicante *best practice*, in tema di *corporate governance*¹⁶ delle società quotate. Esso, a differenza del Codice Civile e del TUF, non contiene norme aventi forza di legge, bensì raccomandazioni, le quali sono facoltativamente adottate dagli emittenti. Quest'ultimi, se ne dichiarano l'adozione, sono obbligati a seguirle in tutte le relative sezioni; qualora l'ente disapplichi una o più raccomandazioni, è tenuto a giustificare ciò, in coerenza al principio "*comply or explain*"¹⁷. Secondo il citato Codice, il CdA dovrebbe stabilire e perseguire gli obiettivi strategici della società, valutare l'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni e della gestione dei rischi nel medio-lungo termine a tutela della società. Tra le materie di competenza del Consiglio, è compresa anche la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente e delle controllate aventi rilevanza strategica: essa dovrebbe essere effettuata non solo sulla base di criteri dimensionali, ma anche delle mansioni assegnate ai singoli attori aziendali, rilevando il relativo grado di efficienza. Al CdA viene in aggiunta richiesta

per tre mandati consecutivi. Qualora la composizione del consiglio di amministrazione risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto previsto dal presente comma, la Consob diffida la società interessata affinché si adegui a tale criterio entro il termine massimo di quattro mesi dalla diffida. In caso di inottemperanza alla diffida, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 1.000.000, secondo criteri e modalità stabiliti con proprio regolamento e fissa un nuovo termine di tre mesi ad adempiere. In caso di ulteriore inottemperanza rispetto a tale nuova diffida, i componenti eletti decadono dalla carica. Lo Statuto provvede a disciplinare le modalità di formazione delle liste ed i casi di sostituzione in corso di mandato al fine di garantire il rispetto del criterio di riparto previsto dal presente comma. La Consob statuisce in ordine alla violazione, all'applicazione ed al rispetto delle disposizioni in materia di quota di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle procedure da adottare, in base a proprio regolamento da adottare entro sei mesi dalla data di entrata in vigore delle disposizioni recate dal presente comma. Le disposizioni del presente comma si applicano anche alle società organizzate secondo il sistema monistico."

¹⁵Borsa Italiana S.p.A., società di diritto italiano interamente controllata dalla holding London Stock Exchange Group, si è resa promotrice della costituzione di un Comitato, che ha redatto, nel 1999, il "Codice di Autodisciplina delle società quotate". Esso, modificato nel 2006, 2010 ed aggiornato nel 2011, 2014 e 2015, è composto da una prima parte descrittiva, dal nome "Principi guida e regime transitorio" e da 10 articoli, ognuno dei quali è suddiviso in principi, criteri applicativi e commenti. Le tematiche affrontate nel Codice Preda sono: il ruolo del Consiglio d'Amministrazione, la sua composizione, gli amministratori indipendenti, l'istituzione ed il funzionamento dei comitati interni al CdA, la nomina e la remunerazione degli amministratori, il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, il ruolo dei sindaci, il rapporto degli organi societari con gli azionisti ed i sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

¹⁶La letteratura giuridica ed economica, negli ultimi anni, si è a lungo soffermata sull'analisi del concetto esposto, argomento più che mai rilevante in un contesto mondiale, nel quale il prorompente sviluppo dei mercati finanziari, la loro continua integrazione e stretta interdipendenza, il gran numero di privatizzazioni e scandali finanziari hanno fortemente condizionato la performance degli attori economici. Il "governo dell'impresa societaria", è l'insieme di valori, regole, procedure e prassi operative alla base della struttura organizzativa societaria". Esso ha il fine di assicurare una sana e corretta gestione dell'impresa, la trasparenza interna ed esterna delle scelte strategiche effettuate, la definizione delle aree di competenza e di responsabilità degli organi societari, del management ed in generale di tutti i dipendenti della società, a garanzia di un adeguato bilanciamento dei diversi poteri.

¹⁷Zattoni, A. (2015), *Corporate Governance*, EGEA.

un'autovalutazione, concernente la dimensione, la composizione e il funzionamento dell'organo e dei comitati in cui quest'ultimo si articola; l'attività di *board evaluation* dovrebbe avere cadenza annuale nell'arco dei tre anni di mandato dei membri dell'organo, con modalità differenziate tra un esercizio e l'altro¹⁸.

Il Codice di Autodisciplina raccomanda che il Consiglio sia costituito da amministratori esecutivi (amministratori delegati o con incarichi direttivi, membri del comitato esecutivo) e non esecutivi, tra cui gli indipendenti. Sulla base del citato codice, i requisiti¹⁹ per poter divenire amministratori sono l'onorabilità e l'indipendenza²⁰ (quest'ultima necessaria esclusivamente per ricoprire la carica di *independent member*). L'inserimento degli indipendenti²¹ è strettamente connesso all'obiettivo di garantire il perseguimento da parte

¹⁸Si veda il Commento dell'art. 3, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

¹⁹Per completezza, si riporta anche quanto afferma l'art. 2387, *Codice Civile*, in relazione ai requisiti richiesti per essere nominati amministratori: “Lo Statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati. Si applica in tal caso l'articolo 2382. Resta salvo quanto previsto da leggi speciali in relazione all'esercizio di particolari attività”.

²⁰Il Criterio applicativo 3.C.1 dell'art. 3 del *Codice di Autodisciplina delle società quotate* afferma: “Il Consiglio di Amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative: a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possono esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente; b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole; c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: - con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo; - con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo; ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti; d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva (rispetto all'emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo dell'emittente e al compenso per la partecipazione ai comitati raccomandati dal presente Codice) anche sotto forma di partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria; e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni; f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore; g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale dell'emittente; h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti”.

²¹L'art. 147, comma 4, *TUF*, afferma che: “Almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonchè, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Il presente comma non si applica al consiglio

del CdA dell'interesse della società: essi svolgono la funzione di controllo nei confronti degli esecutivi, in particolare in presenza di situazioni di potenziale conflitto d'interesse, tutelando altresì gli azionisti di minoranza ed apportando il loro contributo, in termini di competenza, terzietà e, di conseguenza, autonomia di giudizio, nelle riunioni consiliari. Per un membro indipendente del consiglio, il valore reputazionale (non solo dal punto di vista monetario, ma specialmente da quello professionale e personale) è superiore al valore della carica²². Sono previsti controlli periodici sull'effettiva indipendenza degli amministratori da parte del Consiglio di Amministrazione, il quale è tenuto a fornirne una valutazione in base alle informazioni raccolte presso gli stessi; ne consegue che l'efficacia della verifica dipende indubbiamente dall'onestà e dalla correttezza di questi ultimi. La perdita dei requisiti di indipendenza comporta la decadenza dalla carica²³. L'elezione degli amministratori, a prescindere dal fatto che essi siano esecutivi o non esecutivi, avviene tramite il sistema del "voto di lista"²⁴: almeno uno dei membri del CdA deve essere espresso dalla lista di minoranza, la quale abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti e non sia collegata con i soci presentanti o votanti la lista risultata prima per numero di voti.

All'interno del CdA, coerentemente con quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina, possono essere istituiti comitati consiliari, per la trattazione di materie rilevanti, quali la remunerazione dei manager, il controllo interno, la definizione delle linee strategiche del *business* aziendale, l'esecuzione di operazioni con parti correlate. Tali entità, costituite da amministratori non esecutivi, in prevalenza indipendenti, svolgono

di amministrazione delle società organizzate secondo il sistema monistico, per le quali rimane fermo il disposto dell'articolo 2409-septiesdecies, secondo comma, del codice civile."

²²Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag.158.

²³Si veda l'art. 147-ter, comma 4, *TUF* di seguito riportato: "L'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i requisiti di indipendenza deve darne immediata comunicazione al consiglio di amministrazione e, in ogni caso, decade dalla carica". Nella prassi, le società sono solite inserire clausole statutarie, per le quali, all'atto di presentazione delle liste, siano distinti gli amministratori indipendenti richiesti tassativamente dalla legge da quelli, invece, nominati al fine di integrare il numero di questi ultimi; i soci, a tal punto, possono stabilire che la decadenza dalla carica per sopravvenuta carenza di indipendenza riguardi esclusivamente la prima "categoria" citata. Non di rado, inoltre, vengono introdotte clausole che contemplano la non decadenza dell'amministratore, qualora venga comunque rispettata la norma relativa al numero minimo obbligatorio previsto di indipendenti.

²⁴Sistema di elezione degli organi sociali, obbligatorio per le società quotate, che prevede la presentazione di liste di candidati da parte di un singolo o di un gruppo di soci, titolari di una quota minima di capitale avente diritto di voto nell'Assemblea ordinaria. Tale quota, in misura minima, è fissata dalla Consob nel Regolamento Emittenti (art. 144-quater). Sono state individuate quattro soglie azionarie: il 2,5% del capitale sociale per le società che hanno un valore di capitalizzazione di mercato inferiore o uguale a un miliardo di euro; sono presenti, poi, due soglie più basse (0,5% e 1%) per gli emittenti a più elevata capitalizzazione. Per le società aventi un valore di capitalizzazione minore, il legislatore ha optato per una disciplina specifica, per la quale, oltre al criterio della capitalizzazione, vengono considerati anche quello del flottante e della struttura proprietaria. In particolare, la soglia di presentazione delle liste è del 4,5%, che diventa del 2,5% se la quantità di azioni emesse, liberamente commerciabile dagli investitori sul mercato secondario, è inferiore del capitale o se un socio, o più soci vincolati a un patto parasociale, possiedono la maggioranza dei diritti di voto nelle deliberazioni dell'Assemblea aventi ad oggetto la nomina dei membri degli organi amministrativi.

compiti istruttori e/o consultivi e propositivi e godono del requisito di terzietà, rispetto alle tematiche suaccennate. I comitati, in base alla mansione loro assegnata, prendono il nome di:

- Comitato per la Remunerazione, composto in prevalenza da amministratori indipendenti, il quale è solito presentare al Consiglio proposte per la remunerazione degli amministratori delegati e vigilare sull'applicazione di quanto da quest'ultimo stabilito;
- Comitato Controllo e Rischi, costituito anch'esso in maggioranza da amministratori indipendenti, che assiste il CdA nella definizione delle linee guida di indirizzo del sistema di controllo interno, nonché partecipa al processo di valutazione dell'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative relative alla gestione e mitigazione dei rischi aziendali;
- Comitato per le Nomine, formato in maggioranza da amministratori indipendenti, il quale fornisce pareri al Consiglio d'Amministrazione riguardo alla composizione ed alla dimensione dello stesso, raccomandazioni circa le figure professionali da inserire nel CdA. Nell'assicurare la trasparenza del procedimento di nomina dei membri del Consiglio, tale comitato è chiamato a pronunciarsi in merito al numero massimo di incarichi ricoperti da un amministratore in altre società, affinché sia garantito l'efficace svolgimento del suo compito. Inoltre, la predisposizione del piano di successione di amministratori esecutivi e top manager può rientrare tra le mansioni del comitato.
- Comitato Strategie;
- Comitato Sostenibilità.

Questi ultimi si occupano, rispettivamente, di favorire il coinvolgimento del Consiglio nella definizione delle scelte strategiche dell'impresa, relativamente a *business model*, organizzazione, *corporate finance* e di supervisionare l'attività della società, assicurandone la sostenibilità. Essi, nella prassi, vengono raramente costituiti, non essendo raccomandati esplicitamente dal Codice di Autodisciplina²⁵. Si noti che il potere decisionale deliberativo resta unicamente in capo al CdA, nonostante l'istituzione dei citati comitati.

L'organo di controllo è il Collegio Sindacale, al quale spettano compiti di vigilanza sull'esercizio della funzione gestoria e, in generale, sulla correttezza e sulla legalità dell'attività d'impresa²⁶. Esso è responsabile del controllo "sull'osservanza della legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, e sul suo concreto funzionamento"²⁷. I poteri di cui il Collegio Sindacale dispone sono di tipo: ricognitivo (allo scopo di ottenere dati e informazioni), ispettivo (finalizzato all'accertamento diretto di situazioni rilevanti) e sanzionatorio, che se attivato, consente l'adozione di misure reattive nei confronti del soggetto, reo di aver violato la relativa disposizione. Il suddetto organo, nel caso di società quotate, ha il dovere di comunicare alla Consob eventuali

²⁵Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 140.

²⁶Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 199.

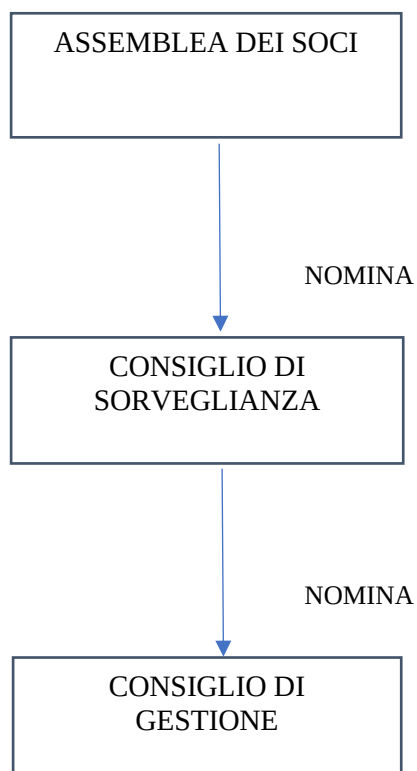
²⁷Si veda l'art. 2403 del *Codice Civile*.

irregolarità rilevate durante l'attività di vigilanza, oltre all'obbligo di trasmettere i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti effettuati. Si noti la riduzione delle mansioni dell'organo di controllo²⁸: le funzioni di controllo contabile, valutazione del patrimonio sociale e espressione di un giudizio sul bilancio, ad oggi, sono affidate ad una società di revisione iscritta in apposito albo speciale.

Il Collegio Sindacale di società quotate si compone di un numero di membri fissato nello Statuto: si richiede che i sindaci effettivi siano almeno 3, i supplenti minimo due, tutti nominati dall'Assemblea dei Soci. Quest'ultima ha, inoltre, il compito di scegliere, tra i membri eletti dalla minoranza dei soci, il Presidente dell'organo di controllo. Il "voto di lista" garantisce che la nomina di almeno un sindaco effettivo del Collegio Sindacale spetti ai soci di minoranza, che non siano collegati con i soci presentanti o votanti la lista risultata prima per numero di voti. I sindaci devono possedere i requisiti di indipendenza, professionalità e onorabilità. Relativamente all'ultima prerogativa necessaria, le società quotate hanno l'obbligo di optare, nella nomina della maggioranza dei membri effettivi e di almeno uno dei supplenti dell'organo di controllo, per soggetti iscritti nel registro dei revisori legali dei conti che abbiano esercitato l'attività di controllo legale per un periodo non inferiore a tre anni.

1.2 IL SISTEMA DUALISTICO

Figura 2. Organi societari nel sistema dualistico di amministrazione e controllo.



²⁸Si veda la legge 7 giugno 1974, n. 216.

Il sistema dualistico di amministrazione e controllo contempla la presenza di un Consiglio di Gestione e di un Consiglio di Sorveglianza: organo amministrativo il primo, di indirizzo strategico (in termini di deliberazione sui piani strategici, industriali e finanziari predisposti dal Consiglio di Gestione, se previsto dallo Statuto) e di controllo il secondo. Il modello è definito “*Two-tier system*”, di origine germanica, per via della separazione esistente tra questi ultimi.

Tra le mansioni spettanti all’Assemblea degli Azionisti, in comparazione con ciò che caratterizza il modello tradizionale, non rientra l’approvazione del bilancio d’esercizio, in quanto onere a carico del Consiglio di Sorveglianza. Il metodo collegiale è alla base delle delibere assembleari.

Il Consiglio di Sorveglianza ha il compito di convocare l’Assemblea, eleggere, eventualmente revocare i componenti del Consiglio di Gestione ed agire legalmente nei confronti degli stessi componenti del Consiglio. Relativamente alle mansioni di vigilanza, la legge prevede che l’organo descritto sia responsabile dell’organizzazione dell’attività di controllo, dovendone fissare principi, procedure di svolgimento, individuarne le strutture e verificarne l’efficacia²⁹. Inoltre, i consiglieri di sorveglianza hanno la facoltà di assistere alle adunanze del Consiglio di Gestione, acquisire informazioni sull’andamento della gestione o su determinate operazioni. Risulta necessario precisare che i componenti del Consiglio possono agire solo come organo collegiale: non spettano ai singoli membri poteri ispettivi e di controllo. La disciplina dell’organo di vigilanza nel sistema dualistico rispecchia, per certi versi, quella del Collegio Sindacale, disponendo l’applicazione di tutte le incompatibilità ad esso relative³⁰. Qualora al Consiglio di Sorveglianza siano assegnate anche funzioni di alta amministrazione, con competenza a deliberare in merito alle operazioni

²⁹Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 78.

³⁰Si riporta, a tal riguardo, l’art. 2399, Codice Civile.

“Non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti, decadono dall’ufficio:

- a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall’articolo 2382;
- b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;
- c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d’opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l’indipendenza.

La cancellazione o la sospensione dal registro dei revisori legali e delle società di revisione legale e la perdita dei requisiti previsti dall’ultimo comma dell’art. 2397 sono causa di decadenza dall’ufficio di sindaco. Lo statuto può prevedere altre cause di ineleggibilità o decadenza, nonché cause di incompatibilità e limiti e criteri per il cumulo degli incarichi.”

strategiche e ai piani industriali e finanziari dell'emittente, il Codice di Autodisciplina raccomanda che i comitati consiliari, costituiti all'interno del CdA nel sistema tradizionale, siano istituiti internamente al Consiglio di Sorveglianza³¹; è previsto che essi abbiano gli stessi compiti indicati per i medesimi nel CdA del modello tradizionale di amministrazione e controllo, nonché siano caratterizzati dalla stessa denominazione.

Il Consiglio di Gestione è deputato alla conduzione operativa dell'impresa. Nell'espletare le proprie funzioni, esso deve attenersi alle linee guida strategiche tracciate dal Consiglio di Sorveglianza il quale determina il compenso dei consiglieri di gestione, ne controlla la correttezza dell'operato (controllo di legittimità e non di merito) e ne approva il rendiconto. Si noti che, nel caso in cui l'organo gestorio sia costituito da più di quattro membri (il numero minimo è due), almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci. Al Consiglio di Gestione vengono applicate, in quanto ritenute compatibili, pressoché tutte le norme stabilite per il sistema tradizionale di amministrazione e controllo³².

Le raccomandazioni, contenute nel Codice di Autodisciplina, sulla composizione (compresa la possibilità di costituire comitati consiliari all'interno del CdA) e sulle competenze degli organi del sistema tradizionale sono applicabili, in quanto compatibili, anche agli enti che hanno scelto di adottare il sistema alternativo dualistico, previo adattamento delle singole previsioni ad esso, “in coerenza con gli obiettivi di buon governo societario, trasparenza informativa e tutela degli investitori e del mercato perseguiti dal Codice e alla luce dei criteri applicativi previsti dal presente articolo”³³. Nello specifico, gli articoli concernenti il CdA, il Collegio Sindacale, i loro componenti, la nomina di quest'ultimi e le funzioni, coerentemente con le disposizioni dello Statuto sociale, si applicano rispettivamente al Consiglio di Gestione, al Consiglio di Sorveglianza e ai loro membri nel modello duale di *governance*.

³¹Si veda il Commento all'art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

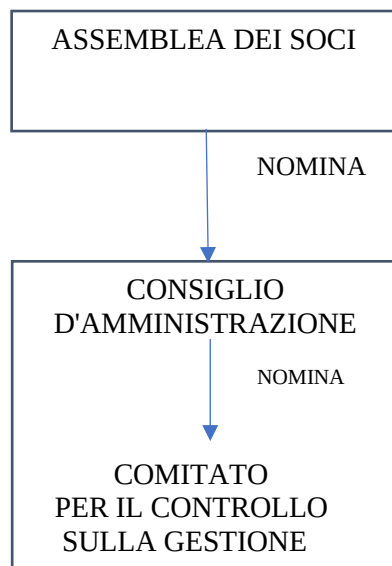
³²Si riporta, a tal riguardo, l'art. 2409 duodecies, *Codice Civile*.

“Al Consiglio di Gestione si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni degli artt. 2380 bis, quinto comma, 2381, sesto comma, 2382, 2383, quarto e quinto comma, 2384, 2385, 2387, 2390, 2392, 2394, 2394 bis, 2395. Si applicano alle deliberazioni del consiglio di gestione gli artt. 2388 e 2391, e la legittimazione ad impugnare le deliberazioni spetta anche al Consiglio di Sorveglianza.”

³³Si veda il Principio 10.P.1., Art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

1.3 IL SISTEMA MONISTICO

Figura 3. Organi societari nel sistema monistico di amministrazione e controllo.



Fonte 3. Rielaborazione personale da Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 74.

Il sistema monistico di amministrazione e controllo è un modello di *governance* fortemente innovativo, appartenente alla tipologia “*One-tier system*”, in cui vi è un unico organo di governo societario, cioè il Consiglio di Amministrazione, che nomina, al proprio interno, i componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Al primo spetta la gestione esclusiva della società; il secondo svolge attività di controllo. Si tratta di un modello di origine anglosassone, introdotto in Italia con la riforma del diritto societario del 2003, finalizzato a semplificare e a rendere maggiormente flessibile la gestione dell’impresa, facilitando la circolazione delle informazioni tra gli organi societari, ottenendo risparmi di tempi e di costi ed assicurando un livello di trasparenza più elevato nell’azione dei medesimi³⁴.

Il ruolo ricoperto dall’Assemblea dei Soci, nonché le funzioni ad essa riconducibili, è equivalente a quanto disposto dal legislatore per ciò che riguarda il sistema tradizionale.

³⁴Vietti, M. (2014), *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla “Riforma Vietti*, Utet Giuridica.

Ugualmente, la disciplina relativa al Consiglio di Amministrazione, il quale è titolare della gestione dell'impresa sociale, corrisponde a quella prevista per il CdA nel citato sistema, compresa la sezione inerente alla responsabilità degli amministratori. Inoltre, per le società che adottano il modello monistico, è previsto che almeno un terzo dei membri di tale organo societario possenga i requisiti di indipendenza per i sindaci³⁵ e quindi effettui attività di controllo sull'operato degli amministratori esecutivi. In relazione ai comitati endoconsiliari, in base a quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina, essi assumono la stessa denominazione e le medesime funzioni previste dallo stesso per ciò che concerne l'organo amministrativo nel sistema tradizionale di amministrazione e controllo³⁶.

Il Comitato per il Controllo sulla Gestione ha il compito di vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e di quello amministrativo e contabile³⁷. I componenti del Comitato devono riunirsi periodicamente, almeno ogni novanta giorni, con possibilità di utilizzare mezzi telematici se lo Statuto lo prevede; è obbligatoria la redazione di un verbale della riunione, nel quale il dissenziente possiede il diritto di far iscrivere le proprie motivazioni.

Per quanto concerne le società quotate, i componenti del Comitato devono essere almeno tre, i quali, oltre ai precitati requisiti di indipendenza, hanno l'obbligo di possedere il requisito di onorabilità; in aggiunta, almeno uno di essi deve essere un revisore legale dei conti. Ai membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione non possono essere assegnate deleghe connesse alla gestione societaria, né tantomeno mansioni attinenti ad essa, alla controllante della società o alle sue controllate; ciò è coerente con il principio che afferma la divisione di compiti all'interno del Consiglio di Amministrazione tra determinati consiglieri, a cui sono affidate funzioni di gestione ed altri, invece, che si concentrano sul controllo. Tuttavia, fuori dal perimetro di incompatibilità, si colloca la partecipazione a decisioni collegiali rilevanti, anche di gestione, quali il rilascio delle deleghe a singoli amministratori o a comitati esecutivi, la loro revoca, la deliberazione sul bilancio da

³⁵I requisiti di indipendenza sono implicitamente deducibili dall'art. 2399, Codice Civile, di seguito riportato.

“Non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti, decadono dall'ufficio:

a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382;

b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;

c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

La cancellazione o la sospensione dal registro dei revisori legali e delle società di revisione legale e la perdita dei requisiti previsti dall'ultimo comma dell'articolo 2397 sono causa di decadenza dall'ufficio di sindaco.

Lo Statuto può prevedere altre cause di ineleggibilità o decadenza, nonché cause di incompatibilità e limiti e criteri per il cumulo degli incarichi.”

³⁶Si veda il Criterio Applicativo 10.C.2., art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

³⁷Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 75.

sottoporre all'Assemblea, la convocazione di assemblee straordinarie per l'approvazione di progetti di fusione, scissione. Il Comitato ha l'ulteriore compito di curare i rapporti con il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti: esso è nominato dall'Assemblea, previa proposta motivata da parte dei membri dell'organo di controllo; per di più, spetta a questi ultimi l'onere di informare annualmente l'organo di rappresentanza dei soci circa l'attività di vigilanza svolta. Almeno un membro del Comitato per il Controllo sulla Gestione deve essere eletto dalle minoranze azionarie, attraverso il "voto di lista", analogamente a ciò che la legge dispone per il sistema tradizionale. Il Consiglio di Amministrazione può revocare uno o più componenti, i quali restano comunque membri dello stesso Consiglio, e successivamente sostituirli con profili aventi i requisiti necessari.

1.4 PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA DEI RISPETTIVI SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

Ogni sistema di amministrazione e controllo, del quale sono state descritte le caratteristiche essenziali nel precedente capitolo, presenta, dal punto di vista applicativo, dei punti di forza ed altri di debolezza. I primi rappresentano fattori che incentivano le imprese a adottare il modello considerato; i secondi, viceversa, spingono le società a prevedere e attuare misure e accorgimenti, volti alla risoluzione e al superamento delle relative criticità.

1.4.1 MODELLO TRADIZIONALE

Per quanto concerne il sistema tradizionale, nato oltre 130 anni fa con il Codice di Commercio del 1882, elementi portanti sono il ruolo rilevante, seppur soggetto a ridimensionamento negli ultimi anni³⁸, dell'Assemblea degli Azionisti e la netta separazione tra l'attività amministrativa (mansione che spetta al Consiglio d'Amministrazione) e quella di controllo (effettuata dal Collegio Sindacale). L'organo di rappresentanza sociale, nominando e, eventualmente, revocando i membri del CdA, può scegliere, in ottemperanza ai requisiti richiesti dalla legge, quali soggetti porre al vertice dell'amministrazione ed influenzarne indirettamente le decisioni, garantendo il perseguimento e la tutela dell'interesse degli azionisti. La peculiarità di avere, nel citato modello di *governance*, due organi distinti, relativamente alle funzioni di gestione e di controllo, assicura la non sovrapposizione delle stesse in capo ai medesimi individui: ciò permette una maggiore specializzazione, in termini operativi, dei rispettivi componenti ed un più efficace e trasparente controllo dei sindaci sull'attività dei consiglieri, rispetto a quanto verrà riportato in seguito in relazione al sistema monistico di amministrazione e controllo. Un ulteriore vantaggio di tale modello risiede nella centralità conferitagli nel Codice Civile: come si è riportato nel precedente paragrafo, le norme dello stesso, inerenti agli organi societari, alle loro funzioni ed alla loro composizione fanno riferimento al sistema tradizionale; il

³⁸Si veda pag. 6 del presente elaborato.

legislatore aggiunge che le suddette disposizioni devono essere applicate anche agli organi degli altri modelli, qualora la società abbia optato per un sistema di amministrazione e controllo differente. Adottare il più longevo tra i modelli utilizzabili determinerebbe l'insorgere di un minor numero di dubbi interpretativi della disciplina, essendo essa direttamente riconducibile a quest'ultimo³⁹. Nello specifico, data l'ampia diffusione del modello a livello nazionale, l'approccio pratico dello stesso e i relativi criteri applicativi risultano essere maggiormente noti rispetto a quelli concernenti i sistemi alternativi di amministrazione e controllo.

Nel modello tradizionale, la presenza di tre organi nell'assetto organizzativo comporta la sussistenza di alcuni limiti, intesi sia in ottica di velocità di scambio di flussi informativi, che di veri e propri costi da sostenere per la società. *In primis*, scambiarsi informazioni, riguardanti determinate operazioni societarie da compiere, sistema di controllo interno, procedimenti operativi, prassi organizzative e di *governance*, che debbano essere equamente condivise tra gli organi sociali e tra i membri degli stessi, richiede tempi lunghi, data la numerosità dei soggetti coinvolti, e rallenta il processo decisionale, minandone l'efficienza. Avere CdA e Collegio Sindacale, con annesse eventuali figure esterne di supporto, significa per la società ritrovarsi in conto economico costi superiori, se comparati ad un modello di governo societario costituito da un solo organo, che svolge più compiti.

In Europa, gran parte delle società quotate, è amministrata tramite sistemi di amministrazione e controllo di tipo dualistico e monistico, non essendo previsto il tradizionale⁴⁰. Adottare quest'ultimo equivarrebbe a discostarsi dalla prassi consolidata a livello europeo e ciò potrebbe ridurre l'attrattività e l'appetibilità della società agli occhi degli investitori internazionali, attori cruciali nell'epoca odierna della globalizzazione e dell'allargamento dei mercati⁴¹.

Nonostante i punti di debolezza descritti, il sistema tradizionale di amministrazione e controllo è attualmente adottato da 227 società italiane su 231 quotate alla Borsa di Milano⁴² (il 98% del totale).

1.4.2 MODELLO DUALISTICO

Il modello dualistico, introdotto in Italia con la riforma del diritto societario del 2003, contempla una chiara separatezza della gestione della società rispetto alla base azionaria: ciò rafforza l'indipendenza e l'efficienza del *management*, che è esposto in minor misura, in comparazione al sistema tradizionale, all'influenza, seppur indiretta, dei soci sulle scelte gestionali ed amministrative. Tale modello consente di

³⁹Alvaro S., D'Ermo D., Gasparri G. (2015), *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici, Consob.

⁴⁰Bosetti L. (2017), *La Corporate Governance nell'Unione Europea: interventi di armonizzazione e best practices*, G.Giappichelli, Torino.

⁴¹De Molli V., Visani M. (2015), *I vantaggi del modello monistico*, www.ilsole24ore.it.

⁴²Relazione 2018 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, redatta dal Comitato per la Corporate Governance.

identificare in maniera più precisa le differenze, relativamente a compiti e funzioni, tra l'organo gestorio e quello deputato alla vigilanza e/o alla definizione degli indirizzi strategici dell'ente, garantendo livelli di trasparenza più elevati e riduzione dei potenziali rischi di conflitti di interesse, riconducibili ai membri del Consiglio di Sorveglianza. La distinzione, attinente alle rispettive mansioni di quest'ultimo e del Consiglio di Gestione, rende efficiente il sistema di *governance*, per ciò che concerne gli aspetti appena riportati, se l'organo gestorio non assume dimensioni pletoriche, bensì è composto “da un limitato numero di amministratori esecutivi, o comunque attivamente coinvolti nell'attività di gestione”⁴³ e, se, al Consiglio di Sorveglianza sono “attribuite funzioni di alta amministrazione, con competenza a deliberare in merito alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari dell'emittente”⁴⁴. Si ritiene, inoltre, che tra i benefici generati dall'adozione del duale, ci sia la facoltà di bilanciare l'esigenza di una salda unità di direzione e governo con quella relativa alla rappresentanza degli interessi degli azionisti nell'assetto di governo societario.

Per contro, sono state riscontrate delle criticità nell'implementazione del suddetto sistema. Innanzitutto una potenziale asimmetria informativa all'interno degli organi di governo e tra gli organi stessi, circostanza legata alla “eccessiva lontananza della funzione gestoria da quella di controllo e da quella di supervisione strategica”⁴⁵. Una catena decisionale lunga, data la necessità di interpellare tutti i soggetti in essa coinvolti, rappresenta un punto di debolezza, che accomuna il modello duale al tradizionale. Il ruolo centrale assegnato al Consiglio di Sorveglianza, vista la facoltà di prevedere nello Statuto che quest'ultimo deliberi anche “in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società predisposti dal Consiglio di Gestione, ferma in ogni caso la responsabilità di questo per gli atti compiuti”⁴⁶, rischia di relegare il Consiglio di Gestione a puro organo marginale, venendo a mancare quindi una figura che garantisca una effettiva gestione ordinaria dell'impresa. In aggiunta, l'attribuzione al Consiglio di Sorveglianza di tali competenze potrebbe influire sulla efficacia dell'attività di vigilanza e controllo a cui lo stesso organo è preposto. Esso verrebbe infatti chiamato a valutare se determinate operazioni, cui il medesimo concorre a determinare, siano in linea con la legge, lo Statuto e conformi a principi di corretta amministrazione.

Il sistema in esame è poco utilizzato dalle società quotate italiane; secondo i dati disponibili, risalenti a marzo 2019, sono solamente due coloro che hanno optato per l'adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo: Società Sportiva Lazio S.p.A ed Unione di Banche Italiane S.p.A. (UBI Banca)⁴⁷, il cui caso verrà approfondito nel terzo capitolo.

⁴³Si veda il Commento, art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

⁴⁴Si veda il Commento, art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

⁴⁵Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 85.

⁴⁶Si veda l'art. 2409 terdecies, *Codice Civile*.

⁴⁷*Relazione 2018 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, redatta dal “Comitato per la Corporate Governance.

Volendo indicare quando sarebbe opportuno e produttivo adottare tale sistema di governo societario, le imprese a controllo familiare, peraltro presenti in misura prevalente nel nostro paese, potrebbero essere il *target* di riferimento a tal riguardo: infatti, previa applicazione del modello duale, esse potrebbero collocare esponenti della famiglia nel Consiglio di Sorveglianza ed attribuire la gestione della società ad uno più manager, con l'intento di modulare la *governance* dell'impresa. Nei grandi gruppi, inoltre, le imprese controllate potrebbero ricorrere al dualistico, nei cui rispettivi organi di supervisione strategica potrebbero essere inseriti dirigenti professionisti; in tal caso, l'attività di direzione e di coordinamento della *holding* si esprimerebbe nel Consiglio di Sorveglianza. Essendo i sistemi alternativi di amministrazione e controllo, in particolare il dualistico, largamente diffusi all'estero, potrebbe essere nell'interesse delle imprese italiane adottare tale modello, in virtù di rapporti continuativi, legati all'appartenenza allo stesso gruppo, *partnership* oppure collaborazioni commerciali, con enti adottanti i relativi sistemi⁴⁸.

1.4.3 MODELLO MONISTICO

Con l'obiettivo di semplificare e rendere maggiormente flessibili le strutture di governo societario delle società quotate, per consentire a queste ultime "di rispondere efficacemente alle nuove e diversificate esigenze di un mercato dei capitali ormai globalizzato"⁴⁹, è stata profondamente riformata la disciplina dei sistemi di amministrazione e controllo, facendo rientrare, tra i modelli di *governance* adottabili, il monistico. La sua attuazione, nella pratica, fa sì che ci sia una chiara ripartizione di ruoli e responsabilità tra Consiglio di Amministrazione e Comitato per il Controllo sulla Gestione, nominato al suo interno. L'efficienza dell'attività di controllo, spettabile a quest'ultimo, sarebbe assicurata dall'assegnazione ai membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione dei compiti eventualmente assolti dal Comitato Controllo e Rischi nel sistema tradizionale; "la soluzione indicata risponde all'esigenza di evitare la compresenza, all'interno del Consiglio di Amministrazione, di due comitati con funzioni, seppur non uguali, evidentemente simili, soluzione ritenuta poco funzionale"⁵⁰. L'accentramento delle funzioni di supervisione strategica e di gestione in un unico organo (il Consiglio di Amministrazione) determina un'ottimizzazione della snellezza e dell'efficienza del processo decisionale, posto il persistere della facoltà dell'organo amministrativo di delegare propri poteri nel rispetto delle disposizioni normative al consigliere delegato oppure a comitati e/o manager nell'ambito di un bilanciato sistema di deleghe; l'adozione del sistema monistico, inoltre, conduce all'efficientamento dell'attività dei comitati endoconsiliari, considerato che i medesimi fanno parte dell'organo con funzioni di gestione oltre che di supervisione strategica. Un altro elemento caratterizzante è rappresentato dalla partecipazione della

⁴⁸Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE, pag. 79.

⁴⁹Alvaro S., D'Ermo D., Gasparri G. (2015), *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici, Consob.

⁵⁰Si veda il Commento, art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

funzione di controllo alle decisioni inerenti alla strategia dell'impresa: la composizione del Comitato per il Controllo sulla Gestione, costituito da membri facenti parte anche del CdA, rafforza l'attività di tale funzione, così come avviene nel sistema dualistico di amministrazione e controllo, per il quale i compiti di supervisione strategica e di controllo rientrano tra le competenze del Consiglio di Sorveglianza. Per ciò che riguarda i flussi informativi, la loro circolazione risulta essere maggiormente completa ed immediata, data la presenza nel CdA, dei membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione; il beneficio riportato è diretta conseguenza anche della ricorrente condivisione di informazioni tra i consiglieri di amministrazione, che si occupano della definizione degli indirizzi strategici, ed il consigliere delegato, al quale spetta l'attuazione degli stessi ed il compito di garantire l'interazione tra le diverse componenti del Consiglio. Ulteriori vantaggi prodotti dall'adozione del sistema monistico di amministrazione e controllo sono:

- presenza preponderante di amministratori indipendenti e/o non esecutivi che devono contribuire attivamente al processo di controllo e bilanciamento reciproco nei riguardi dei consiglieri esecutivi dell'organo di amministrazione;
- ampliamento degli ambiti nei quali l'Assemblea degli Azionisti possiede il potere di deliberare, con l'attribuzione alla medesima della competenza relativamente all'approvazione del bilancio e dell'insieme delle politiche di remunerazione e incentivazione, nonché alla nomina dei membri del CdA;
- riconoscibilità oltre i confini nazionali del modello, con conseguente assenza di ostacoli ai fini di potenziali interventi di investitori esteri e/o concernenti l'applicazione delle norme regolamentari delle autorità di vigilanza.

Ad oggi, le società quotate che hanno deciso di adottare il modello monistico di amministrazione e controllo sono CHL-Centro HL Distribuzione S.p.A. ed Intesa Sanpaolo S.p.A.⁵¹, di cui si tratterà successivamente; esse rappresentano il 2% del totale. La scarsa adozione è in parte legata alla mancanza di una disciplina normativa autonoma, unita ad “una diffusa lacuna conoscitiva dei modelli alternativi e alla naturale prudenza dell'azionista nello sperimentare sistemi lontani dalla prassi”⁵². Un fattore di debolezza del modello, che potrebbe indurre a screditarlo, riducendone di conseguenza l'utilizzo, è rappresentato dal meccanismo di nomina dei membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione: infatti sono i consiglieri d'amministrazione a nominare questi ultimi; ciò espone inevitabilmente il sistema monistico a critiche, circa l'effettività del controllo dell'attività del CdA da parte dell'organo eletto al suo interno. L'efficacia del controllo sarebbe compromessa dalla commistione tra le funzioni di amministrazione e controllo e dal venir meno del requisito d'indipendenza dei controllori nei confronti dei controllati.

⁵¹Relazione 2018 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, redatta dal Comitato per la Corporate Governance.

⁵²De Molli V., Visani M. (2015), *I vantaggi del modello monistico*, www.ilsole24ore.it.

L'adozione del sistema monistico potrebbe rivelarsi vincente per realtà aziendali di medie e grandi dimensioni ad azionariato diffuso, che intendano avvalersi di figure indipendenti e di alto *standing* professionale, dato il ruolo chiave che esse ricoprono nel modello, e che siano controllate e/o partecipate da soggetti esteri, i quali con maggiore consuetudine si confrontano con il sistema monistico⁵³.

2. IL CAMBIAMENTO DI SISTEMA DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

Dopo aver fornito una panoramica delle principali caratteristiche dei sistemi di amministrazione e controllo, unitamente ai vantaggi ed agli svantaggi connessi all'implementazione fattiva degli stessi, si procede con l'esposizione dei casi aziendali, compresi nel campione che ci si prefigge di esaminare, costituito da società quotate che hanno optato per il cambiamento del proprio modello di *governance*. In relazione a ciò, il Codice di Autodisciplina delle società quotate raccomanda che gli amministratori informino i soci ed il mercato circa le motivazioni alla base della modifica del sistema di amministrazione e controllo; ai membri dell'organo amministrativo, inoltre, si richiede di illustrare in dettaglio nella "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" dell'anno successivo al cambiamento, nonché di quelli ad esso seguenti, le modalità attraverso cui le raccomandazioni del Codice sono state attuate nel nuovo modello⁵⁴.

L'obiettivo dell'analisi campionaria è quello di verificare se la modifica di sistema di amministrazione e controllo abbia condotto, nelle imprese analizzate, *in primis*, ad un efficientamento organizzativo, in termini di processo decisionale, flussi informativi intercorrenti tra gli organi societari, trasparenza e *accountability*⁵⁵ dell'attività dei medesimi, flessibilità delle strutture organizzative e del sistema di controllo interno. Nella prima fase del lavoro, per ogni società, saranno presentati il *business* di riferimento, l'assetto azionario, il modello di amministrazione e controllo adottato con annesse ragioni condizionanti la scelta iniziale e il relativo grado di efficienza organizzativa. Successivamente, si indagherà circa le motivazioni che hanno fatto sì che l'impresa cambiasse il proprio sistema di *governance*: a tal fine le Relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari rappresenteranno fonti di primaria importanza per compiere una disamina chiara ed attendibile; a ciò seguirà la rilevazione dell'efficientamento organizzativo ottenuto. Si precisa che, del campione esaminato, fanno parte anche società che hanno modificato per ben due volte il modello di amministrazione e controllo, in conseguenza di fusioni aziendali o di altri eventi, i quali hanno segnato la struttura organizzativa interna e le relative esigenze di *governance* (Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A., UBI Banca S.p.A. e Banco BPM S.p.A.). Inoltre, gli enti analizzati non hanno concesso ai soci

⁵³Franzoia E. (2011), *Adozione del sistema monistico o "governance" tradizionale?*, dalla rivista Diritto e pratica delle società: quindicinale di interpretazione, documentazione e sintesi in materia societaria, a cura del Sole 24 Ore.

⁵⁴Si vedano i Principi 10.P.2. e 10.P.3., Art. 10, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

⁵⁵Dall'*Enciclopedia Treccani*, Dizionario di Economia e Finanza.

Responsabilità incondizionata, formale o non, in capo a un soggetto o a un gruppo di soggetti ("accountors"), del risultato conseguito da un'organizzazione (privata o pubblica), sulla base delle proprie capacità, abilità ed etica.

dissenzienti o assenti, in seguito al citato cambiamento, la facoltà di esercitare il diritto di recesso, per il quale è necessaria la sussistenza di una o più cause previste dalla legge⁵⁶. Esso è stato riconosciuto, nei casi relativi a UBI Banca S.p.A. e Banco BPM S.p.A., esclusivamente in virtù di modifiche statutarie disposte in concomitanza delle rispettive operazioni straordinarie di fusione⁵⁷.

2.1 INTESA SANPAOLO S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca italiana, quotata sul Mercato Telematico Azionario (MTA⁵⁸), ed appartiene al Gruppo Intesa Sanpaolo, operante in Europa, America, Asia ed Africa, del quale la società è

⁵⁶Si veda l'art. 2437, *Codice Civile*, di seguito riportato.

“Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale. quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) il trasferimento della sede sociale all'estero;
- d) la revoca dello stato di liquidazione;
- e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo Statuto;
- f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- g) le modificazioni dello Statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

Salvo che lo Statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all'approvazione di deliberazioni riguardanti:

- a) la proroga del termine;
- b) l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari.”

Tra le cause legali di recesso, non è inclusa letteralmente la modifica del sistema di amministrazione e controllo; la scelta del legislatore indica evidentemente che l'adozione di un diverso modello di *governance* nel corso della vita della società non comporta un mutamento tale delle condizioni di rischio in cui il socio incorre da giustificare il diritto di recesso.

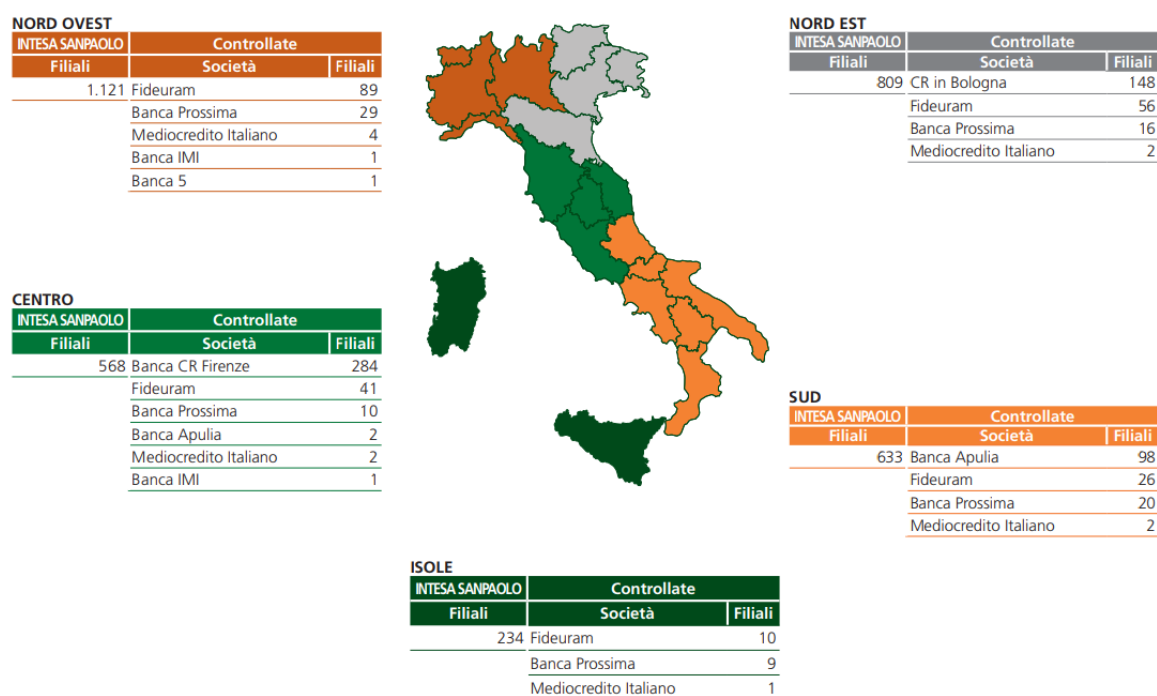
Un pensiero minoritario sostiene che l'ipotesi della variazione del sistema di governo societario sia riconducibile alla causa di recesso relativa alla lettera g (“modificazioni dello Statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”) dell'art 2437. A tal riguardo, Fratini e Baschetti, in *Le società di capitali: percorsi giurisprudenziali* (2010), GIUFFRÈ EDITORE affermano che nel passaggio dal tradizionale al sistema dualistico o al monistico, l'incidenza sui diritti di voto e di partecipazione, spettanti all'azionista, non sarebbe altro che l'effetto indiretto della delibera Assemblea re, essendo la riallocazione delle funzioni e dei compiti tra gli organi societari l'oggetto della stessa; inoltre, essa non modificherebbe il contenuto patrimoniale e/o amministrativo del diritto o sulla sua titolarità, bensì condizionerebbe la dialettica intercorrente tra gli organi della società. Allo stesso tempo, il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo comporterebbe il mutamento della struttura organizzativa e corporativa interna alla società, ben diversa da quanto avviene nell'operazione di trasformazione della stessa, che rappresenta una causa tipizzata di recesso del socio. Tale idea risulta essere la più diffusa in dottrina e nella prassi sociale.

⁵⁷Per la trattazione sintetica dei casi citati, si rimanda ai rispettivi paragrafi.

⁵⁸Il mercato telematico azionario MTA è suddiviso in 3 segmenti: Il segmento “Blue Chip”, per società con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro; Lo “Star”, (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti) dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo, che possiedono requisiti di eccellenza: esse s'impegnano a rispettare impegni particolari in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance. Il segmento “Standard”, per le altre società con capitalizzazione tra € 40

Capogruppo. Soffermandosi sulla *holding*, essa “ha per oggetto la raccolta del risparmio e l’esercizio del credito nelle sue varie forme, direttamente o anche per il tramite di società controllate, nonché ogni altra operazione strumentale o connessa al raggiungimento dello scopo sociale”⁵⁹. Intesa Sanpaolo S.p.A. opera, nella penisola italiana per mezzo di BANCAPULIA, BANCA 5, BANCA CR FIRENZE, BANCA IMI, BANCA PROSSIMA, CARISBO, FIDEURAM e MEDIOCREDITO ITALIANO⁶⁰.

Figura 4. Distribuzione geografica in Italia di Intesa Sanpaolo S.p.A. e delle sue controllate, al 28 Marzo 2019.



Fonte 4. www.intesasnpaolo.com.

La società, che ha la propria sede legale a Torino, impiega 96.478 dipendenti ed ha realizzato nel 2018 un utile netto di 4,050 miliardi. Dal punto di vista dell’assetto proprietario, Compagnia di San Paolo e Fondazione Cariplo sono i maggiori azionisti, aventi rispettivamente una quota pari al 6,790% ed al 4,381% del capitale sociale, quest’ultimo complessivamente ammontante a 9.085.534.363, 36 euro e suddiviso in 17.509.481.027 azioni ordinarie prive del valore nominale⁶¹.

In ottica operativa, la struttura organizzativa della banca contempla cinque aree di *business*: “Banca dei Territori” (*focus* sul mercato e centralità del territorio, al fine di rafforzare le relazioni con individui, piccole

m e € 1 mld di euro. Il mercato, nel quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant, è gestito da Borsa Italiana S.p.A..

⁵⁹Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018).

⁶⁰www.group.intesasnpaolo.com.

⁶¹Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018).

e medie imprese ed enti *noprofit*), “Corporate e Investment Banking”, la quale comprende le attività di *capital markets*⁶² e *investment banking*⁶³ nei confronti di imprese ed istituzioni finanziarie; le divisioni “Asset Management”, “Private -banking” (che offre prodotti e servizi mirati a clienti selezionati) e “Insurance” (offerta di prodotti assicurativi e previdenziali).

2.1.1 ADOZIONE DEL SISTEMA DUALISTICO

Intesa Sanpaolo nasce, come società combinata, il 1° gennaio 2007 in seguito alla fusione per “incorporazione”⁶⁴ in Banca Intesa⁶⁵ di Sanpaolo IMI⁶⁶. La prima era la *holding* del Gruppo Intesa (che svolgeva attività di *private banking*⁶⁷, *wealth management*⁶⁸, *M&A*, *merchant banking*⁶⁹, finanza strutturata e *capital markets*), il secondo, oltre che di *commercial banking*, si occupava anche di gestione del risparmio e previdenza. Entrambe le banche, fin dalla loro fondazione, in precedenza all’operazione straordinaria che li ha viste protagoniste, avevano adottato il modello di *governance* di tipo tradizionale, unico utilizzabile sino al 2003, anno della Riforma del diritto societario.

Per quanto concerne Banca Intesa, in base alla “Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di Autodisciplina delle società quotate” del 2006, le Assemblee ordinaria, straordinaria e il CdA avevano il compito di deliberare sulle materie disposte dalla legge⁷⁰. Al Comitato Esecutivo spettavano tutti i poteri e le attribuzioni che non erano riservati alla competenza esclusiva del Consiglio di Amministrazione, nei limiti eventualmente previsti dai Regolamenti interni: concessione di fidi e assunzione di rischi con la clientela⁷¹. L’attività di controllo era effettuata dal Collegio Sindacale di Banca Intesa, il quale vigilava sulle materie previste dalla normativa vigente⁷².

⁶²Trattasi di attività di gestione di strumenti finanziari: azioni, obbligazioni, derivati, emessi dai clienti di una banca, istituzione finanziaria.

⁶³Trattasi di attività di consulenza legale, finanziaria, fiscale e di intermediazione, tipiche delle banche d’investimento.

⁶⁴Tipologia di fusione, per la quale una delle società coinvolte nell’operazione (“incorporante”) resta in vita ed ingloba tutte le altre che si estinguono (“incorporate”); ai soci dell’entità estinte, in sostituzione della partecipazione che detenevano in precedenza, vengono assegnate le azioni o quote della società incorporante, in base al rapporto di cambio, prefissato nel -Progetto di fusione.

⁶⁵Nata nel 1998, dall’integrazione di Cariplo e Banco Ambrosiano Veneto.

⁶⁶Nato nel 1998, dalla fusione dell’Istituto Bancario San Paolo di Torino e IMI (Istituto Mobiliare Italiano).

⁶⁷Offerta di servizi bancari e finanziari a clienti di alto profilo patrimoniale.

⁶⁸Attività di gestione del risparmio.

⁶⁹www.borsaitaliana.it, fornisce la seguente definizione a riguardo.

“Attività finanziarie mediante le quali un investitore istituzionale rileva quote di una società sia acquisendo le azioni, sia portando nuovi capitali all’interno di una società obiettivo”.

⁷⁰Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006).

⁷¹Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006).

⁷²Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006).

Il sistema tradizionale adottato da Sanpaolo IMI risultava essere, in termini formali, sostanzialmente equivalente rispetto al modello di governo societario di quella che sarebbe diventata la sua *partner* nella fusione. Da quanto indicato nella “Relazione sul governo societario”, datata 2006, la struttura organizzativa di Sanpaolo IMI prevedeva, inoltre, la presenza, all’interno del CdA, dei seguenti comitati:

- Comitato Tecnico Audit, al quale erano assegnate funzioni di amministrazione;
- Comitato Tecnico per la Remunerazione e gli Orientamenti sulle Politiche del Personale;
- Comitato Etico.

Questi ultimi erano titolari di mansioni consultive, istruttorie e di controllo.

Il modello di *governance*, implementato dalle due banche, aveva garantito la qualità dei ricorrenti flussi informativi scambiati degli organi societari e un processo decisionale rapido e trasparente, nel quale il CdA rivestiva una figura chiave⁷³. L’Assemblea degli Azionisti, per tutelare gli interessi degli stessi, riusciva efficacemente a controllare che tutte le decisioni operative prese dall’organo amministrativo fossero indirizzate a produrre valore aggiunto e benefici per la compagine sociale⁷⁴.

Le motivazioni alla base della decisione, condivisa dalle parti, di optare per il modello duale di *governance*, risiedevano innanzitutto nel largo utilizzo del medesimo da parte delle società di più grandi dimensioni e con azionariato diffuso, con sede in Unione Europea: la banca, risultato dell’operazione, sarebbe stata ai vertici del sistema bancario europeo e di conseguenza tale scelta in questo senso era parsa naturale⁷⁵. In secondo luogo, il dualistico avrebbe determinato una netta separazione tra proprietà e gestione della società, in quanto il Consiglio di Sorveglianza si sarebbe posto come mediatore, intermediario tra l’Assemblea degli Azionisti ed il Consiglio di Gestione, garantendo maggior trasparenza e riduzione dei potenziali rischi di conflitto di interessi, rispetto al sistema tradizionale⁷⁶.

Nel Progetto di fusione, predisposto e redatto il 12 ottobre 2006, gli organi amministrativi delle rispettive banche avevano proposto l’adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo. Da ciò che risulta dalla “Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI”, “il ruolo poliedrico attribuito dalla legge e, come si dirà *infra*, dallo Statuto al Consiglio di Sorveglianza, posto al centro della dialettica interna alla Società, enfatizza il distacco tra la funzione del controllo e degli indirizzi strategici, da un lato, e la funzione della gestione dall’altro, consentendo di delineare al meglio ruoli e responsabilità degli organi sociali, anche a garanzia di una sana e prudente gestione della banca”. Le Assemblee dei Soci delle società hanno approvato, in seduta straordinaria, il giorno 1 dicembre 2006, il

⁷³Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006), Banca Intesa e “Relazione sul Governo Societario” (2006), Sanpaolo IMI.

⁷⁴Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006), Banca Intesa e “Relazione sul Governo Societario” (2006), Sanpaolo IMI.

⁷⁵Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

⁷⁶Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

progetto citato, di fatto sancendo l'adozione del modello dualistico di *governance*. Si fa notare che, la scelta del sistema duale, aveva reso necessaria una profonda modifica dello Statuto, in ottemperanza con quanto indicato dalla legge ed al fine di porre “particolare attenzione alla salvaguardia dei diversi ruoli degli organi (Consiglio di Gestione, Consigliere Delegato, Presidente del Consiglio di Gestione, Consiglio di Sorveglianza e Presidente del Consiglio di Sorveglianza”), anche in funzione delle rispettive responsabilità, di diritto comune e di vigilanza, assicurando al tempo stesso il necessario coordinamento nella loro azione, attraverso un articolato meccanismo di proposte e pareri preventivi, nelle materie più rilevanti attribuite alla competenza di ciascun organo”⁷⁷. Nello specifico, nel documento statutario era prevista l'attribuzione al Consiglio di Sorveglianza, su proposta del Consiglio di Gestione, di compiti di alta direzione, quali:

- deliberare circa gli indirizzi generali, programmatici e strategici della banca;
- verificare la coerenza con questi ultimi delle iniziative assunte dal Consiglio di Gestione.

Lo Statuto disponeva, in seguito all'adozione del modello dualistico di governo societario, l'istituzione, all'interno del Consiglio di Sorveglianza, dei seguenti comitati tecnici:

- Comitato Nomine, avente funzioni propositive e selettive relativamente alla nomina dei membri del Consiglio di Gestione;
- Comitato Remunerazione, avente il compito di avanzare proposte in relazione ai compensi ai sensi di legge e di Statuto;
- Comitato per il Controllo, caratterizzato da funzioni di controllo e di vigilanza.

Esso era costituito all'interno del Consiglio di Sorveglianza, anziché del Consiglio di Gestione, “in funzione delle competenze, ulteriori, rispetto a quelle di controllo e sorveglianza, che al Consiglio di Sorveglianza sono attribuite e delle sue connesse responsabilità, anche in materia di alta amministrazione”⁷⁸; tale previsione risultava essere in linea con la *best practice* internazionale. Un'altra ragione alla base di tale scelta era legata alla migliore funzionalità dell'organo, per quanto riguarda “le attribuzioni che nel sistema tradizionale sono proprie del Collegio Sindacale e che avrebbero avuto oggettiva difficoltà ad essere assolte dal Consiglio in composizione plenaria”⁷⁹. Al Consiglio di Gestione erano assegnate, *ex lege*, le materie *ivi* descritte:

- fissazione dei criteri per il coordinamento e la direzione delle società del gruppo;
- definizione dei criteri di identificazione delle operazioni con parti correlate da riservare alla propria competenza.

A distanza di due anni dall'operazione straordinaria descritta con conseguente scelta del modello duale, in base alla “Relazione sul governo societario e informazione sugli assetti proprietari” del 2008, Intesa Sanpaolo sosteneva che esso “appare già sostanzialmente in linea” con le disposizioni di vigilanza adottate da

⁷⁷Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

⁷⁸Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

⁷⁹Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

Banca d'Italia con provvedimento del 4 marzo 2008⁸⁰, in materia di organizzazione e governo societario delle banche e che il sistema prescelto “consente un concorso nell’esercizio dell’attività di supervisione strategica in un quadro di attribuzioni chiaro e definito, in cui le proposte elaborate dal Consiglio di Gestione sono sottoposte alla approvazione del Consiglio di Sorveglianza”. Inoltre, “l’efficacia della relazione istituzionale tra i due organi collegiali è rafforzata dalle attribuzioni dei rispettivi Presidenti che garantiscono la corretta dialettica e attivazione dei due organi sociali”; ciò a dimostrazione dell’efficientamento organizzativo conseguito. In aggiunta, “Intesa Sanpaolo annette particolare valenza al bilanciamento di compiti e poteri realizzato con la definizione dei diversi ruoli dei propri Organi di vertice, anche in funzione della responsabilizzazione di ciascuno di essi, sia sotto il profilo del diritto comune, sia per le attribuzioni di vigilanza che sovrintendono all’attività d’impresa nel delicato settore dell’intermediazione del risparmio pubblico”⁸¹.

2.1.2 PASSAGGIO AL SISTEMA MONISTICO

Il 26 febbraio 2016 l’Assemblea straordinaria dei soci di Intesa Sanpaolo ha approvato il nuovo Statuto sociale, in relazione all’adozione del modello monistico di amministrazione e controllo, sulla base della “Relazione del Consiglio di Gestione” del 12 gennaio 2016⁸². Gli azionisti presenti hanno deliberato circa il passaggio al sistema citato, disponendo la sua applicazione a partire dal 27 aprile 2016⁸³.

Nella “Relazione del Consiglio di Gestione”, redatta precedentemente, sono riportate le motivazioni della scelta di abbandonare il dualistico ed i vantaggi attesi relativi al monistico. Il modello adottato in concomitanza con la fusione era caratterizzato da una tempistica lunga per quanto concerne il processo decisionale, da “asimmetrie informative all’interno degli Organi e tra gli Organi stessi, nonostante flussi

⁸⁰Secondo tali disposizioni, relativamente ai sistemi di amministrazione e controllo, le banche devono optare per il modello maggiormente idoneo a garantire l’efficacia dei controlli e l’efficienza della gestione societaria, tenuto conto anche dei costi legati all’adozione e al funzionamento del sistema prescelto. Le banche, a tal riguardo, considerano: le dimensioni e la complessità operativa dell’ente, la composizione della compagine azionaria e il relativo grado di apertura al mercato dell’*equity*, gli obiettivi strategici di medio e lungo periodo e la struttura organizzativa della società.

⁸¹*Relazione sul governo societario e informazioni sugli assetti proprietari* (2008).

^{82/83}Tali giorni rappresentano le *event date* prese in considerazione nell’analisi economico-finanziaria relativa ai corsi di borsa della banca, che verrà riportata nel terzo capitolo del presente lavoro; per tutte le società indagate, la diffusione della notizia del cambiamento di sistema di amministrazione e controllo è avvenuta in corrispondenza delle date di evento, al netto di eventuali fughe di news. Per quanto concerne Intesa, non è possibile escludere che la notizia in questione sia giunta a conoscenza del mercato precedentemente a questi giorni: la costituzione nel 2014, da parte dell’ente, della Commissione Governance potrebbe aver indotto gli investitori a pensare che, a prescindere dal modello che sarebbe poi stato adottato, l’abbandono del sistema tradizionale si sarebbe verificato in ogni caso. Ciò potrebbe aver influenzato il valore azionario della società anche nel relativo periodo, e non solo in quelli vicini alle *event date*.

informativi adeguati sotto il profilo qualitativo e quantitativo”⁸⁴. In aggiunta, si registrava uno scarso coordinamento tra le attività del Consiglio di Sorveglianza e quelle del Consiglio di Gestione⁸⁵. Per valutare al meglio l’incidenza di tali problematiche sull’assetto organizzativo dell’ente, nonché la possibilità di modificare il modello di amministrazione e controllo, è stata istituita nel 2014 una Commissione, in seno al Consiglio di Sorveglianza. Essa ha svolto una esauriente analisi, non solo esaminando “i profili teorici e giuridici della normativa applicabile e dei diversi modelli disponibili a livello nazionale ed europeo, ma verificando in concreto - tramite testimonianze ed esperienze significative da parte di esponenti di vertice di alcune banche concorrenti – la loro attuazione e i relativi ambiti di forza e di debolezza, con specifica attenzione anche al punto di vista degli investitori istituzionali”; l’obiettivo era quello di individuare il sistema “più idoneo nel concreto ad assicurare l’efficienza della gestione e l’efficacia dei controlli di Intesa Sanpaolo, tenuto conto degli obiettivi strategici di medio e lungo periodo, nonché delle dimensioni e della complessità operativa della Banca e del Gruppo”. La Commissione sosteneva che l’eventuale nuovo modello di *governance* dovesse prevedere l’attribuzione della funzione di controllo all’organo a cui spettano compiti di supervisione strategica: ciò a salvaguardia dell’immediatezza, dell’incisività e dell’efficacia della funzione di controllo, escludendo di fatto l’utilità di un potenziale ritorno al modello tradizionale. Conseguentemente, “il monistico è stato considerato come il sistema che meglio consente di replicare, nell’atto pratico, il positivo esercizio in contemporanea della funzione di supervisione strategica e della funzione di controllo, che ha dato prova di efficienza ed efficacia nell’ambito di applicazione del sistema dualistico”. L’adozione del nuovo modello citato, a detta dei consiglieri di gestione, permette l’accentramento, in un unico organo, della prima funzione riportata e di quella gestoria, in previsione di un equilibrato sistema di deleghe, per il quale quest’ultima sia assegnata a un componente del Consiglio (consigliere delegato e CEO) e, relativamente a determinate aree di attività, a manager esterni allo stesso. Ciò consente di “creare un rapporto più diretto tra chi determina gli indirizzi strategici (il Consiglio nel suo *plenum*) e chi li deve attuare (il Delegato alla gestione corrente); privilegiare l’immediatezza nella circolazione delle informazioni, con conseguenti risparmi di tempi e di costi; favorire una maggiore interazione e dialettica tra chi deve monitorare la coerenza della gestione con gli indirizzi strategici (il Consiglio nella sua collegialità ma soprattutto i Consiglieri non esecutivi) e il delegato della gestione”⁸⁶.

I vantaggi attesi dal passaggio al modello monistico vengono descritti di seguito. Innanzitutto, l’efficientamento della funzione di amministrazione in termini di “snellezza ed immediatezza” nelle relazioni intercorrenti tra gli organi sociali, senza sminuire l’importanza del ruolo svolto dai comitati endoconsiliari,

⁸⁴Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016.

⁸⁵Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016.

⁸⁶Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016.

attinente all'analisi istruttoria e di supporto decisionale⁸⁷. Inoltre, l'adozione del sistema citato avrebbe determinato la risoluzione alla radice delle principali inefficienze del dualistico emerse in sede di autovalutazione⁸⁸: rapporto indiretto e poco funzionale tra l'organo con funzioni di supervisione strategica e di controllo (il Consiglio di Sorveglianza), quello addetto alla gestione (il Consiglio di Gestione) e la figura delegata all'attività gestoria corrente (il consigliere delegato).

Il nuovo sistema di amministrazione e controllo prevede la presenza di un Consiglio di Amministrazione e di Comitato per il Controllo sulla Gestione. Il modello in auge è caratterizzato da: chiara ripartizione di ruoli e responsabilità tra gli organi, presenza preponderante di consiglieri non esecutivi e, tra di essi, dei consiglieri indipendenti (in numero di 14) capaci di garantire una equilibrata e corretta dialettica all'interno del Consiglio ed un'adeguata attività di controllo sulle scelte compiute da Consigliere Delegato, CEO e Management⁸⁹. In aggiunta, si registrano una elevata rappresentanza delle minoranze in Consiglio, un sistema di flussi informativi tempestivi all'interno degli organi societari e tra i medesimi e le funzioni aziendali, un efficace coordinamento delle attività del CdA da parte del Presidente dello stesso⁹⁰. L'adozione del modello monistico ha comportato la modifica dello Statuto Sociale. Tra le caratteristiche distintive del nuovo sistema, rispetto a quello precedentemente impiegato, è possibile riscontrare un aumento dei poteri dell'Assemblea, chiamata ad esprimersi in merito ai seguenti argomenti⁹¹:

- approvazione del bilancio di esercizio (mansione spettante in precedenza al Consiglio di Sorveglianza nel sistema dualistico) e distribuzione degli utili;
- nomina, revoca e determinazione dei compensi delle principali cariche sociali (compito affidato al Consiglio di Sorveglianza nel modello adottato in precedenza).

All'interno del Consiglio di Amministrazione sono stati costituiti quattro comitati:

- Comitato Nomine;
- Comitato Remunerazioni;
- Comitato Rischi;
- Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e Soggetti Collegati.

Essi sono titolari dei medesimi compiti a loro spettanti quando la società impiegava il sistema dualistico di amministrazione e controllo.

Nelle "Relazioni su governo societario e assetti proprietari" risalenti agli anni 2017 e 2018, la banca afferma di poter disporre di una chiara definizione dei ruoli, delle funzioni e dei poteri del CdA, dei Comitati endoconsiliari, del Presidente dell'organo amministrativo e di una netta semplificazione della dimensione e

⁸⁷Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016.

⁸⁸Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016.

⁸⁹Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018).

⁹⁰Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018).

⁹¹Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018).

della struttura degli organi, nonché del processo decisionale. Si registrano, inoltre, una forte presenza dei consiglieri indipendenti nel CdA e una elevata rappresentanza delle minoranze nell'odierno assetto di governo societario, il quale è in linea con le migliori pratiche internazionali. La rilevazione del positivo conseguimento dei fini riportati è avvenuta attraverso un processo di autovalutazione, effettuato sia all'interno dell'organo di gestione che da parte del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Tale processo ha previsto cinque fasi:

- Istruttoria: raccolta delle informazioni riguardanti la composizione quali-quantitativa ed il funzionamento degli organi, previa consultazione di documenti societari interni già a disposizione della banca e mediante questionari ed interviste individuali.
- Elaborazione dei dati: analisi delle informazioni raccolte, garantendo in ogni caso l'anonimato dei consiglieri.
- Esame comitato nomine: presentazione delle risultanze emerse successivamente all'elaborazione dei dati e discussione collettiva dei medesimi.
- Formalizzazione risultati: sintesi delle evidenze riscontrate e redazione del documento "Esiti dell'autovalutazione del CdA" (si intende comprese in esso anche l'autovalutazione dei membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione, in quanto inclusi nell'organo amministrativo), il quale riepiloga anche le metodologie di indagine adottate.
- Esame CdA: presentazione del suddetto documento al CdA, il quale attesta "l'adeguatezza della dimensione, composizione e funzionamento dell'Organo Consiliare e dei Comitati, tenendo conto delle evidenze emerse"⁹².

L'iter descritto ha condotto ai seguenti esiti. Il nuovo sistema di *governance* implementato si è rivelato capace di migliorare l'efficienza organizzativa della banca. Nel dettaglio, è stato possibile effettuare una "valutazione adeguata della composizione del Consiglio, per professionalità adeguate, e del suo positivo funzionamento"⁹³, nonché sviluppare il nuovo Piano di Impresa, condividendone approfonditamente i principi e gli obiettivi cardine in Consiglio. L'attività di *induction* continua, unitamente alla sua pianificazione, è stata qualitativamente eccellente ed efficace; il nuovo modello si è rivelato adeguato a garantire la fluidità dei flussi informativi aziendali. L'attività dei comitati endoconsiliari ha reso possibile l'approfondimento di tematiche specifiche ed il Comitato per il Controllo sulla Gestione ha svolto un "monitoraggio attento e continuo"⁹⁴ dei rischi d'impresa.

2.2 MEDIOBANCA S.p.A.

Mediobanca S.p.A. è una società quotata alla borsa di Milano, *holding* dell'omonimo gruppo. Nata nel 1946, svolge attività creditizia, di *investment banking* (per la quale è *leader* in Italia), di investimento azionario

⁹²Relazione su governo societario e assetti proprietari (2017).

⁹³Relazione su governo societario e assetti proprietari (2017).

⁹⁴Relazione su governo societario e assetti proprietari (2017).

e di consulenza professionale per clienti quali grandi gruppi industriali nazionali ed internazionali e imprese di medie dimensioni. Tramite società controllate, la banca è operativa nei segmenti del credito alle famiglie (Compass e Micos Banca), del *leasing* (Gruppo SelmaBipiemme), del *wealth management* (CheBanca!), del *private banking* (Compagnie Monégasque de Banque e Banca Esperia). Oltre che nel mercato italiano, il gruppo è presente all'estero con le sedi di Parigi, Madrid, Francoforte sul Meno, Londra, New York, Istanbul e Lussemburgo.

Figura 5. Distribuzione geografica delle società del Gruppo Mediobanca, al 28 Marzo 2019.



Fonte 5. www.mediobanca.com.

La società, avente sede legale a Milano, ha conseguito un utile di 863,9 milioni di euro⁹⁵, impiegando 4798 dipendenti. Al 30 giugno 2018, il capitale sociale, pari a 443.126.470 euro, era suddiviso in 886.252.940 azioni, avente ognuna valore nominale di 0,50 euro; ad ogni titolo azionario corrisponde la facoltà di esprimere un voto in Assemblea degli Azionisti. La compagine sociale è così composta: il Gruppo Unicredit possiede l'8,42% del capitale, il Gruppo Bollorè il 7,86%, il Gruppo BlackRock il 5,01%, il Gruppo Banca Mediolanum il 3,29%; ad INVESCO è riconducibile il 3,12% del valore complessivo delle azioni⁹⁶.

2.2.1 PASSAGGIO DAL SISTEMA TRADIZIONALE AL DUALISTICO

Fin dalla sua costituzione, l'assetto di *governance* di Mediobanca era caratterizzato dal sistema tradizionale di amministrazione e controllo: la composizione e le competenze dei relativi organi, nonché le relazioni intercorrenti tra Assemblea, CdA e Collegio Sindacale permettevano di “coniugare l'efficienza della gestione con l'efficacia dei controlli, e nel contempo perseguire il soddisfacimento degli interessi degli azionisti e la piena valorizzazione del management.”⁹⁷ Relativamente a tale modello, all'Assemblea dei Soci

⁹⁵Bilancio Consolidato (2018).

⁹⁶Relazione su governo societario e assetti proprietari (2018).

⁹⁷Relazione su governo societario e assetti proprietari (2006).

e al CdA erano riservati i compiti assegnati loro dalla legge⁹⁸⁹⁹. All'interno dell'organo amministrativo, erano stati istituiti:

- il Comitato per il Controllo interno, avente la funzione di assistere il Consiglio di Amministrazione nella definizione delle linee di indirizzo dei sistemi di controllo interno, verificandone l'effettiva adeguatezza e di valutare il piano di lavoro annuale, predisposto dal responsabile del controllo interno;
- il Comitato Remunerazioni, a cui spettava il compito di fornire pareri in relazione ai compensi di Presidente del CdA e Direttore Generale, inclusa l'eventuale attribuzione di *stock options*;
- il Comitato Nomine, avente la mansione di avanzare proposte concernenti la nomina dei membri dell'organo amministrativo¹⁰⁰.

Il compito del Collegio Sindacale era quello di vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società¹⁰¹, sulla base della normativa in vigore.

Il 20 maggio 2007, i Consigli di Amministrazione dei due azionisti di riferimento a quel tempo di Mediobanca, cioè Capitalia ed Unicredit, titolari a tale data rispettivamente del 9,6%¹⁰² e dell'8,8%¹⁰³ del capitale sociale della banca, avevano approvato il Progetto di fusione per incorporazione di Capitalia S.p.A. in UniCredito Italiano S.p.A., sancendo di fatto il compimento dell'operazione straordinaria. Alla base di essa, c'era la volontà di “consolidare due primari gruppi bancari in un mercato chiave con ampie prospettive di crescita”¹⁰⁴. In seguito a tale evento, che rendeva maggiormente compatto l'azionariato di maggioranza¹⁰⁵, ed unitamente al voler ampliare la platea dei soci, previo aumento dell'*appeal* internazionale del gruppo¹⁰⁶, era stato ritenuto necessario cambiare il sistema di amministrazione e controllo, passando al dualistico. L'Assemblea degli Azionisti di Mediobanca, in data 27 giugno 2007, aveva disposto l'adozione del sistema duale di amministrazione e controllo. La concernente delibera assembleare, disponente l'adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo, è successiva alla “Relazione del Consiglio di Amministrazione”, redatta il 23 maggio 2007, con la quale l'organo amministrativo aveva convocato l'Assemblea per discutere circa la modifica del modello di governo societario. Nel documento, si reputava il “principio di netta separazione

⁹⁸Relazione su governo societario e assetti proprietari (2006).

⁹⁹Si rimanda al primo paragrafo del primo capitolo del presente lavoro.

¹⁰⁰Relazione su governo societario e assetti proprietari (2006).

¹⁰¹Relazione su governo societario e assetti proprietari (2005).

¹⁰²www.consob.com.

¹⁰³www.consob.com.

¹⁰⁴www.unicredit.com.

¹⁰⁵Fortuna F. (2010), *La corporate governance nell'esperienza internazionale: aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna.

¹⁰⁶Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca (2007).

tra l'attività di controllo e di indirizzo, attribuita al Consiglio di Sorveglianza, e quella di gestione ed amministrazione del Gruppo, affidata al Consiglio di Gestione"¹⁰⁷ atto a garantire "un funzionamento della governance più consono all'assetto dell'azionariato di Mediobanca ed alle sue esigenze operative"¹⁰⁸, nonché una maggiore presenza della banca sui mercati internazionali.

Relativamente al nuovo modello adottato, se ne descrivono nelle prossime righe gli organi sociali e i rispettivi compiti e funzioni, sulla base della "Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari" del 2008. L'Assemblea dei Soci, oltre a quelli assegnatigli dalla legge, aveva il compito di assicurare che il Consiglio di Sorveglianza fosse costantemente informato sull'andamento della gestione aziendale. A parte le competenze previste dalla normativa vigente (nomina e revoca del Consiglio di Gestione, verifica dell'adeguatezza del sistema dei controlli), al Consiglio di Sorveglianza spettavano:

- le deliberazioni circa gli indirizzi generali, programmatici e strategici della banca;
- la verifica della coerenza con questi ultimi delle iniziative assunte dal Consiglio di Gestione;
- il compito di deliberare circa la movimentazione delle partecipazioni strategiche per quote superiori al 15% del possesso, le operazioni che comportassero variazioni del perimetro del Gruppo Bancario di importo unitario superiore a euro 750 milioni¹⁰⁹.

Era previsto, in aggiunta, che il suddetto organo costituisse al proprio interno un Comitato Nomine per deliberare sulle proposte formulate dal Consiglio di Gestione in ordine alle nomine delle cariche sociali delle partecipazioni strategiche. Al Consiglio di Gestione era assegnata la gestione della banca: a tal fine effettuava tutte le operazioni, di ordinaria come di straordinaria amministrazione, necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. In particolare, erano ad esso riservate:

- la politica di gestione dei rischi e dei controlli interni;
- la predisposizione delle norme per l'organizzazione dell'attività della banca e del gruppo;
- l'esercizio delle deleghe per aumenti di capitale previa approvazione del Consiglio di Sorveglianza¹¹⁰.

2.2.2 RITORNO AL MODELLO TRADIZIONALE

Mediobanca S.p.A. rappresenta un caso emblematico per ciò che attiene al sistema di amministrazione e controllo: gli azionisti della società, dopo poco più di un anno dall'adozione del modello dualistico, hanno optato per il ritorno al tradizionale. Nella "Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti" datata 30 luglio 2008, sono state segnalate alcune criticità emerse per quanto concerne il sistema duale. Le procedure, dal punto di vista informativo, connesse alla collocazione in due organi differenti delle funzioni di supervisione strategica e gestione corrente, risultavano essere complesse e ridondanti; si

¹⁰⁷Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca (2007).

¹⁰⁸Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca (2007).

¹⁰⁹Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2008.

¹¹⁰Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2008.

registravano problemi di raccordo e coordinazione tra l'attività del Consiglio di Sorveglianza e quella del Consiglio di Gestione; non c'era una chiara differenziazione dei profili di responsabilità concernenti gli organi sociali e i singoli componenti degli stessi. Inoltre, il processo decisionale, data la distanza esistente, in termini di competenze e funzioni, tra organo di supervisione strategica ed organo avente mansioni di gestione ordinaria, era caratterizzato da scarsa efficacia ed efficienza¹¹¹.

Con l'intento di porre rimedio alle problematiche insorte ed "assicurare la miglior efficienza della gestione ed efficacia dei controlli, il soddisfacimento degli interessi dell'azionariato e la piena valorizzazione del *management*"¹¹², il Consiglio di Sorveglianza ha proposto l'adozione del sistema tradizionale di *governance*. L'Assemblea degli Azionisti, in occasione della relativa riunione del 28 ottobre 2008, ha disposto il cambiamento del modello di amministrazione e controllo, identificando nel ritorno al tradizionale la soluzione migliore da attuare. Ad oggi, l'Assemblea è l'organo che esprime la volontà sociale ed è competente a deliberare sulle materie disposte dalla normativa vigente. Il Consiglio di Amministrazione ha la responsabilità complessiva della gestione della società e delle regole e meccanismi di governo societario che ne garantiscano una gestione prudente ed efficace¹¹³, essendo ad esso assegnati i compiti a norma di legge. Il nuovo Statuto, in seguito al mutamento disposto, contempla la presenza di una significativa quota di *executives* nel CdA ed un sistema incentrato su ampie deleghe per la gestione corrente al Comitato Esecutivo ed all'Amministratore Delegato. Ciò con l'intenzione di conservare i benefici conseguiti tramite l'adozione del modello duale, "la valorizzazione della professionalità del *management* e l'autonomia rispetto a posizioni di potenziale conflitto d'interesse dei soci"¹¹⁴. All'interno del Consiglio d'Amministrazione, sono stati istituiti tre comitati:

- Comitato per il Controllo Interno, con funzioni consultive ed istruttorie sul sistema dei controlli interni, sulla gestione dei rischi, sull'assetto informativo contabile;
- Comitato per le Remunerazioni, con funzioni consultive ed istruttorie per la determinazione dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche e delle politiche di remunerazione e di fidelizzazione relative al personale del gruppo;
- Comitato Nomine, caratterizzato da compiti istruttori relativi alla presentazione delle liste del Consiglio di Amministrazione, per la nomina del Comitato Esecutivo, dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale¹¹⁵.

Il Collegio Sindacale svolge i compiti espressamente indicati dalla legge:

- esamina i piani di attività delle funzioni aziendali di controllo e le relazioni sull'attività svolta;

¹¹¹Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2008.

¹¹²Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2008.

¹¹³Assemblea dei Soci del 28 ottobre 2008.

¹¹⁴Assemblea dei Soci del 28 ottobre 2008.

¹¹⁵Assemblea dei Soci del 28 ottobre 2008.

- esprime il parere sulla nomina e revoca dei responsabili delle funzioni di controllo e del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari;
- vigila sul processo di determinazione dell'adeguatezza, in termini attuali e prospettici, del capitale complessivo della banca a livello consolidato rispetto ai rischi rilevanti cui sono esposti quest'ultima e il gruppo (ICAAP);
- verifica l'adeguatezza delle procedure adottate per la regolamentazione delle operazioni con parti correlate e sulla loro osservanza¹¹⁶.

L'attribuzione al Collegio Sindacale, in qualità di organo distinto da quello amministrativo, della funzione di controllo, in ottemperanza a quanto stabilito dalla normativa vigente, ha determinato una netta distinzione tra quest'ultima e quella di supervisione strategica, contrariamente a quanto avveniva nel sistema dualistico di amministrazione e controllo¹¹⁷.

Trascorsi due anni dalla decisione di tornare al modello tradizionale, nella “Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari” dell'anno 2010, si certifica la sostanziale conferma delle aspettative descritte nella “Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti” e nell'”Assemblea dei Soci” del 2008: il superamento delle criticità rilevate in relazione al sistema dualistico è avvenuto e si è verificato un efficientamento organizzativo e della *governance* societaria, in termini di scambio tempestivo di informazioni fra gli organi e conseguente riduzione delle tempistiche necessarie per deliberare, indubbia ripartizione delle competenze tra gli stessi con susseguente applicazione distinta sul campo delle medesime, stretta cooperazione tra le strutture interne di governo societario.

2.3 UBI BANCA S.p.A

UBI Banca S.p.A. è una società quotata, nata il 1 aprile 2007, successivamente alla fusione per incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese¹¹⁸ in BPU – Banche Popolari Unite¹¹⁹, con quest'ultima che ha assunto la denominazione corrente. La banca, nata inizialmente come società cooperativa, è divenuta ufficialmente società per azioni nel 2015. UBI Banca è la *holding* dell'omonimo gruppo, ha sede a Bergamo e svolge in prevalenza attività di *commercial banking* nei confronti di clienti *retail* (famiglie, piccoli operatori economici e piccole e medie imprese). La banca, inoltre, attraverso le proprie società controllate, opera nel

¹¹⁶Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2008.

¹¹⁷Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, 2010.

¹¹⁸Nata nel 1998, a seguito della fusione di CAB, Credito Agrario Bresciano e Banca San Paolo, due istituti storici operanti nel territorio bresciano. Nel 2000 il Gruppo Banca Lombarda acquisisce la Banca Regionale Europea, che trae origine dalla Cassa di Risparmio di Cuneo e la Banca del Monte di Lombardia, istituto nato dalla fusione tra la Banca del Monte di Milano e la Banca del Monte di Pavia e Bergamo; nello stesso anno, esso rileva la Cassa di Risparmio di Tortona e acquisisce la denominazione Gruppo Banca Lombarda e Piemontese.

¹¹⁹Gruppo nato il 1 luglio 2003 dalla fusione dei Gruppi Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino e Banca Popolare Commercio e Industria.

private banking (IW Bank S.p.A.), nel settore assicurativo (Aviva Vita S.p.A., Lombarda Vita S.p.A., BancAssurance Popolari S.p.A. e BancAssurance Popolari Danni S.p.A.) e nell'*asset management* e servizi fiduciari (Pramerica SGR S.p.A., Pramerica Management Co Sa Lussemburgo, UBI Trustee Sa Lussemburgo, Zhong Ou Asset Management Co. Ltd Cina); le ultime due sono società prodotte. Altre controllate appartenenti al gruppo sono: UBI Leasing S.p.A., UBI Factor S.p.A., Prestitalia S.p.A., BPB Immobiliare S.r.l., Kedomus S.r.l., UBI Sistemi e Servizi SCpa e UBI Academy SCRL. A livello internazionale, UBI Banca è presente in Francia e Polonia tramite filiali, in Marocco, Russia, Emirati Arabi Uniti, Cina, India, Stati Uniti, Brasile e Giappone per mezzo di uffici di rappresentanza.

Figura 6. Distribuzione geografica del Gruppo UBI Banca, al 28 Marzo 2019.



Fonte 6. www.ubibanca.com

La banca ha realizzato un utile di 225,6 milioni di euro, impiegando 20387 dipendenti nel 2018¹²⁰. Per quanto concerne l'assetto proprietario, al 31 dicembre 2018, il capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, ammonta a 2.843.177.160, 24 euro, diviso in 1.144.285.146 azioni ordinarie nominative, prive del valore nominale. Partecipazioni rilevanti¹²¹ sono possedute da Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo (5,910%), Silchester International Investors LLP (5,123%), Fondazione Banca del Monte di Lombardia (4,959%), Capital Research and Management Company (4,8733%) e HSBC Holdings Plc (4,236%)¹²².

¹²⁰Bilancio 2018.

¹²¹Si veda l'art 123-bis, comma 1, lett. c), TUF.

¹²²Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di UBI Banca S.p.A. (2018).

2.3.1 ADOZIONE DEL SISTEMA DUALISTICO

Nel “Progetto di fusione per incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. in Banche Popolari Unite S.c.p.A.”, redatto il 19 gennaio 2007, i CdA delle due banche avevano avanzato la proposta di adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo: si riteneva che la presenza di Consiglio di Sorveglianza e Consiglio di Gestione avrebbe consentito di “individuare i distinti momenti della vita gestionale dell’azienda e di affidarli ai suddetti organi societari”¹²³ che, nei rispettivi ruoli e responsabilità, avrebbero determinato “il funzionamento del governo societario più consono all’assetto della Banca e del Gruppo nell’ambito dell’unico disegno imprenditoriale, in continuo dialogo e collaborazione interfunzionale”¹²⁴. Per tali ragioni, L’Assemblea straordinaria di BPU – Banche Popolari Unite, in data 3 marzo 2007, aveva disposto l’adozione del modello duale. Ai soci che non avevano concorso all’approvazione del Progetto di fusione in sede assembleare, era stato riconosciuto il diritto di recesso¹²⁵, in base alla normativa vigente: l’operazione straordinaria aveva determinato una modificazione statutaria inerente ai diritti di voto e di partecipazione¹²⁶, in virtù della quale era stata concessa tale facoltà.

L’assetto di *governance* della società prevedeva gli organi di seguito descritti. L’Assemblea dei Soci deliberava sulle materie definite dalla legge¹²⁷. In base a quanto disposto dallo Statuto¹²⁸, il Consiglio di Sorveglianza aveva il compito di:

- approvare gli indirizzi generali, programmatici e strategici della società e del gruppo, definiti dal Consiglio di Gestione;
- nominare, su proposta del Comitato nomine, e revocare il Presidente e il Vicepresidente del Consiglio di Gestione, determinandone i compensi, sentito il Comitato per la remunerazione;
- autorizzare il Consiglio di Gestione a esercitare la delega per gli aumenti di capitale sociale o l’emissione di obbligazioni convertibili eventualmente conferita dall’Assemblea¹²⁹;
- esprimere il parere obbligatorio in ordine al soggetto preposto alla redazione dei documenti contabili societari¹³⁰;

¹²³Relazione di UBI Banca Scpa in materia di Governo Societario (2007).

¹²⁴Relazione di UBI Banca Scpa in materia di Governo Societario (2007).

¹²⁵Nel *Comunicato stampa congiunto di BPU Banca e Banca Lombarda e Piemontese* del 28 marzo 2007, si riporta che “risulta pervenuta un’unica richiesta da parte di un azionista per un totale di 35 azioni Banca Lombarda (0,00000986% del capitale sociale di quest’ultima). L’operazione di fusione potrà quindi essere pienamente efficace non essendo il diritto di recesso stato esercitato da un numero di azionisti di Banca Lombarda per una percentuale del capitale sociale di quest’ultima superiore al 10%. Il procedimento di liquidazione di tali azioni sarà regolato in base all’art. 2437-quater del Codice Civile”.

¹²⁶Si veda l’art. 2437, primo comma, lettera g, *Codice Civile*.

¹²⁷Si veda l’art. 22, *Statuto*.

¹²⁸Si veda l’art. 46, *Statuto*.

¹²⁹Si vedano gli artt. 2443 e 2420-ter, *Codice Civile*.

¹³⁰Si veda l’art. 154-bis, *D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*.

- deliberare circa l'adeguamento dello Statuto nel rispetto di disposizioni normative, previa consultazione con il Consiglio di Gestione.

All'interno dell'organo descritto, erano stati istituiti:

- Comitato Nomine, avente funzioni propositive relativamente all'individuazione delle candidature alla carica di consigliere di sorveglianza (da sottoporre all'Assemblea) e di consigliere di gestione (da sottoporre al Consiglio di Sorveglianza).
- Comitato per la Remunerazione. Esso era chiamato ad esprimersi in merito alla remunerazione dell'alta dirigenza della banca e degli organi di amministrazione e controllo delle principali banche controllate, nonché a definire le linee di indirizzo per la determinazione, da parte dei competenti organi, dei compensi dell'alta dirigenza.
- Comitato per il Controllo Interno, avente "compito di assistere, con funzioni istruttorie, consultive e propositive, il Consiglio di Sorveglianza nelle proprie responsabilità relative al sistema di controllo interno che concerne tutti i settori e le strutture aziendali, con riferimento alla loro idoneità a garantire il costante e continuo livello di monitoraggio dei rischi, all'efficacia e l'efficienza dei processi aziendali, alla salvaguardia del valore delle attività e alla protezione dalle perdite, all'affidabilità e all'integrità delle informazioni contabili e gestionali, alla conformità delle operazioni sia alle politiche stabilite dagli Organi di Governo aziendali che alle normative interne ed esterne"¹³¹.
- Comitato per il Bilancio, al quale spettava la mansione di supportare, con funzioni consultive e propositive, il Consiglio di Sorveglianza per quanto concerne agli ambiti inerenti al bilancio d'esercizio individuale, consolidato e alle situazioni contabili periodiche.

Le mansioni¹³² del Consiglio di Gestione erano:

- la definizione degli indirizzi generali, programmatici e strategici della società e del gruppo;
- la definizione della politica di gestione dei rischi e dei controlli interni;
- la nomina e la revoca del Direttore Generale, del Condirettore Generale e dei componenti della Direzione Generale, la definizione delle pertinenti funzioni e competenze, le designazioni in merito ai vertici operativi e direttivi aziendali di gruppo;
- previo parere obbligatorio del Consiglio di Sorveglianza, la nomina e la revoca del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili¹³³ e la determinazione dello spettante compenso;
- la nomina e la revoca del responsabile della funzione del controllo interno;
- l'esercizio della delega per gli aumenti di capitale sociale e per l'emissione di obbligazioni convertibili¹³⁴, previa autorizzazione da parte del Consiglio di Sorveglianza;

¹³¹Relazione di UBI Banca Scpa in materia di Governo Societario (2007).

¹³²Si veda l'art. 37, Statuto.

¹³³Si veda l'art. 154-bis, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58.

¹³⁴Si veda l'art. 2420-ter, Codice Civile.

- la definizione dei criteri di identificazione delle operazioni con parti correlate.

L'adozione del modello dualistico, da parte di UBI Banca, aveva assicurato una stretta collaborazione interfunzionale tra gli organi ed elevati livelli di trasparenza ed *accountability*, nonché una diminuzione del rischio di possibili conflitti d'interessi tra azionisti ed amministratori, legati alla netta separazione esistente tra le due categorie di *shareholders*. Il modello in esame era, in aggiunta, considerato “maggiormente rispondente alle esigenze di *governance* della capogruppo ed al contempo più appropriato per rafforzare la tutela dei soci”¹³⁵, in comparazione con gli altri sistemi di amministrazione e controllo adottabili.

2.3.2 PASSAGGIO AL MODELLO MONISTICO

A partire dal 2014, l'assetto di governo societario di UBI Banca è stato soggetto a profondi cambiamenti:

- modifica statutaria al fine di allineare la *governance* della banca alle *best practice* italiane ed estere in data 10 maggio 2014¹³⁶;
- fusione per incorporazione nella suddetta istituzione delle sette banche territoriali del gruppo (Banca Regionale Europea S.p.A., Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A., Banca Carime S.p.A., Banca Popolare di Ancona S.p.A., Banca Popolare di Bergamo S.p.A., Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A. e Banca di Valle Camonica S.p.A.), deliberata dall'Assemblea dei Soci il 14 ottobre 2016 e conclusasi nel febbraio 2017;
- acquisizione e successiva incorporazione, terminata a febbraio 2018, di Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio S.p.A., Nuova Banca delle Marche S.p.A. e Nuova Cassa di Risparmio di Chieti S.p.A.;
- proseguo del processo di semplificazione del perimetro societario del gruppo, tramite la massiccia diminuzione del numero delle società controllate.

Tali eventi hanno condotto il Consiglio di Sorveglianza, unitamente alla Commissione Governance, istituita al suo interno appositamente per valutare l'adeguatezza delle strutture di governo societario al mutato assetto

¹³⁵Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di UBI Banca Scpa (2008).

¹³⁶In tale giorno, l'Assemblea straordinaria dei soci ha disposto la “riduzione del numero dei componenti del Consiglio di Sorveglianza da 23 a 17, con effetto dal prossimo rinnovo del Consiglio, nonché la riduzione da 11 a 9 nelle previsioni statutarie del numero massimo dei componenti del Consiglio di Gestione, prevedendo, nell'ambito di detto Consiglio, la presenza di dirigenti apicali della Banca (situazione già in essere per il Consiglio di Gestione in carica)”. Inoltre è stato deliberato il “rafforzamento dei requisiti di professionalità per i componenti degli organi sociali rispetto a quelli previsti dalla vigente normativa, nonché l'introduzione di limiti di età per l'assunzione delle cariche; per quanto concerne il Consiglio di Sorveglianza, la maggioranza dei componenti dovrà essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice di Autodisciplina promosso dalla Borsa Italiana e, per le cariche apicali di detto Consiglio, è stato fissato un limite massimo al numero di mandati”.

Per approfondimenti, si veda il verbale Assemblea re relativo all'Assemblea dei Soci del 10 maggio 2014, dal quale sono state tratte le informazioni di cui sopra.

organizzativo, ad ipotizzare la messa a punto di interventi volti al miglioramento del sistema dualistico oppure, alternativamente, l'adozione di un differente sistema di amministrazione e controllo. A seguito di approfondite analisi, la scelta è ricaduta sulla seconda opzione; nello specifico il Consiglio di Sorveglianza ha identificato nel monistico il modello in grado di garantire "l'efficienza della gestione e l'efficacia dei controlli di UBI Banca e del Gruppo UBI Banca tenuto conto degli obiettivi strategici"¹³⁷.

Le motivazioni alla base della decisione, riportate nella "Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti" del 14 settembre 2018, sono ricollegabili ad alcuni vantaggi di cui avrebbe beneficiato la società qualora avesse impiegato il sistema monistico. Innanzitutto si sarebbe assistito alla concentrazione delle funzioni di supervisione strategica e di gestione in un unico organo, il Consiglio di Amministrazione. Ciò avrebbe permesso l'ottimizzazione della snellezza e dell'efficienza del processo decisionale, ferma restando la possibilità di quest'ultimo di delegare propri poteri nel rispetto delle disposizioni normative e statutarie al Consigliere Delegato, al quale avrebbe potuto affidarsi, in tali ambiti e in attuazione degli indirizzi strategici definiti dal Consiglio, la funzione di gestione corrente, oppure a comitati e/o manager nell'ambito di un bilanciato sistema di deleghe. L'efficacia dei comitati costituiti internamente al CdA sarebbe aumentata, considerato che essi si sarebbero trovati incardinati nell'organo con funzioni di gestione oltre che di supervisione strategica; si sarebbe avuta piena compartecipazione della funzione di controllo alle decisioni strategiche: la composizione del Comitato per il Controllo sulla Gestione, costituito anche da membri facenti parte dell'organo di amministrazione, avrebbe rafforzato l'attività della funzione di controllo. La modifica del sistema di amministrazione e controllo avrebbe reso possibile l'"ottimizzazione dei flussi informativi: la compresenza nel Consiglio di Amministrazione delle funzioni di supervisione strategica e di gestione e la presenza dei membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione favorisce la completezza e l'immediatezza della circolazione delle informazioni"¹³⁸. Ulteriori benefici sarebbero stati rilevati in virtù della condivisione di idee, della stretta collaborazione tra il CdA e il Comitato per il Controllo sulla Gestione e della partecipazione attiva di consiglieri indipendenti e/o non esecutivi al processo di *check and balance* nei confronti della componente esecutiva del Consiglio di Amministrazione. Inoltre, il sistema da adottare avrebbe garantito alla banca ampia "riconoscibilità a livello internazionale: il modello monistico è ampiamente diffuso

¹³⁷Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti.

¹³⁸Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti.

nei paesi avanzati, non rappresentando quindi un ostacolo ai fini di eventuali interventi di investitori esteri, né dell'applicazione delle norme regolamentari delle autorità di vigilanza.”¹³⁹

L'Assemblea degli Azionisti di UBI Banca ha approvato, in seduta straordinaria, il 28 ottobre 2018, il “nuovo Statuto sociale, in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo”¹⁴⁰. Le caratteristiche distintive del modello di *governance* attualmente applicato dalla banca sono:

- chiara individuazione di ruoli e responsabilità tra gli organi della banca, e in particolare, l'allocazione in capo al Consiglio di Amministrazione delle competenze attualmente attribuite al Consiglio di Sorveglianza quale organo con funzione di supervisione strategica e al Consiglio di Gestione quale organo con funzione di gestione;
- presenza preponderante di consiglieri non esecutivi e/o indipendenti, capace di garantire una corretta ed equilibrata dialettica all'interno del Consiglio di Amministrazione e adeguati meccanismi di *check and balance* nei confronti del Consigliere Delegato e, più in generale, del *management*, con un'adeguata attività di monitoraggio delle scelte compiute dai medesimi;
- presenza di un sistema di flussi informativi adeguato e tempestivo, all'interno degli organi sociali e fra gli organi sociali e le funzioni aziendali¹⁴¹.

I compiti e le funzioni spettanti all'Assemblea dei Soci, rispetto a quanto avveniva nel modello duale, sono rimasti pressoché invariati, ad eccezione dell'approvazione del bilancio d'esercizio, al quale, nel nuovo sistema, provvede l'organo assembleare. Il Consiglio di Amministrazione svolge i compiti assegnatigli dalla legge¹⁴². Sono previsti, al suo interno, i seguenti comitati endoconsiliari:

- Comitato Rischi, che supporta il CdA in materia di rischi e sistema di controlli interni;
- Comitato Remunerazione, avente funzioni consultive e propositive in termini di compensi da riconoscere agli amministratori in posizione apicale dell'ente;
- Comitato Nomine, il quale fornisce pareri circa i nominativi a cui affidare la gestione della società;
- Comitato Parti Correlate e Soggetti Collegati, che offre pareri al Consiglio di Amministrazione per quanto concerne l'attività di fissazione ed implementazione dei criteri di identificazione delle operazioni con parti correlate e soggetti collegati, nonché in generale in ordine ad operazioni in conflitto di interesse.

¹³⁹Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti.

¹⁴⁰Verbale di Assemblea straordinaria e ordinaria della società “Unione di Banche Italiane Società per Azioni”, 19 ottobre 2018.

¹⁴¹Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti.

¹⁴²Si veda l'art. 24, Statuto Sociale (2018).

Al Comitato per il Controllo sulla Gestione è affidata la funzione di controllo; a tal fine, l'organo è dotato di tutti i poteri previsti dalla legge e spettanti al Collegio Sindacale¹⁴³ nel sistema tradizionale.

All'adozione del citato sistema di amministrazione e controllo hanno fatto seguito l'efficientamento organizzativo della società ed un miglior assetto di governo societario, nel quale un ruolo di rilievo è rivestito dalla funzione di controllo, in capo al Comitato per il Controllo sulla Gestione, il quale è chiamato a cooperare con il CdA, per quanto concerne le attività di assunzione delle decisioni strategiche e di gestione dell'azienda¹⁴⁴.

2.4 BANCO BPM S.p.A.

Banco BPM S.p.A. è la società *holding* dell'omonimo gruppo, nata il 1 gennaio 2017, in seguito all'operazione straordinaria di fusione "propria" tra Banco Popolare-Società Cooperativa¹⁴⁵ e Banca Popolare di Milano S. c. a. r.l.¹⁴⁶¹⁴⁷. Il gruppo è attivo in diversi ambiti del settore bancario: *commercial banking*, *private banking*, *investment banking*, *asset management* e *bank assurance*. Aletti & C. Banca d'Investimento Mobiliare S.p.A., Aletti Fiduciaria S.p.A., Banca Aletti & C. (Suisse) S.p.A., Banca Akros S.p.A., Holding di Partecipazioni Finanziarie BP S.p.A., Profamily S.p.A., Release S.p.A., BPM Covered Bond S.r.l., BPM Covered Bond 2 S.r.l., BP Covered Bond S.r.l., Ge.Se.So. S.r.l., Bipielle Real Estate S.p.A. e BP Trading Immobiliare S.r.l. sono le società partecipate attraverso le quali la banca è operativa in Italia, con una presenza radicata nelle regioni del nord della penisola.

¹⁴³Si veda il primo capitolo, primo paragrafo, del presente elaborato.

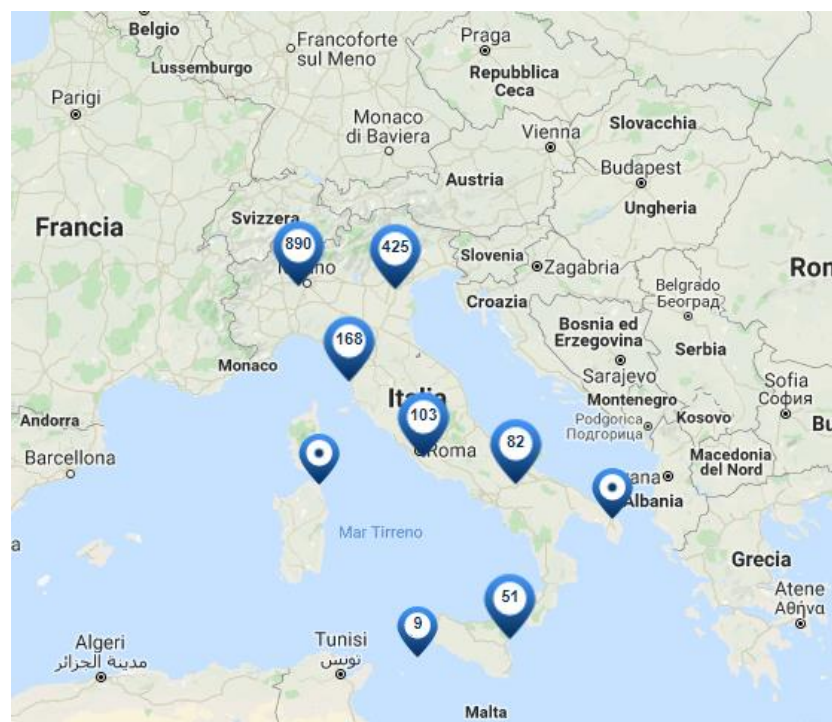
¹⁴⁴*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di UBI Banca S.p.A.* (2018).

¹⁴⁵Nato il 1 luglio 2007, in virtù della fusione fra il Banco Popolare di Verona e la Banca Popolare Italiana. Nel 2011, sono entrate a far parte del gruppo Banca Popolare di Verona-S. Geminiano e S. Prospero, Banca Popolare di Lodi, Banca Popolare di Novara, Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno e Banca Popolare di Crema S.p.A.. Successivamente il 2014 ha visto l'incorporazione anche del Credito Bergamasco.

¹⁴⁶Nata nel 1865, la banca acquisisce nel 1957 la Banca Popolare di Roma, la Banca Agricola Milanese nel 1986, la Banca di Legnano nel 2001, la Cassa di Risparmio di Alessandria nel 2004, dando vita all'ottavo gruppo bancario italiano per capitalizzazione negli anni 2000.

¹⁴⁷Entrambe le banche, precedentemente alla fusione, erano società cooperative: Banca Popolare di Milano S. c. a. r.l., in occasione dell'operazione straordinaria, è divenuta società per azioni.

Figura 7. Distribuzione geografica in Italia del gruppo bancario BPM, al 28 Marzo 2019.



Fonte 7. www.bancobpm.it

La banca, avente sede legale a Milano, ha conseguito un utile netto negativo di 59,4 milioni di euro¹⁴⁸, impiegando 22247 dipendenti¹⁴⁹ nell'esercizio 2018. In base alla "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" del medesimo anno, il capitale sociale di Banco BPM, sottoscritto e versato, ammonta a 7.100.000.000 euro, suddiviso in 1.515.182.126 azioni ordinarie, prive di valore nominale. Gli azionisti di riferimento sono INVESCO LTD e CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY, titolari, rispettivamente del 5,132% e del 5,198% del capitale.

2.4.1 ADOZIONE DEL SISTEMA DUALISTICO

Banca Popolare di Milano, fin dalla sua costituzione, aveva adottato il sistema tradizionale di amministrazione e controllo, basato sulla presenza di Assemblea degli Azionisti, Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale. All'Assemblea, rappresentante l'universalità dei soci, e al Consiglio di Amministrazione, spettavano i compiti stabiliti dalla disciplina vigente¹⁵⁰. Lo Statuto della banca disponeva che il CdA delegasse parte delle proprie attribuzioni a un Comitato Esecutivo; tale delega poteva riguardare, in particolare, le "materie attinenti al personale, all'organizzazione, alla compravendita di partecipazioni non

¹⁴⁸Bilancio d'esercizio 2018.

¹⁴⁹www.bancobpm.it.

¹⁵⁰Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l. (2010).

rilevanti”¹⁵¹, assunzione di ogni deliberazione di particolare urgenza e necessità, ove non risultasse possibile una immediata convocazione del Consiglio, e salvo ratifica da parte del medesimo nella prima riunione successiva¹⁵². Il Consiglio di Amministrazione aveva optato per la costituzione, al proprio interno, oltre al Comitato Esecutivo, di tali comitati:

- Comitato di Finanziamento, al quale spettavano compiti di definizione degli indirizzi strategici relativi all'erogazione del credito;
- Comitato per la Remunerazione, a cui era demandata la presentazione al Consiglio di Amministrazione di proposte in merito ai compensi fissi degli amministratori che ricoprivano particolari cariche (Presidente del Consiglio di Amministrazione, Vice Presidenti del Consiglio di Amministrazione, segretario del Consiglio di Amministrazione, amministratore incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo), agli emolumenti relativi ai componenti la direzione generale della banca e agli amministratori delle società controllate. Esso, in aggiunta, valutava periodicamente i criteri adottati per la remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche nella banca e nelle società controllate e ne raccoglieva le evidenze, monitorandone l'applicazione;
- Comitato per il Controllo Interno, il quale assisteva il Consiglio di Amministrazione nella definizione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno, in modo che i principali rischi della capogruppo e delle società del gruppo risultassero correttamente identificati ed adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, in coerenza ad una sana e corretta gestione dell'impresa; quest'ultimo, inoltre, analizzava le linee guida per le attività di *audit*, valutava il piano annuale dei controlli ed il lavoro svolto dalla società di revisione, nonché i risultati esposti nella relazione redatta dalla stessa.
- Comitato Parti Correlate, che si occupava dell'analisi delle operazioni che coinvolgevano quest'ultime¹⁵³.

Il Collegio Sindacale rappresentava l'organo di controllo di Banca Popolare di Milano: i relativi compiti e mansioni erano quelli definiti *ex lege*¹⁵⁴.

Il Consiglio di Amministrazione della banca, nella “Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l. ai sensi dell'art. 72 della delibera Consob n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti)”, datata 4 ottobre 2011, aveva ufficialmente proposto l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo all'Assemblea dei Soci ed aveva convocato la stessa per il giorno 21 ottobre 2011. Le motivazioni alla base della volontà di modificare il modello di *governance* erano riscontrabili nella necessità di assicurare una maggiore separatezza ed indipendenza del *management* e

¹⁵¹Si veda l'art. 36, *Statuto*.

¹⁵²*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l.* (2010).

¹⁵³Si veda l'art. 2391 bis, *Codice Civile*.

¹⁵⁴*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l.* (2010).

dell'organo amministrativo rispetto agli azionisti e di garantire una chiara ripartizione di mansioni e responsabilità tra gli organi aziendali, nonché “una maggiore incisività dei soci di capitale”¹⁵⁵¹⁵⁶. Il giorno 22 ottobre 2011 (la prima convocazione relativa al giorno precedente era “andata deserta”¹⁵⁷), l'Assemblea dei Soci aveva deliberato l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo e la nomina dei membri del Consiglio di Sorveglianza per gli esercizi citati, con conseguente fissazione della remunerazione dei componenti.

Il nuovo modello di governo societario, a parte l'Assemblea, che vedeva i propri poteri ridotti¹⁵⁸, contemplava l'esistenza di un Consiglio di Sorveglianza e di un Consiglio di Gestione. Al primo spettavano alcuni tra i compiti che nel sistema tradizionale erano di competenza dell'Assemblea dei Soci, tra cui la nomina e la revoca dei componenti del Consiglio di Gestione, l'approvazione del bilancio d'esercizio. Il citato organo era investito delle funzioni di controllo previste dalla legge, potendo disporre a tal fine di tutti i poteri attribuitigli dalla stessa e dallo Statuto. Si noti che ad esso non era attribuita la funzione di supervisione strategica¹⁵⁹, la quale era riconducibile esclusivamente al Consiglio di Gestione ai sensi delle vigenti disposizioni statutarie. Al Consiglio di Sorveglianza spettavano i compiti previsti dalla normativa in vigore¹⁶⁰. Quest'ultimo aveva istituito al proprio interno, fissandone le competenze e le regole di funzionamento, i seguenti comitati:

- Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabile, che vigilava¹⁶¹ sul processo di informativa finanziaria, sull'efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna, di gestione del rischio; sulla revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati e sull'indipendenza della società che se ne occupava. Esso, inoltre, assisteva il Consiglio di Sorveglianza nella valutazione del grado di efficienza e di adeguatezza del sistema dei controlli interni e delle relative procedure di gruppo.
- Comitato Nomine, il quale formulava proposte al Consiglio di Sorveglianza riguardo la nomina e la revoca del Presidente e degli altri componenti il Consiglio di Gestione, poteva fornire indicazioni circa la nomina del consigliere delegato, le dimensioni e la composizione del Consiglio di Gestione e del Consiglio di Sorveglianza.

¹⁵⁵Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2011).

¹⁵⁶Trattasi, questi ultimi, di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e *partner* strategici del gruppo Bipiemme ex art. 63 dello Statuto (Credit Industriel et Commercial e Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria), per cui è statutariamente prevista la rappresentanza nel Consiglio di Sorveglianza e nei comitati consiliari istituiti all'interno del Consiglio stesso.

¹⁵⁷Verbale di Assemblea di Banca Popolare di Milano-Società Cooperativa a responsabilità limitata, 22 ottobre 2011.

¹⁵⁸I compiti dell'Assemblea dei Soci risultavano essere equivalenti a quelli ad essa assegnati nel sistema tradizionale, al netto della nomina e revoca dei componenti del Consiglio di Gestione e dell'approvazione del bilancio d'esercizio.

¹⁵⁹Si veda l'art. 2409 terdecies, lett. f-bis), Codice Civile.

¹⁶⁰Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2011).

¹⁶¹Si veda l'art. 19, D.Lgs. 39/2010.

- Comitato Remunerazioni, il quale aveva compiti consultivi in relazione alla determinazione dei criteri per la remunerazione del personale dipendente e presentava al Consiglio di Sorveglianza proposte in merito ai compensi dei componenti del Consiglio di Gestione, del Presidente del Consiglio di Gestione, del consigliere delegato e dei consiglieri di gestione che facessero parte di Commissioni, ovvero fossero investiti di particolari cariche, incarichi o deleghe. Tale comitato, inoltre, avanzava al Consiglio di Sorveglianza proposte in ordine alla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla eventuale componente variabile dei componenti il Consiglio di Gestione.
- Comitato Parti Correlate, al quale erano state assegnate le stesse funzioni che quest'ultimo aveva nel sistema tradizionale.

Al Consiglio di Gestione era affidata la gestione dell'impresa, ivi inclusa la funzione di supervisione strategica.

In particolare, erano riservate all'esclusiva competenza¹⁶² dello stesso:

- “la definizione degli indirizzi generali programmatici e strategici della società e del gruppo;
- la nomina e la revoca del Consigliere Delegato, nonché l'attribuzione, la modifica o la revoca dei poteri allo stesso attribuiti;
- la predisposizione di piani industriali e/o finanziari, nonché dei *budget* della società e del gruppo;
- la gestione dei rischi e dei controlli interni;
- ove coerente con il progetto di governo societario, l'eventuale nomina e la revoca del Direttore generale e dei componenti della direzione generale, la definizione dei relativi emolumenti, funzioni e competenze, nonché le designazioni in ordine ai vertici operativi e direttivi aziendali di gruppo;
- la nomina e la revoca del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili¹⁶³ e la determinazione dei relativi mezzi, poteri e compensi, previo il parere del Consiglio di Sorveglianza;
- la nomina e la revoca, previo il parere del Consiglio di Sorveglianza, del responsabile della funzione del controllo interno e del responsabile della funzione di conformità, nonché dei responsabili delle funzioni e strutture aziendali aventi compiti e responsabilità di controllo;
- l'esercizio della delega per gli aumenti di capitale sociale, nonché l'emissione di obbligazioni convertibili¹⁶⁴;
- la definizione dei criteri di identificazione delle operazioni con parti correlate da riservare alla propria competenza”¹⁶⁵.

¹⁶²Si veda l'art. 39, *Statuto*.

¹⁶³Si veda l'art. 154-bis, *D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58*.

¹⁶⁴Si veda l'art. 2420-ter, *Codice Civile*.

¹⁶⁵*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* (2011).

Il sistema di amministrazione e controllo impiegato aveva permesso un efficientamento organizzativo relativamente agli obiettivi che Banca Popolare di Milano si era prefissata, i quali coincidevano con le motivazioni poste a monte del cambiamento di *governance* avvenuto¹⁶⁶.

2.4.2 PASSAGGIO AL SISTEMA TRADIZIONALE

Nel “Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano S.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria”, predisposto rispettivamente dal CdA di Banco Popolare e dal Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano il 24 maggio 2016, è stato riportato lo Statuto sociale della banca risultante dall’operazione straordinaria, cioè Banco BPM. Tale progetto è stato approvato dalle Assemblee dei soci delle due società quotate in data 15 ottobre 2016. Agli azionisti di Banco Popolare-Società Cooperativa che non hanno concorso all’approvazione della delibera di fusione, in quanto assenti, dissenzienti o astenuti, è stato riconosciuto il diritto di recedere dalla società: tale operazione straordinaria ha infatti determinato modificazioni statutarie relative ai diritti di voto e di partecipazione. Esse rappresentano una delle cause di recesso disciplinate dal Codice Civile¹⁶⁷¹⁶⁸.

Ai sensi del documento statuario, il sistema di amministrazione e controllo adottato, ed attualmente in *auge*, risulta essere il tradizionale. Tale scelta è volta “alla salvaguardia dei diversi ruoli degli organi (Consiglio d’Amministrazione, Comitato Esecutivo, Presidente del Consiglio d’Amministrazione, amministratore delegato, Direttore generale, condirettori generali e Collegio Sindacale), anche in funzione delle rispettive responsabilità”¹⁶⁹; il modello di governo societario impiegato, inoltre, conferisce piena centralità all’organo assembleare, il quale è in grado di influenzare indirettamente gli indirizzi gestionali della banca, tutelando gli interessi dei soci. All’Assemblea, nel sistema tradizionale di Banco BPM, sono assegnate le funzioni disposte dalla normativa vigente. Il Consiglio di Amministrazione è titolare della supervisione strategica e della gestione dell’impresa, essendogli attribuite le materie per legge non delegabili¹⁷⁰. Lo Statuto della banca prevede che, all’interno del CdA, siano costituiti i seguenti comitati consiliari¹⁷¹:

- Comitato Nomine. Esso svolge funzioni di supporto al CdA nell’identificazione preventiva e verifica successiva della composizione dello stesso, nell’autovalutazione degli organi e nella definizione di piani di successione nelle posizioni di vertice del *management* della banca. Il Comitato, inoltre, esprime

¹⁶⁶Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2012).

¹⁶⁷Comunicato Stampa Banco Popolare-Società Cooperativa, 25 ottobre 2016.

¹⁶⁸Nel Comunicato Stampa Banco Popolare-Società Cooperativa del 24 novembre 2016, si riporta che “il Diritto di Recesso è stato validamente esercitato per complessive n. 37.736.174 azioni della Società, rappresentante circa il 4,56% del capitale sociale della Società per un controvalore complessivo pari a Euro 119.095.365, 144”.

¹⁶⁹Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2017).

¹⁷⁰Si veda l’art. 23.5, Statuto.

¹⁷¹Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2017).

al Consiglio di Amministrazione il proprio parere in merito: ai nominativi dei candidati ad amministratori, sindaci, direttori generali, condirettori generali e Vice Direttori generali delle banche e delle principali società controllate del gruppo; alla nomina dei vertici operativi e direttivi della *holding*.

- Comitato Remunerazioni, il quale valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica di remunerazione degli amministratori, dei sindaci e dei dirigenti con responsabilità strategiche; presenta proposte sulla remunerazione degli amministratori insigniti di particolari cariche.
- Comitato Controllo Interno e Rischi; a quest'ultimo spetta il compito di supportare il Consiglio di Amministrazione nella definizione e approvazione degli indirizzi strategici, delle politiche di governo e gestione dei rischi, delle politiche e dei processi di valutazione delle attività aziendali e nella verifica della loro corretta attuazione.
- Comitato Parti Correlate, alle cui funzioni non sono state apportate modifiche rispetto a quanto previsto nei sistemi tradizionale e dualistico di Banca Popolare di Milano, precedentemente alla fusione.

Il Collegio Sindacale è l'organo di controllo della banca e ha competenza esclusiva sulle materie indicate dalla legge¹⁷².

In base alla "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" del 2018, Banco BPM ritiene che il proprio modello di amministrazione e controllo sia in linea con le *best practice* nazionali ed internazionali, nonché in grado di garantire la sussistenza di un corretto equilibrio tra funzioni di gestione e di controllo, in virtù di un funzionale riparto di poteri e responsabilità tra gli organi societari.

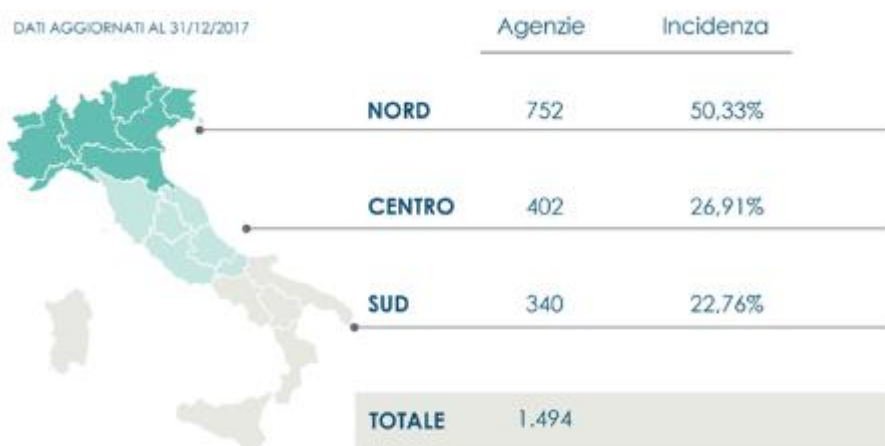
2.5 SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE-SOCIETA' COOPERATIVA

Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa¹⁷³, fondata nel 1896, è la *holding* del Gruppo Cattolica, il quale opera in prevalenza nel settore assicurativo ("ramo vita" e "ramo danni") tramite le seguenti società controllate: Vera Assicurazioni, Vera Protezione, Vera Vita, Vera Financial, Lombarda Vita, BCC Assicurazioni, BCC Vita, ABC Assicura, Berica Vita, Cattolica Life e TUA Assicurazioni. Il gruppo offre, in aggiunta, servizi in ambito agricolo-immobiliare attraverso Cattolica Immobiliare, Cattolica Agricola, Cattolica Beni Immobili, Cattolica Services, C.P. Servizi Consulenziali e Agenzia Generale Agrifides.

¹⁷²Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2017).

¹⁷³Trattasi di una società cooperativa, non a mutualità prevalente. Si veda, a tal riguardo, l'art. 2512, *Codice Civile*.

Figura 8. Presenza del Gruppo Cattolica in Italia, al 31 Dicembre 2017.



Fonte 8. www.cattolica.it

La società, avente sede legale a Verona, ha prodotto un utile netto di 3,5 milioni di euro, impiegando 1692 dipendenti nel 2018. Il capitale sociale di Cattolica Assicurazione, in data 7 marzo 2019, ammonta a 522.881.778 euro ed è suddiviso in 174.296.926 azioni ordinarie, prive di valore nominale. I soci titolari di partecipazioni rilevanti (oltre il 3%) sono: General Reinsurance AG, compagnia controllata interamente da Berkshire Hathaway Inc. (9,047%), Fondazione Banca del Monte di Lombardia (4,900%), Fondazione Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona (3,165%) e Norges Bank (3,519%).

2.5.1 ADOZIONE DEL SISTEMA MONISTICO

Fino all'esercizio sociale 2018, Cattolica Assicurazione ha impiegato il sistema tradizionale di amministrazione e controllo, il quale, oltre all'Assemblea dei Soci, prevedeva la bipartizione delle funzioni tra Consiglio d'Amministrazione (gestoria) e Collegio Sindacale (di controllo). Le competenze assembleari erano quelle di legge, considerando anche la forma giuridica di cooperativa della società. L'organo assembleare era titolare delle funzioni previste dalla normativa vigente relativamente al modello tradizionale di governo societario. Al CdA erano attribuite le mansioni disciplinate dalla legge¹⁷⁴. Tra i comitati endoconsiliari costituiti, una importanza rilevante aveva il Comitato Esecutivo, a cui erano stati assegnati dal CdA i seguenti poteri:

- "autorizzare l'assunzione di impegni od obbligazioni per importi superiori a euro 5.000.000 (cinquemilioni/00) e fino a euro 15.000.000 (quindicimilioni/00);
- autorizzare il rilascio o la rinuncia relativamente a garanzie in ogni forma per importi superiori a euro 5.000.000 (cinquemilioni/00) e fino a euro 15.000.000 (quindicimilioni/00);

¹⁷⁴Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123-bis TUF (modello di amministrazione e controllo tradizionale).

- autorizzare la rinuncia a posizioni creditorie o autorizzare transazioni per importi superiori a euro 5.000.000 (cinquemilioni/00) e fino a 15.000.000 (quindicimilioni/00), oltre a spese;
- autorizzare l'acquisto, vendita o locazione finanziaria di immobili sia a uso aziendale che adibiti ad altri usi, per importi lordi non superiori a euro 5.000.000 (cinquemilioni/00), purché il valore di carico degli stessi non sia superiore a tale importo;
- approvare accordi integrativi aziendali;
- approvare la programmazione annuale degli organi e dei piani di assunzione;
- deliberare in merito alla nomina, assunzione, promozione, sistema premiante, e licenziamento di Dirigenti, fatti salvi i Direttori Generali e gli eventuali Condirettori e Vice Direttori Generali.”¹⁷⁵

Di seguito gli altri comitati previsti.

- Comitato Controllo e Rischi, che forniva assistenza all'organo amministrativo per quanto concerne la definizione e la valutazione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, la nomina dei responsabili delle funzioni di controllo interno ed il controllo delle attività poste in essere dalla funzione di Internal Audit.
- Comitato per la Remunerazione, il quale aveva il compito di “valutare periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica generale adottata per la remunerazione degli amministratori esecutivi, degli altri amministratori investiti di particolari cariche e dei dirigenti con responsabilità strategiche, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dall'amministratore delegato”¹⁷⁶.
- Comitato Parti Correlate, al quale spettava l'analisi delle operazioni che vedevano coinvolte “parti correlate” alla società e al gruppo.
- Comitato per il Governo Societario, avente funzioni istruttorie e consultive nell'ambito del Consiglio di Amministrazione in tema di definizione del sistema di governo societario della società e del gruppo e di valutazione della sua efficienza;
- Comitato Investimenti, caratterizzato da compiti istruttori e consultivi nell'ambito del Consiglio di Amministrazione relativamente agli investimenti finanziari e immobiliari dell'ente.

Le funzioni attribuite al Collegio Sindacale, organo deputato all'attività di vigilanza e controllo sull'organizzazione, coincidevano perfettamente con quanto disposto dalla normativa vigente¹⁷⁷.

¹⁷⁵Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123-bis TUF (modello di amministrazione e controllo tradizionale).

¹⁷⁶Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123-bis TUF (modello di amministrazione e controllo tradizionale).

¹⁷⁷Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123-bis TUF (modello di amministrazione e controllo tradizionale).

L'organo amministrativo, nella "Relazione del Consiglio di Amministrazione sulle proposte all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci del 27/28 aprile 2018", in data 22 marzo 2018, ha avanzato proposte in merito alla modifica dello Statuto Sociale, previa adozione del sistema monistico di amministrazione e controllo. L'ampia diffusione dello stesso in ambito internazionale, la conseguente elevata riconoscibilità degli investitori e la positiva sperimentazione del medesimo da parte di Intesa Sanpaolo hanno rappresentato le ragioni che hanno fatto propendere il CdA per tale orientamento; inoltre, si evidenziano i punti di forza del modello citato, riconducibili alla "speditezza e concentrazione delle funzioni di governo, razionalizzazione organizzativa, stretta connessione tra gestione e controllo"¹⁷⁸. Nello specifico, ci si aspettava che il cambiamento di *governance* avrebbe condotto a una significativa riduzione del numero di membri del Consiglio d'Amministrazione, senza intaccare la capacità di governo di quest'ultimo. La società ha ritenuto il sistema monistico un modello fortemente innovativo, razionale e adeguato alle *practices* correnti sul mercato, ma, allo stesso tempo, in grado di conferire stabilità all'impresa¹⁷⁹. L'Assemblea dei Soci ha approvato, in data 28 aprile 2018, la modifica statutaria concernente il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo, disponendo l'adozione del modello monistico a partire dall'esercizio 2019. Esso è basato sulla presenza dell'Assemblea dei Soci e del Consiglio di Amministrazione, all'interno del quale è stato costituito il Comitato per il Controllo sulla Gestione. L'Assemblea adotta le deliberazioni previste dalla normativa vigente¹⁸⁰; Il Consiglio di Amministrazione¹⁸¹ possiede le competenze disposte dalla legge¹⁸². I Comitati Consiliari¹⁸³, composti all'interno del CdA, sono:

- il Comitato Controllo e Rischi;
- il Comitato per la Remunerazione;
- il Comitato per le Nomine;
- il Comitato Parti Correlate.

Le funzioni di questi ultimi risultano essere pienamente coincidenti con quanto disposto dal precedente Statuto, basato sul sistema tradizionale di amministrazione e controllo. Il Comitato per il Controllo sulla Gestione svolge i compiti definiti *ex lege*¹⁸⁴.

¹⁷⁸Relazione del Consiglio di Amministrazione sulle proposte all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci del 27/28 aprile 2018, 22 marzo 2018.

¹⁷⁹Relazione del Consiglio di Amministrazione sulle proposte all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci del 27/28 aprile 2018, 22 marzo 2018.

¹⁸⁰Si veda l'art.23, Statuto.

¹⁸¹Nel sistema monistico, esso è composto da 17 membri. Il modello di amministrazione e controllo precedentemente adottato dalla società prevedeva la presenza di 18 componenti nell'organo amministrativo.

¹⁸²Si veda l'art.37, Statuto.

¹⁸³Si veda l'art.46, Statuto.

¹⁸⁴Si veda l'art.43, Statuto.

Ad oggi non sono disponibili informazioni circa gli effetti prodotti dall'adozione del nuovo modello di *governance* sulla struttura organizzativa dell'ente, per i quali sarà necessario attendere la pubblicazione della "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" relativa all'esercizio 2019.

3. LA PERFORMANCE DEL PREZZO DI BORSA ALL'ANNUNCIO DELLA MODIFICA DEL SISTEMA DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

Dopo aver, nel precedente capitolo, analizzato gli effetti organizzativi¹⁸⁵ che la modifica del sistema di amministrazione e controllo ha prodotto sulle società quotate oggetto di studio, in questa parte dell'elaborato si esaminerà l'impatto dell'annuncio di tale evento sui corsi di borsa delle stesse. Ciò permetterà al lettore di avere una visione completa delle conseguenze, sia in ottica organizzativa, sia dal punto di vista economico finanziario, generate dal cambiamento avvenuto, negli enti facenti parte del campione.

3.1 L' "EVENT STUDY"

3.1.1 DESCRIZIONE DEL METODO

L'analisi degli effetti concreti dell'introduzione di un nuovo sistema di amministrazione e controllo sul valore delle azioni della società rappresenta una valutazione-economico finanziaria del fenomeno, che deve necessariamente fondarsi su un esame empirico, in questo caso effettuato tramite il metodo dell' "Event Study"¹⁸⁶. Esso permette di stimare l'impatto, in termini di apprezzamento o deprezzamento, dell'annuncio da parte della società quotata della modifica del modello di governo societario sul prezzo¹⁸⁷ del titolo della stessa, identificando così gli effetti di questa medesima decisione sul benessere degli azionisti e la reazione del mercato finanziario. Alla base del modello che verrà utilizzato, è essenziale porre tre ipotesi cruciali, senza le quali un simile studio non sarebbe possibile¹⁸⁸:

- il mercato è "efficiente" nella forma "semi-forte": i prezzi dei titoli al tempo *t* riflettono tutte le informazioni pubblicamente disponibili nello stesso istante temporale e, di conseguenza, esclusivamente un evento inaspettato ("nuovo" per il mercato) può determinare un cambiamento nel

¹⁸⁵In termini di trasparenza, efficienza ed efficacia dell'assetto di *governance*, nonché di *accountability* degli organi societari, qualità dei flussi informativi costantemente scambiati tra gli stessi e tempestività del processo decisionale della società.

¹⁸⁶Trattasi di un metodo di analisi statistica del comportamento di una serie storica in un intervallo di tempo definito intorno ad un determinato evento. Esso, ampiamente impiegato in finanza, è volto a verificare se l'evento in esame abbia o meno un impatto sulla serie storica oggetto di studio; per tale ragione, il metodo descritto rappresenta un'analisi ex-post, fondata su dati concreti e non su previsioni.

¹⁸⁷"Il prezzo di un titolo riflette il valore attuale, aggiustato per il rischio, di tutti i flussi di cassa futuri attesi dal detentore del titolo medesimo." Cfr. BHAGAT, S., ROMANO, R., 2001. *Event Studies and the Law - Part I: Technique and Corporate Litigation*, in Yale ICF Working Paper No. 00-31 o Yale Law & Economics Research Paper No. 259, p. 3.

¹⁸⁸Cfr. Bhagat, S., Romano, R., op. citata, 2001.

prezzo del titolo¹⁸⁹. In merito a ciò, si può dire che la reazione del valore azionario in concomitanza alla diffusione di informazioni di pubblico dominio sia rapida, dati l'ampio utilizzo di strumenti tecnologici (*internet*) di raccolta delle stesse all'avanguardia e la sussistenza di sistemi di contrattazione i quali permettono di acquistare e vendere titoli in pochi secondi.

- I prezzi al tempo *t* non si basano su informazioni di *insiders*, cioè di soggetti interni alla società in possesso di informazioni privilegiate, che potrebbero essere utilizzate dai medesimi, nella compravendita di titoli dell'emittente stesso, prima che siano di dominio pubblico. Sostanzialmente, si ipotizza l'assenza di *insider trading*, o nello specifico, l'incapacità di tali eventuali fenomeni di influenzare il mercato. Qualora l'ipotesi non fosse posta, gli *insiders* potrebbero sfruttare il proprio vantaggio informativo compravendendo titoli e, conseguentemente, i prezzi rifletterebero le informazioni a loro disposizione; ciò determinerebbe l'impossibilità di considerare come "nuova" l'informazione relativa all'evento in esame, poiché essa avrebbe, in tal caso, già influenzato i corsi di borsa oggetto dell'analisi di cui sopra, prima ancora che quest'ultima fosse nota al pubblico. In Italia, questo presupposto sembra essere realistico, data l'esistenza di una adeguata normativa sull'abuso di informazioni privilegiate volta a disincentivare, tramite obblighi di diffusione delle stesse informazioni e pesanti sanzioni, fenomeni di *insider trading*¹⁹⁰.
- Esiste un modello statistico attraverso cui definire quando una variazione del prezzo, e del correlato rendimento, di un titolo debba considerarsi "anormale".

In questo frangente, per meglio comprendere la terza assunzione e gettare le basi per la trattazione dettagliata del metodo di studio impiegato, è opportuno descrivere i tratti salienti della struttura tipica di un "Event Study", che forniscano informazioni aggiuntive rispetto a quanto riportato all'inizio di questo paragrafo. La fase iniziale per effettuare uno "studio di evento" prevede la definizione dell'"evento di interesse" e l'identificazione del periodo di tempo al cui interno le quotazioni delle azioni delle società coinvolte nell'evento e i concernenti rendimenti verranno esaminati (trattasi della c.d. "*event window*"). In seguito, è necessario determinare i criteri attraverso cui costruire il campione di società oggetto dell'indagine. Nella terza fase, per valutare l'impatto dell'evento bisogna stimare i cc.dd. rendimenti anormali (i.e. *abnormal returns*) delle singole azioni, che non sono altro che la differenza tra il rendimento effettivo (c.d. *ex post*) di

¹⁸⁹Secondo la letteratura economico-finanziaria, esistono tre livelli di efficienza economica: i) efficienza in forma debole, per cui l'informazione disponibile è esclusivamente quella legata al passato, cioè essa include la serie storica dei prezzi e dei rendimenti dei titoli; ii) l'efficienza in forma semi-forte, cioè quella ipotizzata per l'analisi che verrà svolta; iii) efficienza in forma forte, quando l'insieme informativo è caratterizzato non solo dalle informazioni di pubblico dominio, bensì anche da quelle di natura privata. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., Sandri, S., *Principi di Finanza Aziendale*, settima edizione, McGraw-Hill Education, 2014.

¹⁹⁰Si vedano gli artt. 184 e ss, *TUF*, che sono stati modificati e migliorati in seguito al recepimento della *direttiva 2003/6/CE*.

ciascun titolo e il rendimento “normale” o “atteso” del titolo stesso¹⁹¹, calcolata all’interno dell’*event window* scelta. Per quanto riguarda la formula analitica, il rendimento anormale per l’impresa *i* al tempo *t* è definito come segue:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]; \quad (1)$$

Dove:

- AR_{it} rappresenta l’extra-rendimento (*Abnormal Return*) dell’*i*-esimo titolo al tempo *t*;
- R_{it} è il rendimento effettivo osservato sul mercato dell’*i*-esimo titolo al tempo *t*;
- $E[R_{it}]$ è il rendimento atteso dell’*i*-esimo titolo al tempo *t*.

Si noti che i rendimenti effettivi sono facilmente ricavabili dai prezzi di mercato; per stimare, invece, il rendimento atteso è necessario scegliere uno dei tre modelli giù riportati:

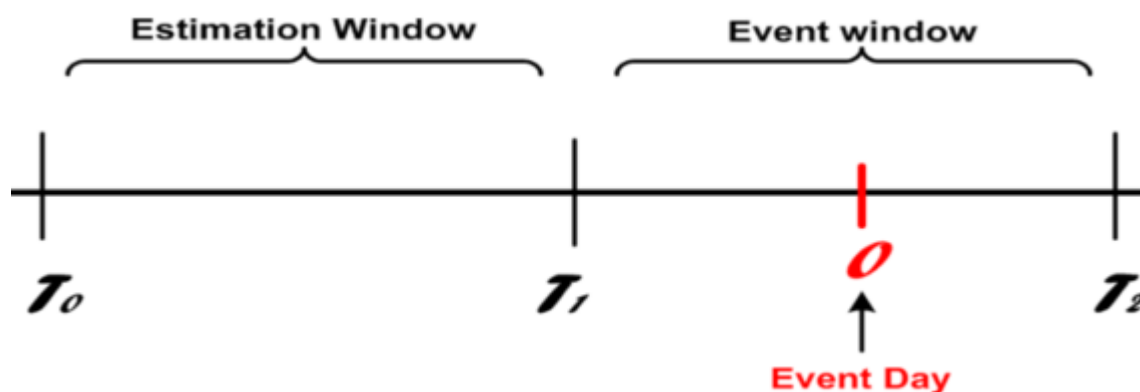
- “*Constant mean return model*”, per cui si assume che i rendimenti attesi periodali siano costanti e pari alla media dei rendimenti effettivi rilevati nell’intervallo di tempo nel quale si effettua la stima;
- “*Market model*”, o “modello di mercato”, che prevede l’assunzione circa l’esistenza di una stabile relazione lineare tra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato, misurato quest’ultimo approssimativamente, attraverso indici di mercato;
- “*Other statistical models*”. Si tratta di modelli statistici proposti in letteratura¹⁹², ma che risultano ad oggi scarsamente utilizzati.

Dopo aver identificato, tra quelli citati, il modello di stima maggiormente funzionale al caso specifico, si procede con la determinazione della finestra temporale (*estimation window*) all’interno della quale collocare i prezzi azionari, i quali verranno impiegati per il calcolo dei parametri del modello prescelto, dovendo essi essere inseriti nell’equazione (1) ai fini della stima degli *Abnormal Returns* (ARs). Sulla base della Figura 9, è possibile distinguere le due *estimation windows*, che caratterizzano il metodo statistico dell’*event study*.

¹⁹¹Si fa riferimento al risultato che ci si attende da un dato investimento sulla base dell’insieme informativo a disposizione nel momento in cui si effettua l’operazione. Nello studio che ci prefigge di realizzare, l’evento di interesse è indagato quando avviene la prima comunicazione al mercato e quindi l’informazione diventa di dominio pubblico: il rendimento atteso del titolo non riflette tale informazione. Di conseguenza, il rendimento “normale” o “atteso” fornisce una misura attendibile del rendimento del titolo, qualora l’evento di interesse non si fosse verificato.

¹⁹²Cfr. Mackinlay A. C.(1997), *Event Studies in Economics and Finance* in Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp 17-18.

Figura 9. Asse temporale relativa al metodo dell'*event study*.



Fonte 9. Rielaborazione personale da www.researchgate.net.

L'*event window* è un intervallo di tempo distribuito generalmente in maniera simmetrica attorno alla data dell'evento oggetto di studio (c.d. *event day*); esso è di breve ampiezza (al massimo 40 giorni), data la necessaria non inclusione di ulteriori eventi nell'analisi; nel presente studio, sulla base della Figura 9: l'*event day* è indicato con $t=0$, l'*event window* va da $t=T_1$ a $t=T_2$. Per quanto concerne, invece, l'*estimation window* (i.e. "periodo di stima"), si tratta di una finestra temporale, solitamente anteriore alla prima descritta e maggiormente lunga, la quale è almeno pari, secondo quanto affermato dalla letteratura più accreditata sul tema, a 120 giorni, qualora la stima si basi su dati giornalieri¹⁹³; nello studio condotto, essa va da $t=T_0$ a $t=T_1$. In relazione al "periodo di stima", esso più è esteso, maggiore saranno i dati a disposizione per lo studio che si vuole realizzare: ciò riduce al minimo le possibilità che quest'ultimo sia inficiato da eventi temporanei, i quali possono influenzare il valore "normale" del titolo, il cui calcolo rappresenta il fine ultimo del presente lavoro. Risulta essenziale, allo scopo di costruire un *event study*, evitare che le due finestre temporali si sovrappongano; se ciò accadesse, si rischierebbe di includere nell'*estimation window* i rendimenti effettivi rilevati in prossimità dell'evento d'interesse. Tale eventualità potrebbe minare l'affidabilità dell'analisi, giacchè i rendimenti effettivi registrati nell'*event window* influenzerebbero la stima dei rendimenti normali; nello specifico, questi ultimi potrebbero catturare l'effetto dell'evento in questione e, conseguentemente, la stima degli ARs non permetterebbe di rilevare l'eventuale impatto dello stesso effetto. Gli *Abnormal Returns*, calcolati considerando quanto osservato nell'*estimation window*, forniscono, dopo essere stati sottoposti a test statistici specifici, una misura dell'impatto dell'evento di interesse, per ciò che riguarda la singola società, al netto di fattori esogeni o generali inclusi nella stima del rendimento atteso¹⁹⁴; il loro impiego consente di avere una visione maggiormente chiara dell'effetto generato da quel determinato evento sulle azioni della società. Solitamente, per poter disporre di una misura sintetica dell'effetto complessivo generato dall'evento indagato,

¹⁹³Cfr. Mackinlay, A. C. (1997), op citata, p. 15.

¹⁹⁴A titolo di esempio, se si impiegasse il modello di mercato per il calcolo del rendimento atteso, i fattori esogeni o generali in esso inclusi sono, fattivamente, rappresentati da elementi inerenti l'intero mercato preso come riferimento per l'analisi.

si ricorre all'utilizzo dei *Cumulated Abnormal Returns* (i.e. Rendimenti Anormali Cumulati), i quali consistono nell'aggregazione degli ARs nel tempo o, possibilmente, tra le diverse società; ciò è fattibile esclusivamente se gli *event windows* di quest'ultime coincidono. I CARs possono essere definiti attraverso la seguente equazione:

$$CAR_t = \sum_{t=0}^T AR_t; \quad (2)$$

In cui:

- CAR_t è il rendimento anormale cumulato calcolato per il periodo T interno all'*event window*;
- AR_t corrisponde al rendimento anormale al tempo t, misurato su base giornaliera.

A posteriori è maggiormente comprensibile il motivo per il quale si è optato per il metodo dell'*event study* ai fini della presente analisi. Risultano essere indubbie, infatti, la chiarezza e l'affidabilità di tale metodologia: essa permette di verificare se un determinato evento abbia generato degli effetti sul trend dei rendimenti e, quindi, sui valori azionari dei titoli oggetto di studio. L'impiego di test statistici, a tal riguardo, permette di stabilire se la sussistenza di eventuali effetti sia da considerarsi statisticamente significativa, cioè causata dall'evento indagato, oppure legata a normali fluttuazioni dei prezzi azionari.

3.1.2 ELEMENTI ESSENZIALI DELL'ANALISI DEL CAMPIONE OGGETTO DI STUDIO

Prima di procedere con l'analisi empirica, in questo paragrafo si descrivono il campione di società quotate esaminato e gli elementi chiave dello studio condotto, in base al metodo dell'*event study*. Innanzitutto si definisce l'"evento d'interesse" indagato, ossia la modifica del sistema di amministrazione e controllo. Esso è stato analizzato per ciascuna società quotata appartenente al campione, considerando due *event date*, relative a:

- la convocazione dell'Assemblea straordinaria avente all'ordine del giorno la modificazione dello Statuto ai fini dell'adozione del nuovo sistema di amministrazione e controllo; tale data coincide con il giorno nel quale è stata predisposta ed approvata la relazione degli amministratori contenente le inerenti proposte da essi avanzate e, nel caso in cui il cambiamento di sistema sia avvenuto in virtù di una fusione societaria, con la data in cui il relativo progetto è stato predisposto ed approvato dall'organo amministrativo.
- L'adozione del nuovo modello, in virtù dell'approvazione della suddetta modifica da parte dell'organo assembleare.

Per quanto concerne il campione esaminato, occorre precisare che, nonostante esso sia composto da un basso numero di società, ciò è comunque sufficiente per effettuare un'analisi valida ed attendibile, utilizzando il

metodo dell'*Event Study*¹⁹⁵. Ovviamente, sia dal punto di vista prettamente concettuale che empirico, considerare un maggior numero di enti conferirebbe maggior rilevanza al lavoro in oggetto; tuttavia, in questo caso, le società che hanno optato per la modifica del proprio sistema di amministrazione e controllo rappresentano una esigua minoranza rispetto al totale degli enti quotati.

Tabella 10. *Event dates* considerate per ogni società¹⁹⁶.

SOCIETA'	DATA CONVOCAZIONE ASSEMBLEA (EVENT DATE 1 E 3)	DATA ADOZIONE NUOVO SISTEMA (EVENT DATE 2 E 4)
INTESA SANPAOLO S.p.A.	12/10/2006	01/12/2006
	12/01/2016	26/02/2016
MEDIOBANCA S.p.A.	23/05/2007	27/06/2007
	30/07/2008	28/10/2008
UBI Banca S.p.A.	19/01/2007	03/03/2007
	14/09/2018	19/10/2018
Banco BPM S.p.A.	04/10/2011	21/10/2011
	24/05/2016	15/10/2016
SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE- SOCIETA' COOPERATIVA	22/03/2018	28/04/2018

Fonte 10. Elaborazione personale, dati raccolti dalla sezione "Investor Relations" dei singoli siti delle società.

I rendimenti "anormali" dei titoli azionari delle 5 società riportate nella tabella 10 compongono la serie economica di interesse. Essi sono stati stimati applicando l'equazione (1), come differenza tra i rendimenti effettivi e quelli "attesi" o "normali". Per calcolare i primi, ci si è basati sulle quotazioni azionarie giornaliere per ciascuna società, reperibili sul *database* di "Yahoo Finance": si è scelto di reperire le quotazioni su tale sito poichè si tratta di valori *adjusted*, impiegati per tener conto di eventuali distribuzioni di dividendi e quindi consultabili sul *database* citato. Dalla serie storica dei prezzi giornalieri aggiustati, sono stati calcolati i rendimenti effettivi tramite la formula che segue:

$$R_{it} = \ln (P_{it}/P_{it-1}) \quad (3)$$

¹⁹⁵Bhagat S., Romano R. (2001), *Event Studies and the Law-Part 1: Technique and Corporate Litigation*, Yale Law School Legal Scholarship Repository.

¹⁹⁶Si precisa che l'indagine sarà effettuata su ogni singola società del campione, andando a rilevare gli eventuali rendimenti anormali in seguito a ciascuna modifica del sistema di amministrazione e controllo avvenuta; successivamente, tramite il ricorso ai *Cumulated Abnormal Returns*, tali rendimenti verranno aggregati.

Dove:

- R_{it} rappresenta il rendimento effettivo dell'azione i-esima al tempo t;
- P_{it} è il prezzo *adjusted* dell'azione i-esima al tempo t;
- P_{it-1} è il prezzo *adjusted* dell'azione i-esima al tempo t-1, cioè il prezzo aggiustato di chiusura del giorno di negoziazioni immediatamente precedente.

Per mezzo dei rendimenti logaritmici, è possibile stimare i rendimenti cumulati ed i rendimenti anomali cumulati relativamente a un maggior numero di giorni agevolmente, addizionando tra loro rendimenti logaritmici consecutivi.

Stabilito il metodo di misurazione per quanto concerne i rendimenti effettivi, si procede col definire la modalità con la quale sono stati calcolati quelli attesi. A tal proposito, si è deciso di utilizzare il “*Market model*”, del quale si è fornita una descrizione nel precedente paragrafo. Esso è basato sulla relazione tra il rendimento di ciascun titolo ed il rendimento del mercato; in tale analisi, è stato adottato un modello di mercato ad un fattore. Ergo, per ciascun titolo, il *Market model* può essere sintetizzato con la seguente equazione:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \\ E(\epsilon_{it}) &= 0 \quad \quad \quad \text{Var}(\epsilon_{it}) = \sigma^2_{\epsilon_i} \end{aligned} \quad (5)$$

Si noti che l'equazione (5) è l'equazione di una retta, in cui

- la variabile dipendente R_{it} è il rendimento del titolo i-esimo al tempo t;
- la variabile esplicativa R_{mt} rappresenta il rendimento del portafoglio di mercato;
- ϵ_{it} è, come nell'altro modello impiegato, il termine di errore, con valore atteso pari a zero e varianza costante pari a $\sigma^2_{\epsilon_i}$;
- α_i rappresenta l'intercetta del *Market model*;
- β_i è il coefficiente del rendimento del portafoglio di mercato.

Se si passa ai valori attesi, l'equazione (5) diviene:

$$E[R]_{it}^* = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

Il valore approssimato di R_{mt} è pari a quello dell'indice di mercato; nel presente lavoro, si è scelto di impiegare l'indice FTSE-MIB¹⁹⁷. Tale decisione è legata alla circostanza per cui le azioni di tutte le 5 società analizzate sono quotate presso quest'ultimo.

¹⁹⁷Tale indice, nato a seguito della fusione tra il London Stock Exchange e Borsa Italiana, rappresenta il principale indice di *benchmark* dei mercati azionari italiani, dato che include le 40 principali società italiane ed estere quotate sui mercati di Borsa

Per la stima dei parametri specifici del modello, si è optato per un’*estimation window* di ampiezza pari a 150 giorni di negoziazione; l’analisi, per ogni società, ha riguardato i rendimenti osservati da 170 a 20 giorni precedenti il giorno del primo annuncio. Per il calcolo degli ARs e dei CARs, è stata presa in considerazione un’*event window* multi-periodale, con periodo massimo pari a 11 giorni distribuiti simmetricamente attorno a ciascun evento (da -5 a +5 giorni). La motivazione concernente la scelta di una finestra temporale ristretta è riconducibile alla necessità di evitare una eventuale sovrapposizione tra le due *event windows*, data la considerazione, in relazione al fenomeno indagato, di due annunci differenti ma estremamente ravvicinati dal punto di vista temporale. Si precisa, inoltre, che, alla base del modello implementato, relativamente ai rendimenti dei singoli titoli, è stata posta l’“ipotesi di normalità dei rendimenti”, con la quale si assume che essi si distribuiscono nel tempo come una “distribuzione normale” con media e varianza costanti; tale assunzione è volta ad effettuare correttamente i test statistici che saranno illustrati in seguito.

Per effettuare l’analisi è stato impiegato il software statistico STATA 16: dopo aver importato da Excel ed incrociato i dati di *input* relativamente ai rendimenti effettivi, rendimenti di mercato ed *event dates*, tramite il programma citato, è stato possibile stimare i coefficienti α e β (tramite il metodo dei minimi quadrati (OLS¹⁹⁸)) e i rendimenti attesi. Successivamente sono stati calcolati gli *Abnormal Returns* e i *Cumulated Abnormal Returns*, questi ultimi aggregando i rendimenti anormali.

3.2 L’IMPATTO DEGLI ANNUNCI SUL RENDIMENTO BORSISTICO

3.2.1 STUDIO DEI RENDIMENTI ANORMALI: ARs

I rendimenti anormali sono stati calcolati nell’*event window* per ogni società inclusa nel campione, sostituendo l’equazione (6) nell’equazione (1) ed avendo di conseguenza:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (7)$$

dove i coefficienti della regressione α_i e β_i sono stati stimati con STATA 16.

In seguito, si è verificato se questi ultimi fossero statisticamente significativi, in modo da rilevare l’eventuale impatto dei due annunci sui rendimenti azionari dei titoli esaminati, determinando altresì la direzione dello stesso. Per testare la significatività degli ARs, sono state impiegate le due ipotesi ivi riportate:

Italiana, le quali sono caratterizzate da una capitalizzazione di mercato pari circa all’80% di quella di mercato interna; nello specifico, esso è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori ICB (Industry Classification Benchmark) nel nostro paese.

¹⁹⁸Tale metodo consente di individuare, nel caso di un modello di regressione mono-fattoriale, la cosiddetta “retta di regressione”, in grado di interpolare al meglio un insieme di dati; il fine del metodo è minimizzare il quadrato della differenza tra le osservazioni e la retta di regressione.

H0: i singoli annunci non producono nessun effetto sul valore azionario delle singole società interessate dall'evento in questione, ossia $AR_{it} = 0$; ciò equivale a dire che, statisticamente parlando, i rendimenti anormali non sono significativi.

H1: i singoli annunci producono un effetto sul valore azionario delle singole società interessate dall'evento in questione, cioè $AR_{it} \neq 0$; ovvero, in termini statistici, i rendimenti anormali sono significativi.

Per verificare se i risultati rilevati nelle due *event dates* fossero diversi dall'ipotesi nulla H0, è stato utilizzato il “test T”¹⁹⁹. Per effettuare quest'ultimo, risulta indispensabile specificare che, sotto l'ipotesi nulla, i rendimenti anormali di ogni società per N sufficientemente grande (dove N è il numero di giorni della finestra di stima, nella nostra analisi pari a 150)²⁰⁰ si distribuiscono come una “Normale” con media zero e varianza σ^2 (AR_{it}) pari alla varianza di regressione, calcolata in automatico dal software STATA 16.

$$AR_{it} \sim N(0, (\sigma^2 (AR_{it}))) \quad (8)$$

In questo lavoro si è optato per la seguente “Statistica Test”:

$$T\text{-stat}^{AR} = (AR_{it} / \sigma(AR_{it})) \sim N(0,1) \quad (9)$$

Tale equazione è caratterizzata dal rapporto, per il titolo i-esimo e considerando $t = 0$, tra il rendimento anormale ottenuto nell'*event date* e la sua deviazione standard, cioè la radice quadrata della varianza. Per questa ragione, la “Statistica Test” è distribuita come una “Normale standard”, con valore atteso nullo e varianza pari a 1. Premettendo ciò, se il valore assoluto della “Statistica Test” è superiore a determinati “valori soglia” (ossia i valori critici della distribuzione presa in considerazione), allora i rendimenti anormali rilevati nelle due *event dates*, sulla cui base la stessa Statistica è stata calcolata, risultano essere significativi ad un certo livello di confidenza. Per completezza, nella Tabella 11, vengono resi noti il “valore soglia” della T-stat (individuato consultando le tavole della normale standardizzata) che si è deciso di impiegare, il correlato livello di confidenza ed il relativo grado di fiducia.

¹⁹⁹Nel presente studio, si è seguito l'approccio di Campbell e Lo (1998). Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELOW, R. (1998), *The Econometrics of Financial Markets*, Chapter 4, p. 162.

²⁰⁰Il teorema del limite centrale afferma che se la distribuzione di una variabile casuale (in questo caso gli ARs) è caratterizzata da un campione di osservazioni ampio ($N > 30$), allora tale distribuzione medesima tende a distribuirsi normalmente, indipendentemente dalla effettiva distribuzione della singola variabile. Cfr. CAMPBELL J., LO A., MACKINLAY A., WHITELOW, R., op citata, p. 160.

Tabella 11. Valore soglia scelto e i relativi Livello di significatività e Grado di fiducia scelti per T-stat.

LIVELLO DI SIGNIFICATIVITA'	GRADO DI FIDUCIA	VALORE SOGLIA T-stat
5%	95%	± 1,96

Fonte 11. Elaborazione personale, previa consultazione delle tavole della normale standardizzata.

Nel dettaglio, il test di significatività rifiuta l'ipotesi nulla H_0 in base al confronto tra la "Statistica Test" (T-stat) e il valore soglia per il quale si è optato, ovvero quello che restituisce un grado di fiducia pari al 95% e un corrispondente livello di confidenza pari al 5%. Nella presente analisi, qualora per la società si fosse ottenuto un valore $|T-stat| > 1.96$, si avrebbe avuto un grado di fiducia del 95% e un livello di confidenza del 5%; in altre parole, nel 95% dei casi osservati si avrebbe avuta evidenza campionaria circa la significatività degli ARs (cioè questi ultimi avrebbero generato un impatto anormale sul titolo iesimo) e, esclusivamente nell'5% dei casi, non sarebbe stato possibile rigettare l'ipotesi nulla H_0 . Si riportano nella Tabella 12 gli ARs nelle quattro diverse date di annuncio, per ciascuna società inclusa nel campione esaminato, ottenuti per mezzo del *Market Model*.

Tabella 12. Rendimenti anormali misurati nelle event dates 1 e 2, relative al primo cambiamento, in ordine cronologico, di sistema di amministrazione e controllo, per ciascuna società e livello di significatività.

SOCIETA'	Event_date_1			Event_date_2		
	AR _{i0}	T-stat ^{AR}	AR _{i0} significativo?	AR _{i0}	T-stat ^{AR}	AR _{i0} significativo?
INTESA SANPAOLO S.p.A.	0,6811%	0,2242	NO	-0,2116%	-0,1533	NO
MEDIOBANCA S.p.A.	0,6121%	0,2095	NO	-0,1614%	-0,1347	NO
UBI Banca S.p.A.	1,0398%	0,5837	NO	-1,1137%	-0,9454	NO
Banco BPM S.p.A.	-3,3991%	-2,1004	SI	6,0211%	1,9906	SI
SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE	-3,5389%	-2,3450	SI	-0,3769%	-0,1985	NO

Fonte 12. Elaborazione personale di dati tratti www.yahoo.finance.com. In rosso sono evidenziati i rendimenti anormali significativi, determinati in base al relativo valore della "Statistica Test". Per quanto riguarda UBI Banca S.p.A, il valore dei rendimenti effettivi, considerati nel calcolo degli ARs, potrebbe essere stato influenzato dall'esercizio del diritto di recesso da parte di alcuni soci in occasione dell'operazione di fusione, avvenimento descritto nel secondo capitolo del presente lavoro.

Tabella 13. Rendimenti anormali misurati nelle event dates 3 e 4, relative al secondo cambiamento, in ordine cronologico, di sistema di amministrazione e controllo, per ciascuna società e livello di significatività.

	Event_date_3	Event_date_4
--	--------------	--------------

SOCIETA'	AR _{i0}	T-stat ^{AR}	AR _{i0} significativo?	AR _{i0}	T-stat ^{AR}	AR _{i0} significativo?
INTESA SANPAOLO S.p.A.	0,0963%	0,0533	NO	1,1909%	1,1559	NO
MEDIOBANCA S.p.A.	-3,2738%	-1,9871	SI	0,0845%	0,0445	NO
UBI Banca S.p.A.	0,5776%	0,2031	NO	7,3456%	2,1880	SI
Banco BPM S.p.A.	1,3111%	0,7423	NO	-1,4536%	-0,8713	NO

Fonte 13. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com. In rosso sono evidenziati i rendimenti anormali significativi, determinati in base al relativo valore della “Statistica Test”. Per quanto riguarda Banco BPM S.p.A, il valore dei rendimenti effettivi, considerati nel calcolo degli ARs, potrebbe essere stato influenzato dall’esercizio del diritto di recesso da parte di alcuni soci in occasione dell’operazione di fusione, avvenimento descritto nel capitolo due del presente lavoro.

Dalle Tabelle 12 e 13 si desume che il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo non ha prodotto un effetto significativo nella maggioranza dei casi esaminati, sia nel giorno del primo annuncio (prima *event date* e, eventualmente, terza *event date*), cioè quello corrispondente alla convocazione dell’assemblea in sede straordinaria per la modifica del modello di *governance*, sia nel giorno del secondo annuncio (seconda *event date* e, eventualmente, quarta *event date*), nel quale l’organo assembleare ha approvato la concernente delibera. Per ciò che riguarda la prima *event date*, rendimenti anormali significativi, entrambi di segno negativo, sono stati rilevati per Banco BPM S.p.A. (passaggio al sistema dualistico) e per Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa (passaggio al monistico). Relativamente alla prima delle due società citate, anche nella seconda *event date*, nella quale è stata disposta l’adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo, è stato registrato un rendimento anormale significativo, in tal caso di segno positivo. Considerando invece la terza *event date*, solamente per Mediobanca S.p.A. (adozione del sistema tradizionale) è stato rilevato un rendimento anormale significativo, nello specifico di segno negativo; il passaggio al modello monistico di amministrazione e controllo da parte di UBI Banca S.p.A. ha avuto, nella quarta *event date*, un impatto significativo positivo sui corsi di borsa dell’ente, in termini di rendimento anormale, ciò a testimonianza della positiva percezione del mercato in merito a tale evento.

3.2.2 ANALISI DEI CARs

Al fine di compiere un’analisi attendibile e minuziosa, è necessario misurare la significatività dell’impatto, non solo nella data dell’evento, bensì anche in corrispondenza di differenti intervalli di giorni intorno a ciascun annuncio. Ciò in quanto è possibile che le notizie si siano diffuse sul mercato o qualche giorno prima o qualche giorno dopo rispetto a quest’ultimo: sostanzialmente l’impatto potrebbe aver prodotto i propri effetti o leggermente in anticipo o con leggero ritardo.

Per contemplare anche questa eventualità, si è deciso di aggregare i rendimenti anormali osservati nei diversi intervalli temporali (*event window* multi-periodale) seguendo la dimensione tempo: sommando gli ARs

calcolati, si è giunti alla misurazione dei CARs; tale metodologia è stata applicata ad ogni società del campione. Per meglio comprendere il proseguo del lavoro, si approfondisce il concetto di *Cumulative Abnormal Returns* (CARs) o “Rendimenti Anormali Cumulati”, contestualizzandolo nel perimetro del nostro studio. Esso prevede specificatamente una *event window* scomposta in più periodi. Si definisce $CAR_i(t_1, t_2)$ come il rendimento anormale cumulato da t_1 a t_2 per la società i , dove $T_1 < t_1 \leq t_2 \leq T_2$, con T_1 e T_2 che sono gli estremi dell’*event window*, per la quale si è optato. Di conseguenza, i CAR da t_1 a t_2 rappresentano intuitivamente la somma dei rendimenti anormali tra essi compresi. In formule:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \sim N(0; \sigma_i^2(t_1, t_2)) \quad (10)$$

In questa analisi sono stati individuati 3 periodi temporali di differente ampiezza, interni a ciascuna *event window*: per ogni intervallo prescelto, sono stati calcolati i CARs per ciascuna impresa. Identificando con $t = 0$ l’event date, i periodi temporali sono questi ultimi:

- una finestra temporale di undici giorni, $[t-5, t+5]$;
- una finestra temporale di sette giorni, $[t-3, t+3]$;
- una finestra temporale di tre giorni, $[t-1, t+1]$.

I rendimenti anormali cumulati si ottengono sommando i rendimenti anormali. Per tale ragione, i primi, al pari dei secondi, si distribuiscono, sotto l’ipotesi nulla, H_0 , come una “Normale” di valore atteso nullo e varianza pari a $\sigma_i^2(t_1, t_2)$. Essa è data dal prodotto della varianza degli AR_{it} per il numero degli ARs rilevati nella specifica finestra temporale:

$$\sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma^2 AR_{it} \quad (11)$$

Da σ_i^2 , calcolandone la radice quadrata, si può agevolmente risalire alla deviazione standard che rappresenta il denominatore della T-stat, la quale è impiegata anche per verificare la significatività dei CARs stimati nelle differenti finestre temporali. Così come è stato fatto per gli ARs, anche i CARs sono stati sottoposti al test d’ipotesi, con l’obiettivo di testare la significatività dei rendimenti anormali cumulati nei tre periodi temporali prescelti. Nello specifico, la “Statistica Test” utilizzata per i $CAR_i(t_1, t_2)$ risulta essere la seguente:

$$T\text{-stat}^{CAR} = ((CAR_i(t_1, t_2)) / \sigma_i(t_1, t_2)) \sim N(0,1) \quad (12)$$

Il Test è stato effettuato attraverso le stesse modalità descritte in precedenza per gli ARs. Si riportano, nelle Tabelle 14, 15, 16, 17 e 18, i rendimenti anormali cumulati ottenuti con il *Market Model* per ogni finestra temporale prescelta, distribuiti per event date.

Tabella 14. Rendimenti anormali cumulati misurati nelle finestre temporali prescelte, relative alle 4 event dates e livello di significatività per Intesa Sanpaolo S.p.A..

Finestra temporale	CAR (t ₁ , t ₂)	T-stat ^{CAR}	CAR (t ₁ , t ₂) significativo?
Event_date_1			
(t-5, t+5)	0,4236%	0,0037	NO
(t-3, t+3)	3,3515%	0,0571	NO
(t-1, t+1)	-0,9557%	-0,0106	NO
Event_date_2			
(t-5, t+5)	-4,5430%	-0,0780	NO
(t-3, t+3)	-1,4502%	-0,0335	NO
(t-1, t+1)	-0,6989%	-0,0081	NO
Event_date_3			
(t-5, t+5)	0,1385%	0,0009	NO
(t-3, t+3)	1,5620%	0,0381	NO
(t-1, t+1)	6,5700%	1,1672	NO
Event_date_4			
(t-5, t+5)	2,2270%	0,0412	NO
(t-3, t+3)	2,3339%	0,0482	NO
(t-1, t+1)	4,4372%	0,8794	NO

Fonte 14. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com.

Tabella 15. Rendimenti anormali cumulati misurati nelle finestre temporali prescelte, relative alle 4 event dates e livello di significatività per Mediobanca S.p.A..

Finestra temporale	CAR (t ₁ , t ₂)	T-stat ^{CAR}	CAR (t ₁ , t ₂) significativo?
Event_date_1			
(t-5, t+5)	-4,8487%	-0,0874	NO
(t-3, t+3)	-1,7504%	-0,0478	NO
(t-1, t+1)	-1,2366%	-0,0165	NO
Event_date_2			
(t-5, t+5)	-0,2740%	-0,0033	NO
(t-3, t+3)	-0,5119%	-0,0272	NO
(t-1, t+1)	-0,7725%	-0,0094	NO
Event_date_3			
(t-5, t+5)	-13,5984%	-0,4016	NO
(t-3, t+3)	-18,0535%	-1,9710	SI
(t-1, t+1)	-9,7891%	-1,9931	SI

Event_date_4			
(t-5, t+5)	-5,5681%	-0,1642	NO
(t-3, t+3)	-1,8796%	-0,0628	NO
(t-1, t+1)	3,5882%	0,6946	NO

Fonte 15. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com. In rosso sono evidenziati i rendimenti anormali cumulati significativi, determinati in base al relativo valore della “Statistica Test”.

Tabella 16. Rendimenti anormali cumulati misurati nelle finestre temporali prescelte, relative alle 4 event dates e livello di significatività per UBI Banca S.p.A..

Finestra temporale	CAR (t ₁ , t ₂)	T-stat ^{CAR}	CAR (t ₁ , t ₂) significativo?
Event_date_1			
(t-5, t+5)	3,3977%	0,0584	NO
(t-3, t+3)	4,6900%	0,0952	NO
(t-1, t+1)	1,3220%	0,0175	NO
Event_date_2			
(t-5, t+5)	-4,2860%	-0,1894	NO
(t-3, t+3)	-1,1643%	-0,0351	NO
(t-1, t+1)	-1,5640%	-0,0237	NO
Event_date_3			
(t-5, t+5)	4,7715%	0,0715	NO
(t-3, t+3)	3,5757%	0,0679	NO
(t-1, t+1)	1,1664%	0,0134	NO
Event_date_4			
(t-5, t+5)	9,8791%	0,1167	NO
(t-3, t+3)	11,1883%	0,3541	NO
(t-1, t+1)	10,9491%	2,1684	SI

Fonte 16. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com. In rosso sono evidenziati i rendimenti anormali cumulati significativi, determinati in base al relativo valore della “Statistica Test”.

Tabella 17. Rendimenti anormali cumulati misurati nelle finestre temporali prescelte, relative alle 4 event dates e livello di significatività per Banco BPM S.p.A..

Finestra temporale	CAR (t ₁ , t ₂)	T-stat ^{CAR}	CAR (t ₁ , t ₂) significativo?
Event_date_1			
(t-5, t+5)	22,6682%	0,8347	NO
(t-3, t+3)	9,2983%	0,3272	NO
(t-1, t+1)	4,1381%	0,6861	NO
Event_date_2			
(t-5, t+5)	-2,2357%	-0,0438	NO
(t-3, t+3)	1,6254%	0,0521	NO
(t-1, t+1)	-1,7948%	-0,0327	NO
Event_date_3			

(t-5, t+5)	1,8227%	0,0087	NO
(t-3, t+3)	13,5780%	0,6721	NO
(t-1, t+1)	10,8563%	2,0374	SI
Event_date_4			
(t-5, t+5)	1,6696%	0,0072	NO
(t-3, t+3)	0,9807%	0,0345	NO
(t-1, t+1)	1,7725%	0,0323	NO

Fonte 17. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com. In rosso sono evidenziati i rendimenti anormali cumulati significativi, determinati in base al relativo valore della “Statistica Test”.

Tabella 18. Rendimenti anormali cumulati misurati nelle finestre temporali prescelte, relative alle 2 event dates e livello di significatività per SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE-SOCIETA' COOPERATIVA.

Finestra temporale	CAR (t ₁ , t ₂)	T-stat ^{CAR}	CAR (t ₁ , t ₂) significativo?
Event_date_1			
(t-5, t+5)	-8,0111%	-0,2516	NO
(t-3, t+3)	-4,6666%	-0,0845	NO
(t-1, t+1)	-3,4128%	-0,6797	NO
Event_date_2			
(t-5, t+5)	-2,6101%	-0,0459	NO
(t-3, t+3)	0,6196%	0,0318	NO
(t-1, t+1)	-1,0459%	-0,0018	NO

Fonte 18. Elaborazione personale di dati tratti da www.yahoo.finance.com.

Le Tabelle 14, 15, 16, 17 e 18 forniscono informazioni importanti in relazione all'impatto dell'evento esaminato sui valori azionari delle società analizzate, considerando un orizzonte temporale più ampio rispetto al singolo giorno in cui è avvenuto l'annuncio. Lo scarso numero di CARi (t₁, t₂) significativi rilevati denota che, nelle diverse finestre temporali costruite attorno alle date d'annuncio, la modifica del sistema di Amministrazione e controllo non ha avuto un impatto rilevante. Per due dei cinque enti analizzati (Intesa Sanpaolo S.p.A e Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa), in nessuna delle finestre temporali prese in considerazione, sono stati registrati rendimenti anormali cumulati significativi. Per quanto concerne Mediobanca S.p.A. nelle finestre temporali (t-3, t+3) e (t-1, t+1), inerenti alla terza *event date* (ritorno al sistema tradizionale di *governance*), i CARs significativi calcolati sono di segno negativo; i rendimenti anormali cumulati riguardanti UBI Banca S.p.A. risultano essere significativi, di segno positivo, esclusivamente nella quarta *event date* (passaggio al modello monistico), nello specifico nell'intervallo (t-1, t+1). Nel caso di Banco BPM S.p.A., sono stati rilevati CARs significativi di segno positivo nella finestra temporale (t-1, t+1), costruita attorno alla terza *event date* (ritorno al sistema tradizionale di amministrazione e controllo).

3.2.3 INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI EMPIRICI

Lo studio dei rendimenti anormali calcolati nelle date di annuncio per ogni società inclusa nel campione analizzato ha evidenziato che nella quasi totalità dei casi l'evento in questione non ha generato effetti statisticamente significativi. Infatti essi sono stati rilevati solamente in cinque date di annuncio sulle diciotto complessive, considerando che a ciascun ente, ad esclusione di Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa, sono riconducibili quattro *event date* (due relative al primo cambiamento di sistema di amministrazione e controllo e altrettante inerenti alla seconda modifica). Nella data in cui è stata convocata l'Assemblea straordinaria dal CdA per la modificazione dello Statuto ai fini dell'adozione del nuovo sistema di amministrazione e controllo, sono stati registrati ARs statisticamente significativi di segno negativo, per quanto riguarda Banco BPM S.p.A., Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa e Mediobanca S.p.a., adottanti rispettivamente il sistema dualistico, monistico e tradizionale di *governance*: il mercato non ha accolto con favore la notizia del possibile passaggio a questi ultimi sistemi di amministrazione e controllo da parte degli enti citati. In relazione alla data di annuncio dell'adozione del nuovo modello, in virtù dell'approvazione della concernente delibera assembleare, per Banco BPM Sp.A. (adozione del sistema dualistico) e per UBI Banca S.p.A. (passaggio al monistico) i rendimenti anormali significativi calcolati sono di segno positivo, a testimonianza della buona percezione degli investitori. Dall'analisi condotta sugli ARs di Banco BPM S.p.A., unica società per la quale sono stati registrati ARs significativi sia per la prima data che per la seconda, si evince che il mercato ha reagito negativamente al primo e positivamente al secondo annuncio, in merito all'adozione del modello duale di amministrazione e controllo da parte della banca.

Al fine di effettuare una migliore valutazione dell'effetto prodotto dell'evento di interesse indagato, ad un'analisi puntuale (considerando esclusivamente un singolo giorno per la misurazione dei rendimenti anormali), si è deciso di affiancare uno studio aggregato di questi ultimi: attraverso i CARs, o rendimenti anormali cumulati, è stato possibile determinare l'impatto della modifica del sistema di amministrazione e controllo al netto di eventuali problemi di distorsione dei risultati rilevati. Si fa riferimento al rischio che le notizie relative all'evento possano trapelare sul mercato qualche giorno prima dell'annuncio, oppure con ritardo rispetto allo stesso. L'indagine condotta, così come per gli ARs, ha evidenziato che nella maggioranza delle finestre temporali costruite attorno alle *event date* l'evento di interesse non ha generato impatti statisticamente significativi sui prezzi azionari delle società. Per quanto concerne Mediobanca S.p.A. e UBI Banca S.p.A., sono stati rilevati rendimenti anormali cumulati significativi negli intervalli temporali definiti intorno alle date di evento nelle quali sono stati precedentemente registrati ARs significativi: i valori hanno assunto lo stesso segno di questi ultimi, a testimonianza del fatto che l'effetto complessivo del cambiamento di modello di *governance* si è manifestato nell'arco di più giorni vicini all'*event date*. Nello specifico, CARs significativi di segno negativo sono stati rilevati per Mediobanca S.p.A. nelle finestre temporali (t-3, t+3) e (t-1, t+1) intorno alla terza *event date*, relativa alla convocazione dell'Assemblea da parte del CdA della banca per il ritorno al sistema tradizionale; i rendimenti anormali cumulati di UBI Banca S.p.A. sono risultati

significativi con segno positivo nell'intervallo $(t-3, t+3)$, inerente alla data in cui è stata approvata dall'organo assembleare la delibera di adozione del modello monistico. Per ciò che riguarda l'adozione del sistema tradizionale, sono significativi di segno positivo²⁰¹, coerentemente con quanto registrato singolarmente per la seconda data di evento. Il fatto che non siano stati registrati rendimenti anormali cumulati significativi nell'intervallo $(t-5, t+5)$ ci permette, per ciò che riguarda le società comprese nel campione analizzato, di giungere alla seguente conclusione: l'effetto prodotto dall'evento in questione si è manifestato in intervalli di tempo relativamente ridotti attorno alla data dell'annuncio, non verificandosi nei giorni precedenti e non protrandosi in quelli successivi. Inoltre, l'assenza di correlazione tra l'adozione di un determinato sistema, la rilevanza, in termini di significatività, dell'impatto dell'introduzione dello stesso e il segno del valore del rendimento anormale non permettono di rilevare la presenza di una preferenza univoca del mercato per un modello di amministrazione e controllo anziché per un altro. Infatti, prendendo come esempio l'adozione del monistico, per UBI Banca S.p.A. tale evento ha generato rendimenti anormali positivi, mentre per Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa esso ha fatto registrare ARs negativi; allo stesso modo, per quanto concerne il ritorno al sistema tradizionale, ciò ha determinato il verificarsi di CARs significativi negativi per Mediobanca S.p.A. e positivi per Banco BPM S.p.A.

CONCLUSIONI

Il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo è un evento tutt'altro che ricorrente tra le società quotate italiane, visto che la maggioranza di queste ultime, nonostante la facoltà di modifica, impiega, ad oggi il modello di *governance* che aveva inizialmente adottato, al momento della costituzione della società. Non sorprende, inoltre, il fatto che il 98% degli enti aventi azioni quotate implementi il sistema tradizionale, in considerazione dei vantaggi che l'applicazione dello stesso presenta, sia in termini prettamente operativi, sia in virtù della presenza di un minor numero di dubbi interpretativi relativamente alle disposizioni di legge ad esso inerenti. Malgrado il ridotto campione di società che hanno optato per il cambiamento in oggetto, l'analisi che è stata condotta, a parere di chi scrive, ha fornito al lettore spunti interessanti.

In primo luogo, dallo studio degli effetti prodotti dall'evento in questione sull'assetto organizzativo dell'ente, si evince che la modifica effettuata ha determinato l'efficientamento delle strutture di *governance* dello stesso. In dettaglio, l'adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo, per quanto concerne tre delle cinque società analizzate, ha fatto sì che la definizione dei compiti degli organi societari, nonché la redistribuzione delle mansioni tra i medesimi, fossero maggiormente chiare ed in grado di garantire un efficiente e funzionale bilanciamento dei poteri. Il sistema citato ha reso possibile una stretta collaborazione

²⁰¹In corrispondenza della data considerata, sul mercato non si è diffusa solamente la notizia del probabile cambiamento del sistema di amministrazione e controllo da parte di Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., bensì anche quella relativa alla fusione tra quest'ultima, che sarebbe diventata società per azioni, e Banco Popolare-Società Cooperativa. Per tale ragione, non è possibile ricondurre con certezza l'impatto statisticamente significativo rilevato esclusivamente all'evento oggetto di indagine.

interfunzionale tra gli organi, elevati livelli di trasparenza e la riduzione del rischio di potenziali conflitti d'interesse tra Assemblea dei Soci, Consiglio di Sorveglianza e Consiglio di Gestione. Inoltre, i flussi informativi relativi a questi ultimi sono stati adeguatamente e tempestivamente scambiati. Il modello duale di *governance*, nel caso di Mediobanca S.p.A., non ha generato gli effetti auspicati: sono state rilevate criticità in relazione alla complessità delle procedure di condivisione di informazioni tra gli organi, alla coordinazione operativa tra gli stessi e alla lunghezza del processo decisionale. Le problematiche riscontrate sono alla base del ritorno della banca al sistema tradizionale, che è il sistema attualmente impiegato dall'ente. Per quanto concerne il sistema monistico, ampiamente utilizzato dalle società oltreconfine, gli enti che sono passati a quest'ultimo hanno beneficiato di cospicui vantaggi. In particolare, l'elevato livello di efficienza delle relazioni tra CdA e Comitato per il Controllo sulla Gestione, il diretto e funzionale rapporto tra gli stessi, la ben definita allocazione delle competenze tra i medesimi e una preponderante presenza di amministratori indipendenti nell'organo amministrativo rappresentano elementi che testimoniano l'efficientamento organizzato ottenuto.

Se, consultando le relazioni sul governo societario degli enti inclusi nel campione, non si può non dedurre che la modifica del modello di governo societario (soprattutto laddove ciò abbia determinato l'adozione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo) abbia prodotto in generale effetti positivi, migliorando le strutture di *corporate governance*, agli stessi esiti non si perviene analizzando i risultati dell'analisi empirica effettuata sui corsi di borsa. L'uniformarsi alla consolidata *practice* internazionale, che vede l'adozione dei sistemi dualistico e monistico come un evento comune a tutte le *foreign companies*, non ha generato, quanto meno per tutte le società indagate, ciò che ci si sarebbe potuto aspettare. Infatti, premettendo che, nell'arco dell'intera analisi, il numero degli ARs e dei CARs significativi rilevati in concomitanza delle *event date* considerate è esiguo, non è stato possibile giungere a conclusioni univoche e coerenti tra loro relativamente all'adozione di un determinato sistema di amministrazione e controllo anziché un altro. La reazione del mercato, quantificabile nel valore assunto dai rendimenti anormali per un singolo giorno, coincidente all'*event date* nel nostro caso, e dai rendimenti anormali cumulati per un intervallo di tempo più ampio, è stata positiva, negativa o non rilevante (statisticamente non significativa) a prescindere dal modello introdotto. Nello specifico, per ciò che concerne Intesa Sanpaolo S.p.A., e all'adozione del dualistico e al successivo passaggio al sistema monistico non sono riconducibili rendimenti anormali e CARs significativi: entrambi gli eventi verificatisi non hanno avuto impatti rilevanti sul valore azionario della banca. ARs significativi, aventi segno negativo, sono stati registrati per Mediobanca S.p.A. esclusivamente in corrispondenza della terza *event date*, relativamente alla data di convocazione dell'Assemblea dei Soci da parte del CdA per l'adozione del modello tradizionale; nelle finestre temporali (t-3, t+3) e (t-1, t+1), costruite intorno a tale giorno, sono stati rilevati, inoltre, CARs significativi dello stesso segno. Nel caso di UBI Banca S.p.A., il passaggio dal sistema dualistico di *governance* al monistico ha generato effetti considerevoli sul corso di borsa dell'ente, in termini di rendimenti anormali e rendimenti anormali cumulati significativi,

ambidue di segno positivo, rispettivamente registrati in occasione della quarta data di evento e dell'intervallo di tempo $(t-3, t+3)$ attorno ad essa definito. Tra tutte le società analizzate, Banco BPM S.p.A. rappresenta l'ente per il quale si è avuto il maggior numero di impatti statisticamente significativi: per quanto concerne l'adozione del sistema duale, a tale evento sono riconducibili ARs rilevanti sia nella prima *event date*, sia nella seconda, nella quale è stata approvata dall'organo assembleare la delibera di adozione del modello citato; essi sono stati di segno negativo nella prima data di interesse e positivi nell'ultima. La successiva scelta di ritornare al sistema tradizionale ha determinato effetti statisticamente significativi, quantificabili in rendimenti anormali cumulati di segno positivo, registrati nella finestra temporale $(t-1, t+1)$, inerente alla terza *event date*. Per ciò che riguarda Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa, all'annuncio relativo alla convocazione dell'organo assembleare da parte del Consiglio di Amministrazione per l'adozione del modello monistico, ha fatto seguito un rendimento anormale significativo di segno negativo; tale impatto si è manifestato solamente in corrispondenza della data indicata, non protraendosi nei giorni successivi, data l'assenza di CARs statisticamente significativi negli intervalli di tempo considerati.

In conclusione, alla luce degli studi organizzativo ed economico-finanziario effettuati, avendo le due prospettive di analisi condotto ad esiti difformi tra loro, non ci è concesso esprimere un giudizio univoco e definitivo in relazione all'evento indagato. In aggiunta, l'esiguo numero di società che hanno optato ad oggi per la modifica del proprio modello di *governance* fa sì che la quantità di osservazioni disponibili non sia sufficiente per generalizzare i risultati ottenuti. Sarebbe interessante, in futuro, qualora altri enti decidessero di seguire l'esempio delle società ivi analizzate, approfondire ulteriormente il tema e verificare l'eventuale arrivo alle medesime conclusioni.

BIBLIOGRAFIA

Alvaro S., D'Erumo D., Gasparri G. (2015), *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici, Consob.

Assemblea dei Soci del 28 ottobre 2008, MEDIOBANCA S.p.A.

Bhagat S., Romano R., (2001). *Event Studies and the Law - Part I: Technique and Corporate Litigation*, in Yale ICF Working Paper No. 00-31 o Yale Law & Economics Research Paper No. 259, p. 3.

Bilancio 2018, UBIBANCA S.p.A.

Bilancio Consolidato (2018), Gruppo MEDIOBANCA.

Bilancio d'esercizio 2018, Banco BPM S.p.A.

Bosetti L. (2017), *La Corporate Governance nell'Unione Europea: interventi di armonizzazione e best practices*, G.Giappichelli, Torino.

Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., Sandri, S., (2014), *Principi di Finanza Aziendale*, settima edizione, McGraw-Hill Education.

Campbell J., Lo A., Mackinlay A., Whitelaw R. (1998), *The Econometrics of Financial Markets*, Chapter 4, p. 162.

Chiappetta, F. (2017), *Diritto del governo societario*, CEDAM SCIENZE GIURIDICHE.

Codice Civile.

Codice di Autodisciplina delle società quotate.

Comunicato Stampa Banco Popolare-Società Cooperativa, 24 novembre 2016.

Comunicato Stampa Banco Popolare-Società Cooperativa, 25 ottobre 2016.

Comunicato stampa congiunto di BPU Banca e Banca Lombarda e Piemontese, 28 marzo 2007.

D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58.

D.Lgs. 39/2010.

De Molli V., Visani M. (2015), *I vantaggi del modello monistico*, Il Sole 24 Ore.

Enciclopedia Treccani, Dizionario di Economia e Finanza.

Fortuna F. (2010), *La corporate governance nell'esperienza internazionale: aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna.

Franzoia E. (2011), *Adozione del sistema monistico o “governance” tradizionale?*, dalla rivista Diritto e pratica delle società: quindicinale di interpretazione, documentazione e sintesi in materia societaria, a cura del Sole 24 Ore.

Fratini M., Baschetti G. (2010), *Le società di capitali: percorsi giurisprudenziali*, GIUFFRÈ EDITORE.

Legge 7 giugno 1974, n. 216.

Mackinlay A. C. (1997), *Event Studies in Economics and Finance* in Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp 17-18.

Regolamento UE n. 537/2014.

Relazione 2018 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate.

Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (2006), Banca Intesa.

Relazione del CdA sul progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (2006).

Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca (2007).

Relazione del Consiglio di Amministrazione sulle proposte all'ordine del giorno della parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci del 27/28 aprile 2018, SOCIETÀ CATTOLICA DI ASSICURAZIONE-SOCIETÀ COOPERATIVA, 22 marzo 2018.

Relazione del Consiglio di Gestione, 12 gennaio 2016, INTESA SANPAOLO S.p.A.

Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti, MEDIOBANCA S.p.A., 2008.

Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti.

Relazione di UBI Banca Scpa in materia di Governo Societario (2007).

Relazione su governo societario e assetti proprietari (2005), MEDIOBANCA S.p.A.

Relazione su governo societario e assetti proprietari (2006), MEDIOBANCA S.p.A.

Relazione su governo societario e assetti proprietari (2017), INTESA SANPAOLO S.p.A.

Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari (2018), INTESA SANPAOLO S.p.A.

Relazione su governo societario e assetti proprietari (2018), MEDIOBANCA S.p.A.

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2011), Banco BPM S.p.A.

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2012), Banco BPM S.p.A.

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (2017), Banco BPM S.p.A.

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l. (2010).

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di UBI Banca S.p.A. (2018).

Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di UBI Banca Scpa (2008).

Relazione sul governo societario e informazioni sugli assetti proprietari (2008), INTESA SANPAOLO S.p.A.

Relazione sul Governo Societario” (2006), Sanpaolo IMI.

Statuto Banco BPM S.p.A.

Statuto INTESA SANPAOLO S.p.A.

Statuto MEDIOBANCA S.p.A.

Statuto SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE-SOCIETA' COOPERATIVA.

Statuto UBIBANCA S.p.A.

Tavole statistiche, distribuzione Normale Standardizzata.

Testo Unico della Finanza (TUF).

Verbale di Assemblea di Banca Popolare di Milano-Società Cooperativa a responsabilità limitata, 22 ottobre 2011.

Verbale di Assemblea straordinaria e ordinaria della società “Unione di Banche Italiane Società per Azioni”, 19 ottobre 2018.

Vietti, M. (2014), *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla Riforma Vietti*, Utet Giuridica.

Zattoni, A. (2015), *Corporate Governance*, EGEA.

SITOGRAFIA

www.bancobpm.it.

www.borsaitaliana.it.

www.cattolica.it.

www.consob.com.

www.group.intesasanpaolo.com.

www.ilsole24ore.it

www.intesasanpaolo.com.

www.mediobanca.com.

www.researchgate.net.

www.ubibanca.com.

www.unicredit.com.

www.yahoo.finance.com.

CAPITOLO 1

I SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

In seguito alla Riforma del diritto societario, datata 2003, le società quotate possono adottare alternativamente, indicando tale scelta nello Statuto, il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, il sistema dualistico o il monistico. Il sistema tradizionale prevede la presenza di un organo di gestione e di un organo di controllo. Il Consiglio di Amministrazione gestisce l'impresa al fine di attuare l'oggetto sociale; il Collegio Sindacale effettua attività di vigilanza e controllo. I membri di entrambi gli organi sono nominati dall'Assemblea degli Azionisti. Quest'ultima è l'organo di rappresentanza dei soci dell'impresa: nomina direttamente i componenti degli organi di amministrazione e controllo, valuta periodicamente l'andamento della società (approvando il bilancio) e stabilisce la retribuzione di amministratori e sindaci. Le deliberazioni assembleari sono approvate attraverso il metodo collegiale: sono previsti il *quorum* costitutivo, ai fini della regolare costituzione dell'organo, e quello deliberativo, per l'approvazione delle delibere. L'Assemblea a norma di legge è convocata dal CdA; inoltre, esso deve convocare l'organo assembleare, su richiesta di soci che rappresentino almeno un ventesimo del capitale sociale, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Il Consiglio di Amministrazione, composto da amministratori nominati dall'Assemblea, nello svolgere la propria funzione di gestione esclusiva della società, può istituire al proprio interno degli organi delegati. I medesimi possono essere riuniti in un comitato esecutivo o essere amministratori delegati. Le competenze e la composizione dell'organo amministrativo, posto quanto disposto dalla legge, sono integrate dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, indicante *best practice*, in tema di *corporate governance* delle società quotate. Si precisa che le raccomandazioni in esso riportate sono applicabili, ove compatibili, non solo al modello tradizionale, ma anche agli altri sistemi di amministrazione e controllo. Secondo il citato Codice, il CdA ha il compito di definire e perseguire gli obiettivi strategici dell'ente, valutare l'assetto organizzativo ed il sistema di controlli interni di quest'ultimo, nonché determinare le politiche di misurazione e gestione dei rischi aziendali. L'organo è composto da amministratori esecutivi (amministratori delegati o con incarichi direttivi, membri del comitato esecutivo) e non esecutivi, tra cui gli indipendenti. All'interno del CdA, possono essere istituiti comitati consiliari. Tali entità, costituite da amministratori non esecutivi, in prevalenza indipendenti, svolgono compiti istruttori e/o consultivi e propositivi e godono del requisito di terzietà. I comitati previsti dal Codice di Autodisciplina sono il Comitato per la Remunerazione,

il Comitato Controllo e Rischi e il Comitato per le Nomine. L'organo di controllo è il Collegio Sindacale, al quale spettano compiti di vigilanza sull'esercizio della funzione gestoria e, in generale, sulla correttezza e sulla legalità dell'attività d'impresa. I poteri di cui esso dispone sono di tipo ricognitivo, ispettivo e sanzionatorio.

Il sistema dualistico di amministrazione e controllo contempla la presenza di un Consiglio di Gestione e di un Consiglio di Sorveglianza: organo amministrativo il primo, di controllo e, eventualmente, di indirizzo strategico, il secondo. Tra le mansioni spettanti all'Assemblea degli Azionisti, in confronto con ciò che caratterizza il modello tradizionale, non rientra l'approvazione del bilancio d'esercizio, poichè tale compito spetta al Consiglio di Sorveglianza. Esso ha il compito di convocare l'Assemblea, eleggere, eventualmente revocare i componenti del Consiglio di Gestione e organizzare l'attività di controllo, fissandone principi, procedure di svolgimento, individuandone le strutture e verificandone l'efficacia. Al Consiglio di Gestione è affidata l'attività di conduzione operativa dell'impresa, nel rispetto delle linee guida strategiche tracciate dal Consiglio di Sorveglianza.

Il sistema monistico di amministrazione e controllo è caratterizzato dalla presenza di un unico organo di governo societario, cioè il Consiglio di Amministrazione, che nomina, al proprio interno, i componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Al CdA spetta la gestione esclusiva della società; il secondo svolge attività di controllo. Il ruolo ricoperto dall'Assemblea dei Soci e le funzioni ad essa riconducibili risultano essere equivalenti a quanto disposto dal legislatore per ciò che riguarda il sistema tradizionale. Allo stesso modo, la disciplina relativa al Consiglio di Amministrazione corrisponde a quella prevista per il medesimo organo nel citato sistema. Il Comitato per il Controllo sulla Gestione vigila sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e di quello amministrativo e contabile. I membri di tale organo possono prendere parte a decisioni collegiali rilevanti, anche di gestione, quali il rilascio delle deleghe a singoli amministratori o a comitati esecutivi, la loro revoca, la deliberazione sul bilancio da sottoporre all'Assemblea e la convocazione di assemblee straordinarie per l'approvazione di progetti di fusione e scissione, se disposto dalla Statuto.

Ciascun sistema di *governance*, di cui sono state descritte le caratteristiche essenziali, è contraddistinto, dal punto di vista applicativo, da alcuni punti di forza e da altri di debolezza. Per quanto riguarda il sistema tradizionale, elementi portanti sono il ruolo rilevante ricoperto dall'Assemblea e la netta separazione tra l'attività amministrativa e quella di controllo; ciò determina la non sovrapposizione di compiti e funzioni in capo ai medesimi organi. Un ulteriore vantaggio di tale sistema risiede nella centralità conferitagli nel Codice Civile: le norme dello stesso, relative agli organi societari, alle loro funzioni ed alla loro composizione fanno riferimento al sistema tradizionale. Di conseguenza, l'adozione del modello citato comporterebbe l'insorgere di un minor numero di dubbi interpretativi della disciplina, essendo essa direttamente riconducibile a quest'ultimo. Per contro, sussistono alcuni limiti concernenti il sistema tradizionale: intesi sia in ottica di velocità di scambio di flussi informativi tra Assemblea, CdA e Collegio sindacale, sia in termini di costi legati alla contemporanea presenza nell'assetto societario di questi tre organi. Inoltre, adottare il sistema tradizionale

equivarrebbe a discostarsi dalla prassi consolidata a livello europeo, essendo previsti all'estero esclusivamente i modelli dualistico e monistico, e ciò potrebbe ridurre l'attrattività e l'appetibilità della società agli occhi degli investitori internazionali. Il modello dualistico prevede una chiara separatezza della gestione della società rispetto alla base azionaria e consente di identificare in maniera più precisa le differenze, relativamente a compiti e funzioni, tra l'organo gestorio e quello deputato alla vigilanza e/o alla definizione degli indirizzi strategici dell'ente. I punti di debolezza riscontrati, in relazione al sistema duale, sono connessi alla potenziale asimmetria informativa all'interno degli organi di governo e tra gli organi stessi e ad una catena decisionale lunga, data la necessità di interpellare tutti i soggetti in essa coinvolti. Tra i vantaggi legati all'attuazione del sistema monistico di amministrazione e controllo, si annoverano la chiara ripartizione di ruoli e responsabilità tra Consiglio di Amministrazione e Comitato per il Controllo sulla Gestione, l'ottimizzazione della snellezza e dell'efficienza del processo decisionale, l'efficientamento dell'attività dei comitati endoconsiliari, il rafforzamento dell'attività di controllo da parte del Comitato per il Controllo sulla Gestione e uno scambio di informazioni tempestivo ed immediato tra gli organi societari. Un fattore di debolezza del modello riguarda il meccanismo di nomina dei membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione: infatti sono i consiglieri d'amministrazione a nominare questi ultimi; il rischio è che l'efficacia dell'attività di controllo sia compromessa dalla commistione tra le funzioni di amministrazione e controllo e dal venir meno del requisito d'indipendenza dei controllori nei confronti dei controllati.

CAPITOLO 2

IL CAMBIAMENTO DI SISTEMA DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Dopo aver fornito una panoramica delle principali caratteristiche dei sistemi di amministrazione e controllo, unitamente ai vantaggi e agli svantaggi legati all'implementazione effettiva dei medesimi, si espongono i casi aziendali riguardanti le società comprese nel campione, costituito da enti quotati che hanno optato, anche più volte, per il cambiamento del proprio modello di *governance*. L'obiettivo dello studio è quello di verificare se la modifica del sistema di governo societario abbia condotto, nelle imprese analizzate, ad un efficientamento organizzativo, per ciò che concerne processo decisionale, flussi informativi intercorrenti tra gli organi societari, trasparenza e *accountability* dell'attività dei medesimi, flessibilità delle strutture organizzative e del sistema di controllo interno. La prima società oggetto di indagine è Intesa Sanpaolo S.p.A.: essa è una banca italiana, quotata sul Mercato Telematico Azionario (MTA), *holding* del Gruppo Intesa Sanpaolo e nata il 1° gennaio 2007, come società combinata, in seguito alla fusione per "incorporazione" in Banca Intesa di Sanpaolo IMI. Per quanto concerne la prima, in base alla "Relazione annuale in materia di corporate governance e adesione al Codice di Autodisciplina delle società quotate" del 2006, ai sensi di Statuto

e delle vigenti disposizioni di legge, l'Assemblea ordinaria aveva il compito di deliberare sull'approvazione del bilancio, sulla nomina degli amministratori, dei sindaci e del Presidente del Collegio Sindacale, sulla revoca degli amministratori e sulla nomina della società di revisione e determinazione del corrispettivo a essa spettante. L'Assemblea straordinaria deliberava sulle modificazioni dello Statuto, sull'emissione di obbligazioni convertibili e su ogni altra materia attribuita dalla legge alla sua competenza. Al CdA spettavano le decisioni inerenti la determinazione degli indirizzi generali di gestione, la nomina di uno o due Amministratori Delegati ed il conferimento dei relativi poteri, la determinazione dell'assetto organizzativo generale nonché l'eventuale costituzione di Comitati o Commissioni con funzioni consultive o di coordinamento e l'approvazione delle operazioni di maggior rilievo economico, patrimoniale e finanziario poste in essere con parti correlate. L'attività di controllo era effettuata dal Collegio Sindacale di Banca Intesa, le cui funzioni erano quelle assegnategli dalla legge. Il sistema tradizionale adottato da Sanpaolo IMI era formalmente equivalente rispetto al modello di governo societario di quella che sarebbe diventata la sua *partner* nella fusione. In aggiunta, la struttura organizzativa di Sanpaolo IMI contemplava la presenza, all'interno del CdA, del Comitato Tecnico Audit, del Comitato Tecnico per la Remunerazione e gli Orientamenti sulle Politiche del Personale e del Comitato Etico. Il modello di *governance*, implementato dalle due banche, aveva garantito la qualità dei ricorrenti flussi informativi scambiati degli organi societari e un processo decisionale rapido e trasparente, nel quale il CdA rivestiva una figura centrale. Le motivazioni alla base della decisione, condivisa dalle parti, di adottare il modello duale di *governance*, risiedevano innanzitutto nel largo utilizzo dello stesso da parte delle società europee di più grandi dimensioni e con azionariato diffuso; inoltre il dualistico avrebbe comportato una netta separazione tra proprietà e gestione della società. Le Assemblee dei Soci delle società, approvando in seduta straordinaria, il giorno 1 dicembre 2006, il progetto di fusione, avevano disposto l'adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo. Il nuovo Statuto prevedeva l'attribuzione al Consiglio di Sorveglianza, su proposta del Consiglio di Gestione, di compiti di alta direzione, quali: deliberare circa gli indirizzi generali, programmatici e strategici della banca e verificare la coerenza con questi ultimi delle iniziative assunte dal Consiglio di Gestione; i comitati tecnici istituiti erano il Comitato Nomine, Comitato Remunerazione e il Comitato per il Controllo. Al Consiglio di Gestione erano assegnate le materie descritte di seguito: fissazione dei criteri per la direzione delle società del gruppo e per l'identificazione delle operazioni con parti correlate. A distanza di due anni dall'adozione del modello duale, in base alla "Relazione sul governo societario e informazione sugli assetti proprietari" del 2008, Intesa Sanpaolo sosteneva che esso era sostanzialmente in linea con le disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche e che il sistema prescelto consentiva un concorso nell'esercizio dell'attività di supervisione strategica in un quadro di attribuzioni chiaro e definito. Il 26 febbraio 2016 l'Assemblea straordinaria dei soci di Intesa Sanpaolo ha approvato il nuovo Statuto sociale, in merito all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo. Nella "Relazione del Consiglio di Gestione", redatta precedentemente, sono riportate le motivazioni connesse alla scelta di abbandonare il

dualistico ed i vantaggi attesi relativi al monistico: il primo era caratterizzato da una tempistica lunga per quanto concerne il processo decisionale, da asimmetrie informative all'interno degli organi e tra gli organi stessi e da uno scarso coordinamento tra le attività del Consiglio di Sorveglianza e quelle del Consiglio di Gestione. L'adozione del nuovo modello, a detta dei consiglieri di gestione, avrebbe permesso l'accentramento, in un unico organo, della funzione gestoria e di quella di controllo, con ciò determinando l'instaurarsi di un rapporto maggiormente diretto tra CdA e Comitato per il Controllo sulla Gestione e garantendo una circolazione immediata di informazioni. Il nuovo sistema di amministrazione e controllo, tutt'oggi impiegato, prevede la presenza di un Consiglio di Amministrazione e di Comitato per il Controllo sulla Gestione. Tra le caratteristiche distintive del nuovo sistema, rispetto a quello precedentemente impiegato, è possibile riscontrare un aumento dei poteri dell'Assemblea, chiamata ad esprimersi in merito a seguenti argomenti: approvazione del bilancio di esercizio (mansione spettante in precedenza al Consiglio di Sorveglianza nel sistema monistico), nomina, revoca e determinazione dei compensi delle principali cariche sociali. I compiti spettanti al CdA risultano essere coincidenti con quanto disposto dalla legge per quanto concerne il medesimo organo nel sistema tradizionale; all'interno del Consiglio di Amministrazione sono stati istituiti il Comitato Nomine, il Comitato Remunerazioni, il Comitato Rischi e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e Soggetti Collegati. Nelle "Relazioni su governo societario e assetti proprietari" risalenti agli anni 2017 e 2018, la banca afferma di poter disporre di una chiara definizione dei ruoli, delle funzioni e dei poteri del CdA, dei Comitati endoconsiliari, del Presidente dell'organo amministrativo e di una netta semplificazione della dimensione e della struttura degli organi, nonché del processo decisionale.

Mediobanca S.p.A. è una società quotata alla borsa di Milano, *holding* dell'omonimo gruppo. Fin dalla sua costituzione, l'assetto di *governance* di quest'ultima era caratterizzato dal sistema tradizionale di amministrazione e controllo: per ciò che riguarda tale modello, all'Assemblea dei Soci e al CdA erano riservati i compiti assegnati loro dalla legge. All'interno dell'organo amministrativo, erano stati costituiti il Comitato per il Controllo Interno, il Comitato Remunerazioni, il Comitato Nomine. La mansione del Collegio Sindacale era quella di vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società. L'Assemblea degli Azionisti di Mediobanca, in data 27 giugno 2007, aveva disposto l'adozione del sistema duale di amministrazione e controllo, a valle dell'operazione straordinaria di fusione per incorporazione di Capitalia S.p.A. in UniCredito Italiano S.p.A., società appartenente al Gruppo Mediobanca. Relativamente al nuovo modello adottato, sulla base della "Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari" del 2008, l'Assemblea dei Soci aveva il compito di nominare il Presidente del Consiglio di Sorveglianza, cui erano attribuite, tra l'altro, mansioni di raccordo con il Consiglio di Gestione, e assicurare che il medesimo Consiglio di Sorveglianza fosse costantemente informato sull'andamento della gestione aziendale. In aggiunta alle competenze previste dalla legge, al Consiglio di Sorveglianza spettavano: l'approvazione delle proposte del Consiglio di Gestione in relazione ai piani industriali e finanziari, al progetto di bilancio, alle proposte di

modifiche statutarie e alle operazioni sul capitale e la nomina del Presidente del Consiglio di Gestione. Era previsto, inoltre, che il suddetto organo costituisse al proprio interno un Comitato Nomine. Le materie attribuite al Consiglio di Gestione, al quale era affidata la gestione della banca, erano la definizione della politica di gestione dei rischi e dei controlli interni, la predisposizione delle norme per l'organizzazione dell'attività della banca e l'esercizio delle deleghe per aumenti di capitale previa approvazione del Consiglio di Sorveglianza. Nella "Relazione del Consiglio di Sorveglianza all'Assemblea degli Azionisti" del 2007, sono state segnalate alcune criticità emerse per quanto concerne il sistema duale, che hanno portato la società a decidere di ritornare al modello tradizionale. Le procedure, dal punto di vista informativo, risultavano essere complesse e ridondanti; si registravano problemi di raccordo e coordinazione tra l'attività del Consiglio di Sorveglianza e quella del Consiglio di Gestione; non c'era una chiara differenziazione dei profili di responsabilità concernenti gli organi sociali e i singoli componenti dei medesimi. Con l'intento di porre rimedio alle problematiche insorte, l'Assemblea degli Azionisti, in data 28 ottobre 2008, ha deliberato il cambiamento del modello di amministrazione e controllo, identificando nel ritorno al tradizionale la soluzione migliore da attuare. Ad oggi, l'organo assembleare delibera in merito all'approvazione del bilancio e distribuzione degli utili, alla nomina e revoca del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società incaricata della revisione legale ed a politiche di remunerazione e piani di compensi basati su strumenti finanziari per gli amministratori, i dipendenti ed i collaboratori del gruppo societario. Al CdA spettano i compiti affidatagli dalla normativa vigente. All'interno del Consiglio d'Amministrazione, sono stati istituiti il Comitato per il Controllo Interno, il Comitato per le Remunerazioni e il Comitato Nomine. Il Collegio Sindacale ha il compito di esaminare i piani di attività delle funzioni aziendali di controllo e le relazioni sull'attività svolta, esprimere il parere sulla nomina e revoca dei responsabili delle funzioni di controllo e del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e di vigilare sul processo di determinazione dell'adeguatezza del capitale complessivo della banca a livello consolidato, rispetto ai rischi rilevanti cui sono esposti quest'ultima e il gruppo. Passati due anni dalla decisione di tornare al modello tradizionale, nella "Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari" dell'anno 2010, è stato rilevato il superamento delle criticità rilevate in relazione al sistema dualistico, nonché un efficientamento organizzativo e della *governance* societaria, in termini di scambio tempestivo di informazioni fra gli organi e conseguente riduzione delle tempistiche necessarie per deliberare, indubbia ripartizione delle competenze tra gli stessi con susseguente applicazione distinta sul campo delle medesime, stretta cooperazione tra le strutture interne di governo societario.

UBI Banca S.p.A. è una società quotata, nata il 1 aprile 2007, successivamente alla fusione per incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese in BPU – Banche Popolari Unite, con quest'ultima che ha assunto la denominazione corrente. La banca, nata inizialmente come società cooperativa, è divenuta ufficialmente società per azioni nel 2015 ed è la *holding* dell'omonimo gruppo. L'Assemblea straordinaria di BPU – Banche Popolari Unite, in data 3 marzo 2007, aveva disposto l'adozione del modello duale, in concomitanza con l'operazione straordinaria citata: si riteneva che tale sistema avrebbe dato vita all'assetto di

governo societario più consono per la banca e per l'intero gruppo. Per quanto riguarda il sistema adottato, l'Assemblea dei Soci deliberava sulle materie definite dalla legge, ad esclusione dell'approvazione del bilancio d'esercizio, che spettava al Consiglio di Sorveglianza. In base a quanto disposto dallo Statuto, quest'ultimo aveva il compito di nominare e revocare i membri del Consiglio di Gestione, determinare la remunerazione dei Consiglieri di Gestione investiti di particolari cariche, incarichi o deleghe, deliberare sulla definizione degli indirizzi generali programmatici e strategici della società e esercitare le funzioni di vigilanza. All'interno dell'organo descritto, erano stati costituiti il Comitato Nomine, il Comitato per la Remunerazione, il Comitato per il Controllo Interno e il Comitato per il Bilancio. I compiti del Consiglio di Gestione erano la definizione degli indirizzi generali, programmatici e strategici della società e del gruppo, la redazione di piani industriali e/o finanziari, nonché dei *budget* della società e del gruppo, la definizione della politica di gestione dei rischi e dei controlli interni e l'esercizio della delega per gli aumenti di capitale sociale e per l'emissione di obbligazioni convertibili, previa autorizzazione da parte del Consiglio di Sorveglianza. L'adozione del sistema dualistico, da parte di UBI Banca, aveva assicurato una stretta collaborazione interfunzionale tra gli organi, elevati livelli di trasparenza ed *accountability* e una diminuzione del rischio di possibili conflitti d'interessi tra azionisti ed amministratori. Successivamente ad una serie di eventi che hanno interessato l'assetto azionario e di *governance* della banca, l'Assemblea dei Soci, su proposta del Consiglio di Sorveglianza, ha deliberato, in data 28 ottobre 2018, l'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo. Le motivazioni alla base della decisione, riportate nella "Relazione del Consiglio di Sorveglianza per l'Assemblea straordinaria del 19 ottobre 2018. Approvazione di un nuovo Statuto sociale in relazione all'adozione del modello monistico di amministrazione e controllo: delibere inerenti e conseguenti", sono ricollegabili ad alcuni vantaggi di cui avrebbe beneficiato la società qualora avesse impiegato tale sistema: ottimizzazione della snellezza e dell'efficienza del processo decisionale, aumento dell'efficacia dei comitati costituiti internamente al CdA, piena partecipazione della funzione di controllo alle decisioni strategiche, ottimizzazione dei flussi informativi e riconoscibilità a livello internazionale, data l'ampia diffusione del monistico all'estero. I compiti e le funzioni spettanti all'Assemblea dei Soci, rispetto a quanto avveniva nel modello duale, sono rimasti pressoché invariati, ad eccezione dell'approvazione del bilancio d'esercizio, al quale, nel nuovo sistema, provvede l'organo assembleare. Il Consiglio di Amministrazione svolge le mansioni definite dalla legge. Sono previsti il Comitato Rischi, il Comitato Remunerazione, il Comitato Nomine e il Comitato Parti Correlate e Soggetti Collegati. Al Comitato per il Controllo sulla Gestione è assegnata la funzione di controllo; a tal fine, l'organo è dotato di tutti i poteri previsti dalla legge e riconducibili al Collegio Sindacale nel sistema tradizionale. All'adozione del citato sistema di amministrazione e controllo hanno fatto seguito l'efficientamento organizzativo della società ed un miglior assetto di *governance*, in base a quanto riportato nella documentazione societaria.

Banco BPM S.p.A. è la società *holding* dell'omonimo gruppo ed è stata costituita il 1 gennaio 2017, in seguito all'operazione straordinaria di fusione "propria" tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca

Popolare di Milano S. c. a. r.l.. Quest'ultima, fin dalla sua costituzione, aveva adottato il sistema tradizionale di amministrazione e controllo, basato sulla presenza di Assemblea degli Azionisti, Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale. Alla prima, in seduta ordinaria, spettava il compito di discutere e deliberare sul bilancio, nominare il Presidente, due Vice Presidenti e gli altri amministratori, fissandone i compensi in base a quanto stabilito dallo Statuto, nominare il Collegio Sindacale, il relativo Presidente e determinarne la retribuzione. Al Consiglio d'Amministrazione erano attribuite competenze esclusive relativamente all'approvazione dei piani strategici/industriali/finanziari della banca e del gruppo, alla definizione del sistema di governo societario della banca, alla determinazione delle linee strategiche in materia di gestione e controllo del rischio della società e alla definizione delle operazioni strategicamente ed economicamente rilevanti della banca. Il CdA aveva istituito, al proprio interno, il Comitato di Finanziamento, il Comitato per la Remunerazione, il Comitato per il Controllo Interno e il Comitato Parti Correlate. I compiti del Collegio Sindacale erano quelli di vigilare sull'osservanza delle norme di legge, sulla corretta amministrazione, sull'adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili della società, sul processo di informativa finanziaria e sulla funzionalità ed efficacia del sistema dei controlli interni e di garantire l'adeguatezza e l'efficacia dei sistemi di gestione e controllo dei rischi e del processo di determinazione del capitale interno, rispetto ai requisiti stabiliti dalla normativa. L'Assemblea dei Soci, in data 22 ottobre 2011, aveva deliberato l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo: le ragioni connesse a tale decisione erano riscontrabili nella necessità di assicurare una maggiore separatezza ed indipendenza del *management* e dell'organo amministrativo rispetto agli azionisti e di garantire una chiara ripartizione di mansioni e responsabilità tra gli organi aziendali. Il nuovo modello di *governance*, a parte l'Assemblea, contemplava l'esistenza di Consiglio di Sorveglianza e di Consiglio di Gestione. Al primo spettavano le funzioni assegnategli dalla disciplina vigente. Il Consiglio di Sorveglianza aveva costituito internamente il Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabile, il Comitato Nomine, il Comitato Remunerazioni e il Comitato Parti Correlate. Erano riservate all'esclusiva competenza del Consiglio di Gestione: la definizione degli indirizzi generali programmatici e strategici della società, la nomina e la revoca del Consigliere Delegato, la predisposizione di piani industriali e/o finanziari, nonché dei *budget* della società, la gestione dei rischi e dei controlli interni e la redazione del progetto di bilancio di esercizio e del progetto di bilancio consolidato. Il sistema di amministrazione e controllo impiegato aveva consentito un efficientamento organizzativo in merito agli obiettivi che Banca Popolare di Milano si era prefissata, i quali coincidevano con le motivazioni poste a monte del cambiamento di *governance* intercorso. L'Assemblea dei Soci di Banco BPM S.p.A. ha approvato, in data 15 ottobre 2016, il nuovo Statuto Sociale della banca, per il quale il modello di amministrazione e controllo prescelto risulta essere il tradizionale: esso avrebbe conferito piena centralità all'organo assembleare, il quale sarebbe stato in grado di influenzare indirettamente gli indirizzi gestionali della banca, tutelando gli interessi degli azionisti. Tutt'oggi, l'Assemblea di Banco BPM: nomina, i componenti del Consiglio di Amministrazione, li revoca, ne determina il compenso e ne elegge il Presidente

e il Vice-Presidente Vicario, nomina i Sindaci e il Presidente del Collegio Sindacale, approva il bilancio di esercizio e delibera in ordine all'approvazione delle politiche di remunerazione e di incentivazione a favore dei Consiglieri di Amministrazione, dei Sindaci e del personale e dei piani di remunerazione e/o incentivazione basati su strumenti finanziari. Il Consiglio di Amministrazione ha il compito di approvare le linee, gli indirizzi generali programmatici e strategici, le politiche di governo e di gestione dei rischi della società e del gruppo, effettuare la pianificazione industriale e finanziaria, approvare i *budget* della banca e del gruppo, definire e approvare il quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio e delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno, approvare l'assetto di *governance* della società e del gruppo e i sistemi di *reporting*, nonché redigere il progetto di bilancio di esercizio e il progetto di bilancio consolidato. Lo Statuto della banca contempla la presenza del Comitato Nomine, del Comitato Remunerazioni, del Comitato Controllo Interno e Rischi e del Comitato Parti Correlate. Al Collegio Sindacale sono riconducibili mansioni di controllo, ai sensi di quanto disposto dalla legge. Sulla base della "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" del 2018, Banco BPM ritiene che il proprio modello di amministrazione e controllo sia in linea con le *best practice* nazionali ed internazionali e in grado di garantire un corretto equilibrio tra funzioni di gestione e di controllo.

Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa, fondata nel 1896, è la *holding* del Gruppo Cattolica. Fino all'esercizio sociale 2018, essa aveva adottato il sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che, oltre all'Assemblea dei Soci, prevedeva la bipartizione delle funzioni tra Consiglio d'Amministrazione e Collegio Sindacale. Le competenze assembleari erano quelle di legge previste per il modello tradizionale, tenuto conto anche della forma giuridica di cooperativa della società. Al CdA spettavano l'approvazione dell'assetto organizzativo dell'impresa e del sistema delle deleghe e dei poteri, l'esame delle strategie e delle politiche di assunzione, valutazione e gestione dei rischi maggiormente significativi e la definizione delle iniziative di maggior rilievo economico, patrimoniale e finanziario. I comitati endoconsiliari costituiti erano il Comitato Esecutivo, il Comitato Controllo e Rischi, il Comitato per la Remunerazione, il Comitato Parti Correlate, il Comitato per il Governo Societario e il Comitato Investimenti. Le mansioni assegnate al Collegio Sindacale, organo deputato all'attività di vigilanza e controllo sull'organizzazione, erano perfettamente coincidenti con le disposizioni vigenti. L'Assemblea dei Soci ha approvato, il giorno 28 aprile 2018, la modifica statutaria riguardante il cambiamento del sistema di amministrazione e controllo, disponendo l'adozione del modello monistico a partire dall'esercizio 2019. Le ragioni connesse a questa scelta sono riconducibili all'ampia diffusione del sistema citato in ambito internazionale, alla conseguente elevata riconoscibilità degli investitori e alla positiva sperimentazione del medesimo da parte di Intesa Sanpaolo. Secondo quanto indicato nello Statuto attualmente in auge, l'Assemblea adotta le deliberazioni concernenti la nomina e la revoca dei componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione, l'elezione del suo Presidente, la determinazione, per l'intero periodo di durata del loro ufficio, della remunerazione spettante a questi ultimi e l'approvazione delle politiche di remunerazione a favore degli organi sociali e del personale. Il Consiglio di

Amministrazione ha il compito di definire le linee generali e le politiche imprenditoriali della società e del gruppo, determinare i poteri dell'Amministratore Delegato, approvare l'assetto organizzativo della società e del gruppo e valutare il generale andamento della gestione, unitamente a verificare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'ente. I Comitati Consiliari, composti all'interno del CdA, risultano essere il Comitato Controllo e Rischi, il Comitato per la Remunerazione; il Comitato per le Nomine e il Comitato Parti Correlate. Il Comitato per il Controllo sulla Gestione è titolare delle funzioni affidategli dalla legge. Attualmente non sono disponibili informazioni circa gli effetti prodotti dall'adozione del nuovo sistema di *governance* sulla struttura organizzativa della società: si attende la pubblicazione della "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" relativa all'esercizio 2019.

CAPITOLO 3

LA PERFORMANCE DEL PREZZO DI BORSA ALL'ANNUNCIO DELLA MODIFICA DEL SISTEMA DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

A seguito dell'analisi degli effetti organizzativi che la modifica del sistema di amministrazione e controllo ha prodotto sulle società quotate oggetto di studio, si esamina l'impatto dell'annuncio di tale evento sui corsi di borsa delle medesime. Questo permetterà al lettore di avere una visione completa delle conseguenze, sia in ottica organizzativa, che dal punto di vista economico finanziario, legate al cambiamento avvenuto, negli enti che costituiscono il campione. Lo studio in questione è stato effettuato utilizzando il metodo statistico dell'"Event Study"; quest'ultimo consente di stimare l'impatto, in termini di apprezzamento o deprezzamento, dell'annuncio da parte della società quotata della modifica del modello di governo societario sul prezzo del titolo della stessa. La fase iniziale per effettuare uno "studio di evento" prevede la definizione dell'"evento di interesse" e l'identificazione del periodo di tempo al cui interno le quotazioni delle azioni delle società coinvolte nell'evento e i relativi rendimenti verranno esaminati (trattasi della c.d. "*event window*", solitamente di ampiezza pari al massimo a 40 giorni); inoltre, è necessario fissare gli estremi della "*estimation window*" (di ampiezza di solito pari a 120 giorni), la quale è anteriore alla finestra di evento. Successivamente, bisogna determinare i criteri attraverso cui costruire il campione di società oggetto dell'indagine. Nella terza fase, per valutare l'impatto dell'evento è necessario stimare i cc.dd. rendimenti anormali (i.e. *Abnormal Returns*) delle singole azioni, il cui valore è pari alla differenza tra il rendimento effettivo (c.d. *ex post*) di ciascun titolo e il rendimento "normale" o "atteso" del titolo stesso, calcolata all'interno dell'*event window* prescelta. In aggiunta, per poter disporre di una misura sintetica dell'effetto complessivo generato dall'evento indagato, si può ricorrere all'utilizzo dei *Cumulated Abnormal Returns* (i.e. Rendimenti Anormali Cumulati), i quali consistono nell'aggregazione degli ARs nel tempo. Alla base del modello, si pongono tre ipotesi cruciali: "efficienza semi-forte" del mercato, assenza di *insider trading* ed esistenza di un modello statistico attraverso cui definire quando una variazione del prezzo, e del correlato rendimento, di un titolo debba considerarsi "anormale". L'impiego di questo metodo permette di stabilire se la sussistenza di eventuali effetti

sia da considerarsi statisticamente significativa, cioè causata dall'evento indagato, oppure legata a normali fluttuazioni dei prezzi azionari.

Prima di procedere con l'analisi empirica, si descrivono il campione di società quotate esaminato e gli elementi chiave dello studio condotto. Innanzitutto si definisce l'"evento d'interesse" indagato, cioè la modifica del sistema di amministrazione e controllo; esso è stato analizzato per ciascuna società quotata appartenente al campione, considerando due *event date*, relative alla convocazione dell'Assemblea straordinaria avente all'ordine del giorno la modificazione dello Statuto ai fini dell'adozione del nuovo sistema di amministrazione e controllo e all'adozione del nuovo modello, in virtù dell'approvazione della suddetta modifica da parte dell'organo assembleare. I rendimenti "anormali" dei titoli azionari delle società indagate compongono la serie economica di interesse. Essi sono stati stimati come differenza tra i rendimenti effettivi e quelli "attesi" o "normali". Per calcolare i primi, ci si è basati sulle quotazioni azionarie giornaliere per ciascuna società, reperibili sul *database* di "Yahoo Finance"; per quanto concerne il calcolo dei secondi, è stato impiegato il *Market Model*, basato sulla relazione tra il rendimento di ciascun titolo ed il rendimento del mercato. Per la stima dei parametri specifici del modello, si è optato per un'*estimation window* di ampiezza pari a 150 giorni di negoziazione; l'analisi, per ogni società, ha riguardato i rendimenti osservati da 170 a 20 giorni precedenti il giorno del primo annuncio. Per il calcolo degli ARs e dei CARs, è stata presa in considerazione un'*event window* multi-periodale, con periodo massimo pari a 11 giorni distribuiti simmetricamente attorno a ciascun evento (da -5 a +5 giorni). Si precisa che, alla base del modello implementato, in relazione ai rendimenti dei singoli titoli, è stata posta l'"ipotesi di normalità dei rendimenti", con la quale si assume che essi si distribuiscono nel tempo come una "distribuzione normale" con media e varianza costanti. Per effettuare l'analisi è stato impiegato il software statistico STATA 16: dopo aver importato da Excel ed incrociato i dati di *input* relativamente ai rendimenti effettivi, rendimenti di mercato ed *event dates*, per mezzo del programma citato, è stato possibile calcolare i coefficienti α e β (tramite il metodo dei minimi quadrati (OLS)) e i rendimenti attesi. Successivamente sono stati calcolati gli *Abnormal Returns* e i *Cumulated Abnormal Returns*, questi ultimi come somma dei primi.

Dopo aver definito il valore degli ARs, si è verificato se essi fossero statisticamente significativi e rilevato l'eventuale impatto dei due annunci sui rendimenti azionari dei titoli esaminati, determinando, inoltre, la direzione dello stesso. Per testare la significatività dei rendimenti anormali, sono state impiegate le seguenti due ipotesi: i singoli annunci non producono nessun effetto sul valore azionario delle singole società interessate dall'evento in questione, ossia $AR_{it} = 0$; ciò equivale a dire che, statisticamente parlando, i rendimenti anormali non sono significativi (H_0). I singoli annunci producono un effetto sul valore azionario delle singole società interessate dall'evento in questione, cioè $AR_{it} \neq 0$; ovvero, in termini statistici, i rendimenti anormali sono significativi (H_1). Per verificare se i risultati rilevati nelle due *event dates* fossero diversi dall'ipotesi nulla H_0 , è stato utilizzato il "test T". Per effettuare quest'ultimo, è indispensabile specificare che, sotto l'ipotesi nulla, i rendimenti anormali di ogni società per N sufficientemente grande (dove N è il numero di giorni della finestra

di stima, nella nostra analisi pari a 150) si distribuiscono come una “Normale” con media zero e varianza σ^2 , pari alla varianza di regressione. La “Statistica Test” prescelta è descritta da una equazione caratterizzata dal rapporto, per ogni titolo azionario, tra il rendimento anormale ottenuto nell’*event date* e la sua deviazione standard, ossia la radice quadrata della varianza. Per tale ragione, essa è distribuita come una “Normale standard”, con valore atteso nullo e varianza pari a 1. Detto ciò, se il valore assoluto della “Statistica Test” è superiore a determinati “valori soglia” (ossia i valori critici della distribuzione considerata), gli ARs rilevati nelle due *event dates*, sulla cui base la stessa Statistica è stata calcolata, risultano essere significativi ad un certo livello di confidenza. Il “valore soglia” della T-stat (individuato consultando le tavole della normale standardizzata) che si è deciso di impiegare è pari a 1,96 in valore assoluto, a cui corrispondono un livello di significatività del 5% e un grado di fiducia del 95%. Nel nostro studio, allorchè per la società i si fosse ottenuto un valore $|T\text{-stat}| > 1.96$, si avrebbe avuto un grado di fiducia del 95% e un livello di confidenza del 5%: nel 95% dei casi osservati si avrebbe avuta evidenza campionaria circa la significatività degli ARs (ossia questi ultimi avrebbero generato un impatto anormale sul titolo iesimo) e, esclusivamente nell’5% dei casi, non sarebbe stato possibile rigettare l’ipotesi nulla H_0 .

Dall’analisi effettuata, si evince che la modifica di sistema di amministrazione e controllo non ha prodotto un effetto significativo nella maggioranza dei casi esaminati, sia nel giorno del primo annuncio (prima *event date* e, eventualmente, terza *event date*), sia nel giorno del secondo annuncio (seconda *event date* e, eventualmente, quarta *event date*): per quanto riguarda la prima data di evento, rendimenti anormali significativi, entrambi di segno negativo, sono stati registrati per Banco BPM S.p.A. (passaggio al sistema dualistico) e per Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa (passaggio al monistico). In relazione alla prima delle due società citate, anche nella seconda *event date* è stato rilevato un rendimento anormale significativo, in tal caso di segno positivo. In considerazione, invece, della terza *event date*, solamente per Mediobanca S.p.A. (adozione del sistema tradizionale) è stato registrato un rendimento anormale significativo, nello specifico di segno negativo; il passaggio al modello monistico di amministrazione e controllo da parte di UBI Banca S.p.A. ha avuto, nella quarta *event date*, un impatto significativo positivo sui corsi azionari della società, in termini di rendimento anormale, ciò a testimonianza della positiva percezione del mercato in merito all’evento indagato.

Con l’obiettivo di compiere uno studio attendibile e minuzioso, si è scelto di misurare la significatività dell’impatto, non solo nella data dell’evento, ma anche in corrispondenza di differenti intervalli di giorni attorno ad ogni annuncio, contemplando la possibilità che le notizie si siano diffuse sul mercato o qualche giorno prima o qualche giorno dopo rispetto a quest’ultimo. Per tale ragione, sono stati aggregati i rendimenti anormali osservati nei diversi intervalli temporali (*event window* multi-periodale) per ciascuna società, seguendo la dimensione tempo: sommando gli ARs calcolati, si è giunti alla misurazione dei CARs. Per questa analisi sono stati individuati tre periodi temporali di differente ampiezza, interni ad ogni *event window*: una finestra temporale di undici giorni $[t-5, t+5]$, una di sette giorni $[t-3, t+3]$ e una di tre giorni $[t-1, t+1]$. Si precisa

che con $t = 0$ è stata identificata l'*event date*. I CARs, al pari degli ARs, si distribuiscono, sotto l'ipotesi nulla, H_0 , come una "Normale" di valore atteso nullo e varianza pari a $\sigma_i^2 (t_1, t_2)$. Essa è data dal prodotto della varianza degli AR_{it} per il numero degli ARs rilevati nello specifico intervallo temporale: a partire dalla varianza, calcolandone la radice quadrata, si può agevolmente risalire alla deviazione standard che rappresenta il denominatore della T-stat; quest'ultima è impiegata anche per verificare la significatività dei CARs rilevati nelle differenti finestre temporali. Ugualmente a quanto effettuato per i rendimenti anormali, anche i cumulati sono stati sottoposti al test d'ipotesi, al fine di testare la significatività dei medesimi nei tre intervalli temporali prescelti. Per ciò che concerne lo studio condotto, lo scarso numero di CARi (t_1, t_2) significativi registrati evidenzia che, nelle diverse finestre temporali costruite intorno alle *event date*, il cambiamento di sistema di amministrazione e controllo non ha avuto un impatto rilevante. Per due dei cinque enti analizzati, in nessuno degli intervalli temporali presi in considerazione, sono stati rilevati CARs significativi. Per ciò che riguarda Mediobanca S.p.A. nelle finestre temporali ($t-3, t+3$) e ($t-1, t+1$), inerenti alla terza *event date* (ritorno al sistema tradizionale di *governance*), i rendimenti anormali cumulati significativi calcolati sono di segno negativo; i CARs relativi a UBI Banca S.p.A. risultano essere significativi, di segno positivo, esclusivamente nella quarta *event date* (passaggio al modello monistico), specificatamente nell'intervallo ($t-1, t+1$). Nel caso di Banco BPM S.p.A., sono stati rilevati rendimenti anormali cumulati significativi di segno positivo nella finestra temporale ($t-1, t+1$), definita attorno alla terza data di evento (ritorno al sistema tradizionale di amministrazione e controllo).

Dallo studio dei rendimenti anormali calcolati nelle *event date* per ciascun ente incluso nel campione indagato, è emerso che nella quasi totalità dei casi l'evento in questione non ha prodotto effetti statisticamente significativi: questi ultimi sono stati rilevati solamente in cinque date di annuncio sulle diciotto complessive. In caso di ARs statisticamente significativi di segno negativo, il mercato non ha accolto con favore la notizia della modifica del sistema di *governance* (Banco BPM S.p.A. e Società Cattolica di Assicurazione-Società Cooperativa nella prima *event date*, Mediobanca S.p.A. nella terza *event date*); la percezione degli investitori, a seguito dell'evento citato, è stata positiva per quanto riguarda Banco BPM S.p.A. nella seconda *event date* e UBI Banca S.p.A. nella quarta data di evento. I risultati a cui si è pervenuti, relativamente all'analisi dei rendimenti anormali cumulati, sono sostanzialmente analoghi: nella maggioranza delle finestre temporali costruite attorno alle *event date*, l'evento di interesse non ha generato impatti statisticamente significativi sui prezzi azionari delle società. In merito alla rilevazione di CARs statisticamente significativi, il mercato ha reagito negativamente nel caso di Mediobanca S.p.A. nella terza *event date* e positivamente in quelli di UBI Banca S.p.A. nella quarta data di evento e di Banco BPM S.p.A. nella terza *event date*; ciò a dimostrazione di un certo grado di coerenza, in termini di direzione dell'impatto, tra le risultanze emerse in relazione ai rendimenti anormali e ai rendimenti anormali cumulati.