



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Bank misconduct e regolamentazione: legame
tra cattiva condotta aziendale, parametri ESG
e performance finanziaria

Prof. Daniele Previtati

RELATORE

Matr. 244221 – Ludovica De Rose

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	5
---------------------------	---

CAPITOLO 1 : Fenomeno *misconduct* negli intermediari finanziari

1.1 Descrizione del fenomeno	7
1.2 Forme di <i>misconduct</i>	8
1.3 Le conseguenze per i manager.....	13
1.3.a Le motivazioni della <i>financial market misconduct</i>	14
1.3.b Gli effetti.....	17
1.3.c Evidenze sui tassi di licenziamento.....	18
1.4 Risposte del mercato	20
1.4.a <i>Misconduct</i> e innovazione	21
1.4.b La nascita del fintech	22
1.5 Regolamentazione finanziaria dalla crisi del 2008.....	24
1.5.a Evoluzione della regolamentazione bancaria e ruolo delle autorità di vigilanza	26
1.5.b Obblighi di trasparenza e tutela del consumatore	29

CAPITOLO 2: Fattori ESG, sostenibilità e cattiva condotta finanziaria

2.1 I nuovi rischi emergenti.....	31
2.1.a Il <i>climate and environmental risk</i> e gli altri <i>ESG risk</i>	33
2.1.b Il <i>Pillar Governance</i> (componente G)	35
2.2 La sostenibilità nel sistema finanziario	37
2.2.a Interventi normativi della finanza sostenibile nel sistema bancario	40
2.3 Fenomeno <i>greenwashing</i>	43
2.3.a Caso DWS.....	45
2.4 Analisi del legame tra <i>misconduct</i> , sostenibilità e parametro G	47

CAPITOLO 3: Evidenze di <i>misconduct</i> nel panorama nazionale: caso MPS	
3.1 Caso Monte dei Paschi di Siena: introduzione e storia	54
3.1.a Dalla diversificazione alla quotazione in Borsa	55
3.1.b L'inizio del nuovo millennio e la diffusione dei derivati	55
3.1.c L'espansione del gruppo: l'acquisizione di Banca Antonveneta	57
3.1.d Gli effetti della cattiva gestione	59
3.1.e Dagli aumenti di capitale all'aiuto dello Stato	60
3.2 Le conseguenze per i manager MPS	64
3.3 Risposte del mercato: meno innovazione più perdite finanziarie	67
3.4 Visione di MPS sui temi ESG	73
CONCLUSIONI	78
BIBLIOGRAFIA	80

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni diverse forme di *corporate misconduct* (o cattiva condotta aziendale) sono state oggetto di scandali nel panorama nazionale. Oggi è sempre più complesso effettuare delle scelte di investimento consapevoli, proprio perché frequenti sono le inadempienze imputabili alle banche. Poca trasparenza, correttezza e diligenza sono alcune delle conseguenze derivanti dalle asimmetrie informative e che molto spesso vanno a discapito dell'investitore. Di conseguenza, la cattiva condotta nei mercati finanziari è un'area di studio accademico in espansione in quanto compromette l'integrità dei mercati ed ha un impatto notevole sulla società. In particolare, il fenomeno di *corporate misconduct* è diffuso ed ha delle significative e costose implicazioni in termini economici. Le stime dei costi di reputazione mostrano che un'impresa perde il 20-38% del suo valore quando viene rilevato un comportamento scorretto (Karpoff *et al.*, 2008). Questo ha, inoltre, conseguenze negative anche per quanto riguarda la crescita economica. Infatti, la ricerca ha dimostrato che la manipolazione del mercato porta ad una diminuzione degli investimenti nell'innovazione. D'altronde, fattori quali la crisi globale del 2007, i successivi scandali finanziari, la crisi del debito sovrano, i tassi zero-negativi, il cambiamento dei modelli di acquisto e di consumo hanno provocato danni reputazionali importanti, portando le istituzioni bancarie a non essere più redditizie.

Sorge spontaneo allora chiedersi come la regolamentazione finanziaria ha tenuto il passo per mitigare la frequenza e la gravità di questi comportamenti scorretti negli ultimi anni. Sicuramente le autorità di vigilanza prestano molta attenzione agli intermediari finanziari e, sempre più frequentemente, gli istituti di credito vengono sanzionati o condannati a causa di condotte illecite. In particolare, la violazione di norme e direttive deriva da una mentalità "scorretta" dei manager che, molto spesso, è determinata da cause profonde, come la pressione al risultato e lo stress, che rappresentano le principali motivazioni a determinati comportamenti umani negli istituti bancari (Faugere *et al.*, 2021).

Il tema è capire proprio come il rischio di cattiva condotta e gestione viene valutato dal mercato e di conseguenza delineare e approfondire il concetto di finanza sostenibile. La valutazione di un investimento sostenibile, ad esempio, oggi deve tenere conto non solo dei criteri economico-finanziari ma anche dei fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*). Inoltre, è stata

promossa dalla Commissione europea la proposta di una “corporate governance sostenibile”.

Di conseguenza, l’obiettivo che si pone questo elaborato è di evidenziare un possibile legame tra la cattiva condotta finanziaria, i fattori ESG (in particolare la componente G) e la sostenibilità.

Il Capitolo 1 evidenzia in generale, attraverso la letteratura scientifica, il fenomeno *misconduct* negli intermediari finanziari. In particolare, ripercorre alcune forme di cattiva condotta finanziaria come l’insider trading, la manipolazione dei prezzi, la manipolazione dei volumi, lo *spoofing*, la manipolazione delle informazioni e il conflitto di interesse broker-agente e le relative conseguenze per i manager colpevoli. Riporta, inoltre, gli effetti che tali forme di *misconduct* hanno avuto sul mercato in termini di innovazione e di nascita di imprese fintech. Termina, infine, evidenziando l’importanza della regolamentazione finanziaria, la sua evoluzione e le forme di tutela del consumatore.

Il Capitolo 2 pone l’attenzione sui nuovi rischi emergenti (*misconduct risk* ed *ESG risk*) e verticalizza la tesi sul concetto di finanza sostenibile. In particolare, riporta gli interventi normativi nel sistema finanziario prima ed in quello bancario poi, e mette in luce l’importanza del pilastro Governance (G). Inoltre, richiama il fenomeno *greenwashing* (in quanto considerato come una forma di “*misconduct*” relativa alla sostenibilità) attraverso il caso DWS (filiale di *asset management* di Deutsche Bank). Infine, analizza il legame tra *misconduct*, sostenibilità e parametro G tramite la letteratura scientifica e l’evidenza di due banche italiane.

Il Capitolo 3 conclude l’elaborato attraverso il caso Monte dei Paschi di Siena. In particolare, quest’ultimo rappresenta uno degli episodi più rilevanti di *financial misconduct* nel panorama nazionale. Riprendendo, allora, il legame tra cattiva condotta finanziaria, fattore Governance e sostenibilità evidenzieremo praticamente le ripercussioni che ha avuto MPS sul sistema finanziario (tramite la performance sul mercato) e sul sistema economico (attraverso un sondaggio ad un campione di n = 50 persone). La finalità di quest’ultimo è quella di comprendere la percezione che si ha oggi della banca.

CAPITOLO 1

Fenomeno *misconduct* negli intermediari finanziari

1.1 Descrizione del fenomeno

Fiducia è un termine che deriva dal latino da “*fidēre*”, aver fede, e significa provare un sentimento di sicurezza e affidabilità verso qualcuno o verso sé stessi in seguito a fatti ed eventi che devono avere continuità nel tempo. Infatti, la fiducia è difficile da ottenere ma molto semplice da perdere. Questo concetto, tanto vero nel sistema reale, è nel sistema finanziario ancora più accentuato.

In effetti bisogna considerare due parti del mondo: (1) il sistema reale e (2) il sistema finanziario. In termini economici il primo è paragonabile all’attività industriale normale (di produzione e distribuzione di beni e servizi), mentre il secondo, costituito dalle istituzioni finanziarie e dai mercati finanziari, è quello che mette “la benzina” all’interno del mondo industriale. Le risorse finanziarie sono la benzina del sistema reale perché normalmente il mondo industriale lavora a deficit, cioè con l’indebitamento. Questo è il motivo per cui il sistema finanziario è centrale all’interno di un sistema economico.

La diretta correlazione che c’è tra i due è fondamentale in quanto, come dimostra la crisi del 2008, i problemi che hanno colpito le banche hanno generato ripercussioni profonde sul sistema reale. Quindi quando le operazioni finanziarie sono insostenibili il sistema invece di creare valore, lo distrugge. La sicurezza si trasforma in dubbi, l’affidabilità diventa confusione e, di conseguenza, in un attimo si perde la fiducia.

Per un intermediario finanziario è, dunque, fondamentale mantenere una buona reputazione, ovvero il sistema si deve fidare delle banche e del sistema finanziario altrimenti le risorse finanziarie smettono di circolare e, di conseguenza, l’economia si blocca.

Purtroppo, però, l’uomo spesso si discosta dai razionali economici prendendo delle scelte guidate da componenti soggettive e speculative. La Grande Recessione ha fatto nascere l’idea che “la frode sia diventata una caratteristica e non un difetto del sistema finanziario” (Zingales, 2015). Questa percezione ha delle implicazioni negative per i settori interessati che hanno determinato conseguenze sui *business model* tradizionali. Ad esempio, è stato dimostrato che “la percezione da parte dei mutuatari di una cattiva condotta da parte delle banche, sotto forma di vendita impropria di prodotti, termini contrattuali iniqui e commissioni opache o ingiustificate, possa spingere i clienti esistenti ad abbandonare le banche tradizionali per passare alle piattaforme di prestito online” (Bertsch *et al.*, 2020).

Il fenomeno di *corporate misconduct* è diffuso ed ha delle significative e costose implicazioni in termini economici. Le stime dei costi di reputazione mostrano che un'impresa perde il 20-38% del suo valore quando viene rilevato un comportamento scorretto (Karpoff *et al.*, 2008). Questo ha, inoltre, conseguenze negative anche per quanto riguarda la crescita economica, perché ovviamente perdite di liquidità e poca fiducia degli investitori incidono su attività innovative. Inoltre, la letteratura scientifica analizza anche come le innovazioni fintech abbiano aumentato queste forme di cattiva condotta e, in alcuni casi, ne abbiano creato delle nuove. Oggi si parla di *regtech* (*regulatory technology*), ovvero dell'utilizzo della tecnologia e di algoritmi di sorveglianza informatica per migliorare i processi normativi.

Dunque, l'area della *financial misconduct* è in termini accademici molto rilevante in una serie di campi interdisciplinari correlati (quali il diritto, la finanza, la corporate governance...) in quanto compromette l'integrità dei mercati ed ha un impatto sulla società notevole. Pertanto, la comprensione delle forme e degli effetti della cattiva condotta finanziaria è fondamentale per la progettazione di meccanismi che rileveranno e preverranno future manipolazioni del mercato.

1.2 Forme di *misconduct*

Esistono diverse forme di *corporate misconduct* (o di cattiva condotta aziendale) come quelle relative a frodi, corruzione, manipolazione del prezzo/volume, retrodatazione delle opzioni e altre forme di negligenza. Douglas Cumming (*Florida Atlantic University*) e Carol Alexander (*University of Sussex*), esperti in prima linea, analizzano nel dettaglio l'argomento descrivendo le numerose pratiche che portano conseguenze potenzialmente devastanti.

In particolare, diverse forme di cattiva condotta colpiscono circa il 15% delle società quotate in borsa ogni anno (Alexander *and* Cumming, 2020) e le conseguenze monetarie e reputazionali per le stesse portano in molti casi a situazioni dalle quali è difficile riprendersi.

Analizziamo di seguito alcune forme di misconduct come: (1) l'insider trading, (2) la manipolazione dei prezzi, (3) la manipolazione dei volumi, (4) lo *spoofing*, (5) la manipolazione delle informazioni e (6) il conflitto di interesse broker-agente.

L'insider trading è un reato che prevede l'utilizzo di informazioni riservate ai manager aziendali (non pubbliche) per ottenere un extra-rendimento. Può assumere diverse forme, tra queste:

- I) *Insider tipping*: riguarda la comunicazione di queste informazioni "private" all'esterno.

- II) Front running: quando un operatore finanziario, dopo aver ricevuto un ordine di un cliente di grandi dimensioni, utilizza le informazioni dell'operazione di quest'ultimo per conto proprio con l'aspettativa di ottenere un profitto. Oppure, può anche riguardare broker che, pur agendo per un cliente, prendono la posizione opposta sul mercato all'insaputa di quest'ultimo.

- III) Client precedence: si riferisce anche ai broker che violano la priorità temporale degli ordini dei clienti, ovvero avviano un'operazione per conto proprio poco prima dell'esecuzione dell'ordine di un cliente con la conseguenza che l'operazione del cliente stesso viene eseguita ad un prezzo peggiore. In questo senso si parla di “violazione della precedenza del cliente”.

- IV) Trading ahead of research reports: comprende l'utilizzo da parte del broker di contenuti di documenti di ricerca (non pubblici) che avranno effetti sul prezzo di un titolo, per intraprendere una transizione a suo vantaggio e a svantaggio del cliente e del mercato in generale.

La manipolazione dei prezzi riguarda pratiche di trading che modificano i prezzi e consentono ai manipolatori di trarre profitto a spese degli altri partecipanti al mercato. Può essere effettuata in modi diversi, come:

- I) Marking the open: significa effettuare ordini, quando il mercato apre, di acquisto o di vendita a prezzi, rispettivamente, leggermente superiori o inferiori per aumentare/sopprimere il prezzo dei titoli.

- II) Marking the close: implica acquistare o vendere alla chiusura del mercato con il fine di alterare il prezzo di chiusura del titolo.

- III) Portfolio pumping con operazioni di fine mese / trimestre / anno ingannevoli: comprende transazioni progettate per influenzare il prezzo di mercato, ovvero operazioni eseguite in una data particolare per stabilire guadagni o perdite o nascondere posizioni

reali.

- IV) Intraday ramping / gouging: riguarda l'esecuzione di una serie di operazioni in un periodo di tempo molto breve che generano un movimento "insolito" del titolo. Ad esempio, potrebbe essere il caso in cui un operatore finanziario inserisce ordini di acquisto a prezzi sempre più alti per creare la percezione di un interesse attivo in un titolo.
- V) Market setting: in base al quale i broker effettuano ordini di acquisto o di vendita incrociati in corrispondenza del valore massimo o minimo di breve termine per influenzare il prezzo medio ponderato per il volume (VWAP) oppure per impostare il prezzo in un mercato per giustificare l'incrocio nel mercato successivo (*cross-market*).
- VI) Pre-arranged trades: sono negoziazioni preordinate, ovvero che implicano l'immissione simultanea di ordini da parte di soggetti collusi ad un prezzo e ad un volume identico. Questo genera uno scambio tra i due broker per l'intero volume e può influenzare il prezzo di un titolo.
- VII) Dominio e controllo di segmenti di mercato: può assumere la forma di *corner* o *squeeze* nell'attività di *cross-market*. La prima implica il controllo lato domanda o offerta sia del derivato che dell'asset sottostante che può essere sfruttato per manipolare il prezzo di entrambi. La seconda, invece, consiste nel controllo lato domanda al fine di sfruttare una carenza di un asset e la congestione del mercato in modo da creare prezzi artificiali. Infine, un'altra forma correlata di manipolazione comprende le mini-manipolazioni, ovvero la negoziazione del titolo sottostante di un'opzione per manipolarne il prezzo e far sì che le opzioni diventino *in-the-money* (Merrick *et al.*, 2005).

La manipolazione dei volumi comprende operazioni finanziarie relative alla quantità di ordini di acquisto o vendita al fine di far percepire al mercato l'apprezzamento e/o l'interesse o meno per un titolo. Può assumere due forme principali:

- I) Churning: comprende la negoziazione eccessiva di un titolo per "gonfiarne" il volume,

dando così la falsa impressione che il mercato lo stia valutando positivamente. Generalmente, è una pratica messa in atto per generare più commissioni per il cliente e modificare la percezione di un titolo.

- II) Wash trading: implica avere lo stesso investitore di riferimento sia lato acquisto che vendita di un'operazione, ovvero non vi è alcun effettivo cambio di proprietà. È uno degli strumenti di manipolazione più utilizzato come strategia per attirare l'attenzione e promuovere un titolo in portafoglio. In particolare, è interessante evidenziare che si articola in due fasi. Una prima fase in cui il trader concretizza l'acquisto di una quantità consistente di azioni facendo salire il prezzo di mercato. Una seconda fase, nella quale lo stesso trader le vende ad investitori poco informati. In questo senso, il manipolatore acquista e vende le stesse azioni senza modificare la reale proprietà delle stesse al fine di dirigere l'attenzione del mercato su questo titolo ed ottenere un rendimento. Infatti, molti investitori valutano questo aumento di liquidità come un indicatore positivo per il titolo in questione trattandolo come un aumento regolare del prezzo (Imisiker *et al.*, 2018).

Lo *spoofing* è una forma di manipolazione del mercato anche nota come “*painting the tape*” (o “dipingere il nastro”) e consiste nel fare ordini di acquisto o di vendita sul mercato senza poi effettivamente eseguirli. Dunque, potrebbe essere interpretata come un'offerta con l'intento di annullarla prima dell'esecuzione, le cui modalità sono:

- I) Giving up priority: si riferisce all'eliminazione degli ordini su un lato del mercato quando ci si avvicina alla data di esecuzione, per poi rifare nuovamente l'ordine sullo stesso lato del mercato ad un livello di prezzo diverso.
- II) Switches: quando, invece, un operatore finanziario rinuncia all'ordine originale in prossimità della conclusione dell'accordo, completando poi l'operazione sul lato opposto del mercato.
- III) Layering of bids / asks: comprende operatori o broker che effettuano più ordini per lo stesso cliente (di acquisto e vendita) a prezzi e per volumi diversi con l'intento di modificare la percezione del titolo da parte del mercato.

La manipolazione delle informazioni è considerata una forma di misconduct molto rilevante. Infatti, i dati e le informazioni sono l'oro del sistema finanziario in quanto consentono di prendere delle scelte decisionali migliori e di ridurre le asimmetrie informative. Molto spesso, però, sul mercato finanziario queste informazioni vengono “deviate” per scopi personali e di profitto, attraverso le seguenti modalità:

- I) Diffusione di informazioni false e fuorvianti: quando i partecipanti al mercato comunicano informazioni non veritiere con il fine di “distorcere” il mercato.

- II) Parking / warehousing: si riferisce, invece, alla mancata comunicazione di informazioni. Ad esempio, quando gli operatori nascondono la vera proprietà dei titoli o non comunicano le quote di proprietà quando raggiungono un livello soglia.

In generale, la manipolazione dei prezzi, dei volumi, delle informazioni e lo *spoofing* rientrano nelle cosiddette “manipolazioni del mercato”.

Infine, si parla di conflitto broker – agente quando i broker, mentre agiscono per conto di un cliente, compiono azioni volte ad ottenere un profitto personale, o per qualche altra parte affiliata, a spese del cliente stesso e del mercato in generale. In particolare, questo comprende forme di:

- I) Trade-through: si verifica quando un'operazione viene eseguita ad un prezzo peggiore rispetto a quello disponibile sul mercato. Dunque, è come se il broker non agisse nell'interesse del cliente. Infatti, gli ordini in un mercato regolamentato devono essere indirizzati al miglior prezzo.

- II) Esecuzione impropria: deriva da un addebito ingiustificato di commissioni eccessive da parte dei broker per il completamento di un ordine del cliente.

- III) Vendita di attività e telemarketing impropri: riguarda l'utilizzo non etico e improprio (da parte dei broker) della loro posizione per commercializzare i loro servizi o altre attività.

- IV) Rapporti impropri con i clienti: si realizzano quando gli intermediari violano la regola del “conosci il tuo cliente”, nel senso che realizzano operazioni che non corrispondono al profilo di rischio-rendimento del cliente o che, in generale, non rientrano nel suo interesse.
- V) Influenzare o premiare i dipendenti di altri: quando i broker effettuano delle operazioni per influenzare o premiare i dipendenti di altre società o simili.
- VI) Intimidazione / coordinamento: nei confronti di terzi (come altri membri o società).

La cattiva condotta finanziaria comprende, inoltre, numerose forme di problemi di agenzia come, ad esempio, conflitti di interesse tra detentori di azioni e obbligazioni e tra le banche di investimento nel prendere le imprese in borsa (Cumming *et al.*, 2015).

Purtroppo, queste forme di *misconduct* negli anni si sono diffuse sempre di più. Secondo Google Scholar le ricerche sul tema sono aumentate del 175%.

Alcuni mercati azionari, come per esempio il Nasdaq, hanno regole dettagliate che vietano queste forme di pratiche manipolative. Altre borse sono meno precise e, di conseguenza, gli operatori non hanno ben chiaro quali attività siano accettabili e quali no (Cumming *et al.*, 2011).

1.3 Le conseguenze per i manager

Il capitale umano tanto nel sistema reale quanto in quello finanziario rappresenta una fonte di vantaggio competitivo. In particolare, negli intermediari finanziari è fondamentale avere persone brave e competenti con abilità molto verticali, trattandosi di servizi spesso molto rischiosi. Le risorse umane rappresentano, dunque, insieme al capitale una fonte di crescita. Il problema è che i manager hanno compensi di breve termine, di conseguenza sono maggiormente incentivati ad ottenere profitti più elevati nel corso della loro gestione e a non preoccuparsi degli effetti di lungo termine esponendosi così a rischi maggiori e a comportamenti scorretti. Dunque, viene naturale chiedersi quali conseguenze sono previste per gli stessi dal punto di vista normativo (par. 1.5) e se, eventualmente, ci sono ripercussioni anche dal punto di vista personale. L'opinione pubblica sostiene di no. Infatti la percezione è che “mentono, imbrogliano, rubano e l'hanno fatta franca per troppo tempo” (*Fortune magazine*, March 18, 2002).

È stato dimostrato in realtà che, nella maggior parte dei casi, i manager responsabili di *misconduct* subiscono conseguenze personali significative. Tra queste è importante segnalare che la

maggioranza dei manager perde il lavoro e una sostanziale ricchezza personale derivante da quote di proprietà nell'azienda o a causa di restrizioni nel loro futuro impiego. Molti devono affrontare anche sanzioni monetarie e non monetarie e sanzioni penali (Karpoff *et al.*, 2008).

In generale, le conseguenze dipendono da tre fattori:

1. dall'entità del danno,
2. dalla qualità della governance e
3. dalla presenza di azionisti esterni.

È interessante, però, comprendere prima cosa spinge i manager a commettere forme di cattiva condotta finanziaria, per poi analizzare quali effetti queste comportano dal punto di vista personale.

1.3.a Le motivazioni della *financial market misconduct*

“Se un uomo beve vino e non acqua non posso dire che si comporti in modo irrazionale. Al massimo posso dire che al suo posto non lo farei. Ma la sua ricerca della felicità è affar suo, non mio”.

Questa citazione dell'economista Ludwig von Mises, ci pone in un'ottica più psicologica dell'argomento e in qualche modo riesce a racchiudere un'importante constatazione relativa alle cause e influenze del processo decisionale imprenditoriale. Infatti, la rappresentazione della razionalità come giusto contro sbagliato (tipica dell'approccio tradizionale) è molto relativa e, dunque, priva di una verità assoluta. Soprattutto, poi, se la decliniamo nel sistema finanziario in cui una delle grandi finalità è quella di trasferire la liquidità da soggetti in surplus di denaro (che hanno risparmio finanziario) a soggetti in deficit (che sono in fabbisogno finanziario). Infatti, il mercato finanziario per sua natura ogni giorno fa vincitori e vinti, ovvero unità che ottengono un guadagno e, contemporaneamente, unità che perdono.

Il compito dello studioso, dunque, non è quello di dettare sentenza sulle azioni imprenditoriali, ma piuttosto comprendere quando, perché e come il processo decisionale risulta essere “razionale” e “positivo” oppure no (Packard *et al.*, 2021).

L'analisi economica del crimine prende le mosse dall'opera di Gary Becker “*Crime and Punishment: An Economic Approach*” (Becker, 1968). Il famoso economista teorizzò il “modello economico del crimine” e assunse nella sua analisi che “gli individui massimizzano il benessere come loro lo concepiscono, siano essi egoisti, altruisti, leali, dispettosi, o masochisti”. In particolare, secondo il modello Becker l'individuo sceglie di allocare il proprio tempo tra attività legali ed illegali, e decide, dunque, di commettere un crimine (e quindi di violare una norma) se i

benefici attesi superano i costi, ovvero se l'utilità attesa da questa violazione è maggiore rispetto a quella prodotta dall'attività legale.

I fattori che influiscono nella scelta di compiere un'azione illecita sono :

1. probabilità di essere scoperti;
2. reddito disponibile per altre attività;
3. valutazione dei benefici ricavabili;
4. propensione al rischio;
5. severità delle sanzioni;
6. inclinazione personale;
7. circostanze esterne.

Questa teoria, in termini accademici, rappresenta il punto di partenza di un'ampia e variegata letteratura empirica sulle cause che determinano comportamenti scorretti nei mercati. In particolare, Faugere *et al.* (2021) le classificano in tre macrocategorie: (1) cause cognitive e/o emotive, (2) cause associate a processi organizzativi e a stili manageriali e (3) cause legate a intenzioni dannose (compresi furto, frode, dolo, purché provengano da membri dell'organizzazione).

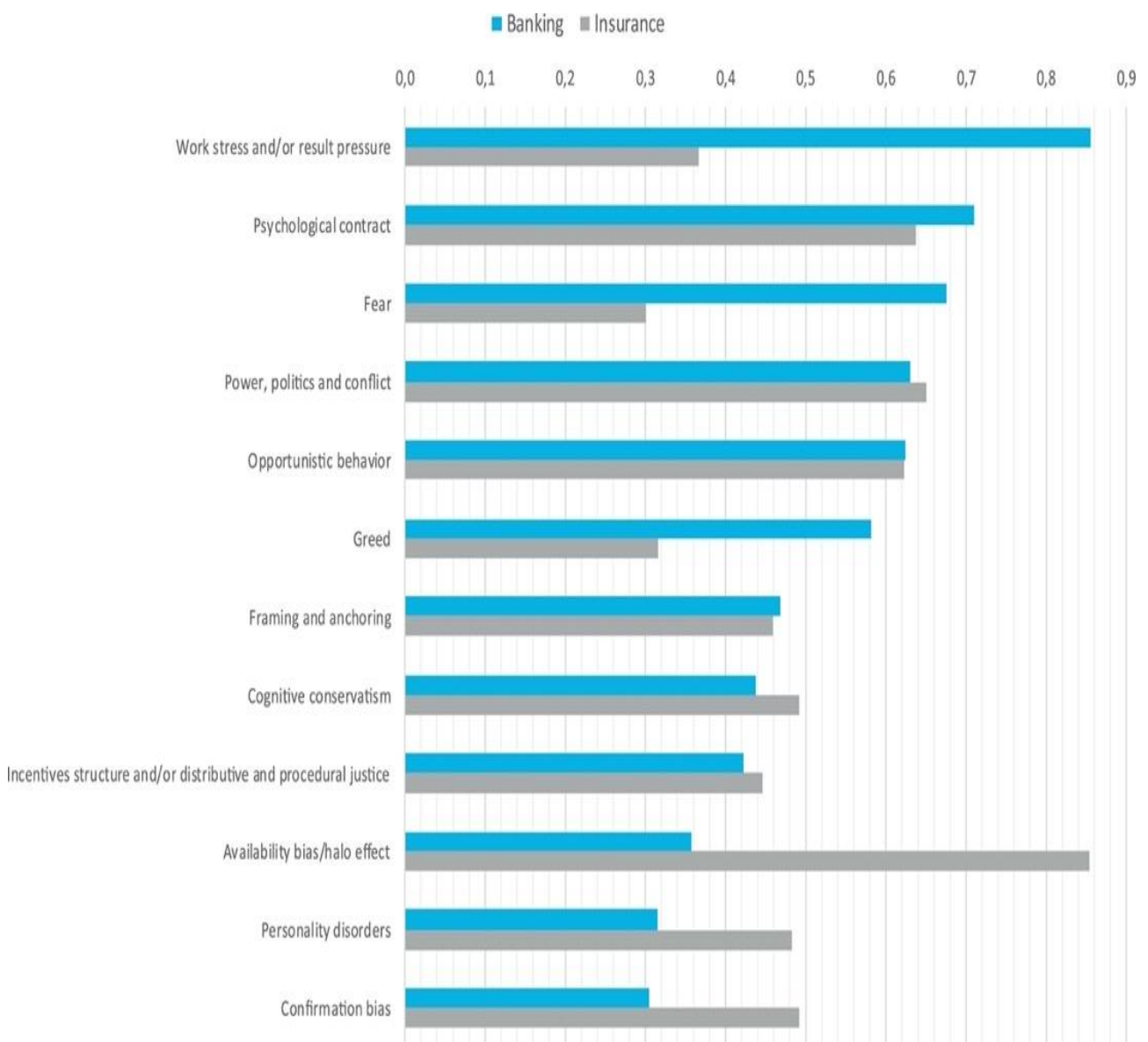
Hersh Shefrin (2016), noto economista e pioniere nella finanza comportamentale, attribuisce la maggior parte delle cause dei principali scandali aziendali, negli ultimi trent'anni circa, alla psicologia e al comportamento umano. Molte istituzioni finanziarie, però, continuano a non prendere sul serio questo tipo di rischio operativo. Negli istituti bancari, ad esempio, l'attenzione è in gran parte posta a tecniche quali la copertura, la riduzione del rischio di portafoglio e la gestione del rischio di credito e di mercato. Questi rischi, in termini tecnici, si dicono essere speculativi, quindi, consentono di avere un rendimento o una perdita. Il rischio operativo, invece, è un rischio definito "puro", cioè il suo verificarsi comporta in qualsiasi caso un costo. Da qui, deriva l'importanza di aggiungere il rischio comportamentale come aspetto della gestione del rischio operativo e l'interesse nell'analizzare quali sono le motivazioni che spingono un manager e/o un dipendente a commettere un comportamento scorretto all'interno delle organizzazioni finanziarie. Questa necessità è diventata più rilevante anche, e soprattutto, in seguito ai numerosi scandali negli anni '90, che hanno scosso il settore, e alla crisi finanziaria del 2008.

In questo senso, riportiamo l'analisi condotta da Christophe Faugere e Olivier Stul (2021) che mette in relazione cause comportamentali con il verificarsi di 19 casi di cattiva condotta rilevanti avvenuti in 19 grandi istituzioni finanziarie europee (9 banche e 10 compagnie assicurative), in un periodo di due anni. Il processo utilizzato dai ricercatori ha compreso la *Root Cause Analysis* (o RCA) con il

fine di rilevare le cause profonde, ovvero motivazioni non facilmente individuabili all'apparenza.

In Fig. 1, riportiamo le prime 10 distorsioni per vicinanza alle “cause profonde”. Notiamo, in relazione al campione considerato, delle differenze tra il settore bancario e quello assicurativo. In particolare, lo stress e la pressione al risultato rappresentano le principali motivazioni a determinati comportamenti umani negli istituti bancari. Invece, l'euristica della disponibilità e l'effetto alone, ma anche il bias di conferma, sono determinanti nel settore assicurativo. Inoltre, la figura mostra che il sentimento della paura è al terzo posto per le banche mentre per le assicurazioni occupa uno degli ultimi (risultato che deve essere considerato in relazione ai diversi *business model* dei due intermediari).

Fig. 1: Primi 10 bias relativi alle cause profonde



Fonte: Faugere *et al.* (2021)

Le conclusioni identificate sono che la maggioranza delle motivazioni della *financial market misconduct* derivano da cause interne all'intermediario e, in particolare, da cause psicologiche e umane legate a sentimenti quali paura, avidità, stanchezza e legami interpersonali. Seguono poi cause legate a processi organizzativi e stili manageriali e, solo per ultime, motivazioni legate a intenzioni premeditate e dannose.

Dunque, questi bias comportamentali possono innescare importanti conseguenze nel sistema finanziario. Pertanto, identificarli può essere fondamentale per prevenire rischi di cattiva condotta.

1.3.b Gli effetti

L'evidenza che i colpevoli vengano scoperti e subiscano conseguenze personali è un indice di efficienza del mercato finanziario, del ruolo delle autorità di vigilanza e della governance aziendale. Karpoff *et al.* (2008) dimostrano che i responsabili di false dichiarazioni finanziarie (forma di *misconduct* rilevante) negli Stati Uniti sono sottoposti a ripercussioni. Infatti, il 93% perde il lavoro e il 28% rischia sanzioni penali e condanne in media di 4,3 anni di carcere. Il manager medio colpevole possiede il 6,5% del capitale dell'azienda e subisce quindi una perdita del valore delle azioni di 15,3 milioni di dollari.

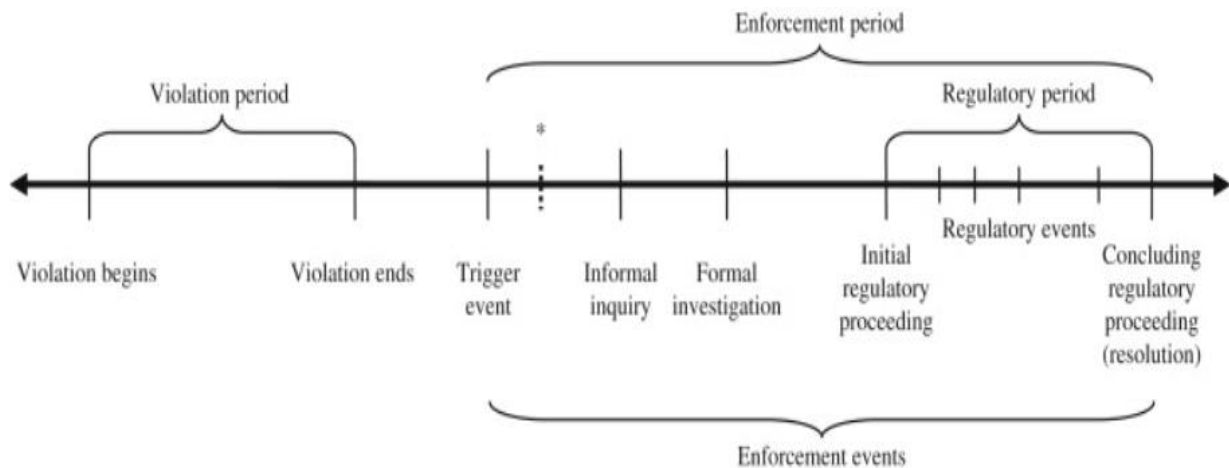
Dunque, sicuramente alcuni manager possono mentire e imbrogliare, ma la maggior parte di essi affronta poi gravi conseguenze.

È interessante riportare la tipica sequenza che concerne un'azione di *enforcement* federale, ovvero il processo a cui è sottoposta una società della quale i libri contabili risultano sospetti. La figura 2 evidenzia come il "periodo di violazione" termini in seguito ad un "*trigger event*" (o evento scatenante). Questo, generalmente, comprende un annuncio, scambi insoliti o accuse da parte di terzi. A questo punto, inizia "*l'enforcement period*" in cui la SEC (ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa) inizia ad indagare informalmente e poi, se necessario, formalmente. Conclusa l'indagine, l'autorità di vigilanza può:

1. archiviare il caso,
2. procedere con un'azione amministrativa o civile,
3. deferirlo al DOJ (Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti d'America) per avviare un'azione penale.

Il processo avviene contro l'azienda e/o individui selezionati.

Fig. 2: Cronologia di un'azione esecutiva



Fonte: Karpoff *et al.* (2008)

Secondo Greve *et al.* (2010), dovrebbero aumentare la probabilità che vengano applicate sanzioni alle organizzazioni coinvolte in comportamenti scorretti in modo tale da diminuire la probabilità del verificarsi dell'evento.

Infatti, Carney (2016), governatore della Banca d'Inghilterra, dichiara che "l'incidenza della cattiva condotta del settore finanziario è aumentata a un livello che ha il potenziale di creare rischi sistemici minando la fiducia sia nelle istituzioni finanziarie che nei mercati".

D'altronde anche Gary Becker in relazione al suo modello economico del crimine riteneva che le "multe" fossero il metodo più efficace di punizione dei reati.

Dunque, il tema è che in termini teorici l'uomo rinuncia ad un'attività illecita solo se i costi che deve affrontare sono maggiori rispetto ai benefici.

Il problema di fondo, però, è che molto spesso un singolo caso importante di illecito aziendale è collegato al coinvolgimento attivo di altri attori (revisori contabili, avvocati, analisti, consulenti, altri intermediari o società...per citarne solo alcuni). Di conseguenza, il ruolo delle autorità di vigilanza e della regolamentazione diventa centrale, soprattutto, nel garantire la sicurezza e solidità del sistema finanziario.

1.3.c Evidenze sui tassi di licenziamento

Chaly *et al.* (2017) dichiarano che "spesso, un gran numero di dipendenti e dirigenti è stato complice di una condotta impropria, l'ha incoraggiata o ha chiuso un occhio su comportamenti preoccupanti".

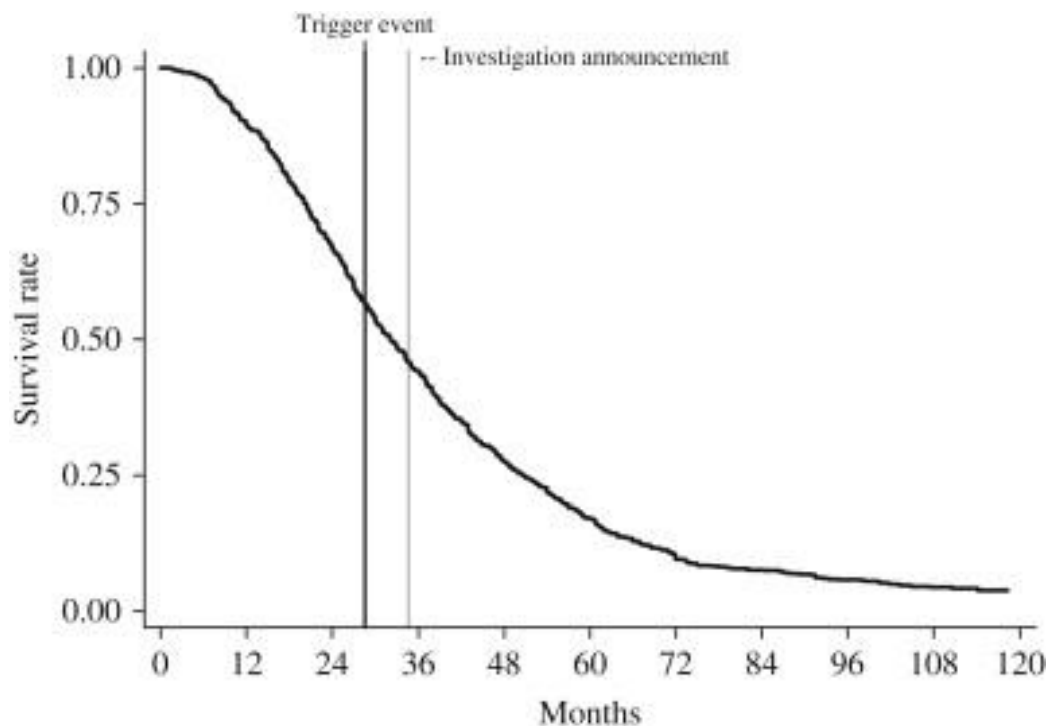
È interessante constatare che alcuni manager lasciano il proprio lavoro prima che l'autorità di vigilanza intraprenda qualsiasi tipo di indagine. Anche se, come dimostrano Karpoff *et al.* (2008), la maggior parte lo lasciano solo dopo la stessa violazione o successivamente a quando la vigilanza intraprende qualsiasi azione formale.

In particolare, la figura 3 deriva da un'analisi di un campione di 1.433 dirigenti indagati per falsa dichiarazione finanziaria dal 1978 al 2006 dalla SEC. È bene evidenziare tre momenti salienti del grafico:

- $t = 0$ rappresenta l'inizio del periodo in cui il manager potrebbe perdere il posto di lavoro per aver partecipato a condotte illecite;
- $t = 28,6$ mesi simboleggia il “*trigger event*”, ovvero l'evento che potrebbe attestare che si è verificata una violazione;
- $t = 34,6$ mesi indica l'annuncio dell'indagine.

Il problema che emerge è che questi periodi sono molto lunghi e, di conseguenza, non si può affermare con certezza che i dipendenti che lasciano o perdono il lavoro siano tutti colpevoli.

Fig. 3: Perdita del lavoro per dirigenti colpevoli



Fonte: Karpoff *et al.* (2008)

In generale, possiamo constatare che i motivi del licenziamento sono vari e le modalità attraverso le quali questo avviene prevedono dimissioni forzate, pensionamenti, retrocessioni o riassegnazioni. In

alcuni casi poi, la perdita del lavoro è dovuta alle difficoltà finanziarie dell'azienda e/o al cambio di controllo della stessa (dovuto a fusioni o acquisizioni). In pochi altri casi, forme di *misconduct* e scandali finanziari hanno come conseguenze suicidi e morti.

In particolare, è stato dimostrato che la probabilità di rimozione è strettamente correlata all'indipendenza del CdA e alla presenza di azionisti esterni. Inoltre, Fiordelisi *et al.* (2014) dimostrano come la cultura organizzativa influenza il turnover del CEO.

Nel complesso, però, l'entità del danno e le caratteristiche della violazione sono variabili determinanti sulla perdita del posto di lavoro da parte di un manager colpevole. L'89% delle 51 grandi banche intervistate in un'indagine di EY (Jackson, 2015) hanno affermato di aver potenziato i controlli sull'alta dirigenza per prevenire forme di cattiva condotta finanziaria e, dunque, come constatato, cercare di evitare effetti personali rilevanti.

1.4 Risposte del mercato

Gli effetti di pratiche di *misconduct* sono costosi perché hanno conseguenze in termini di perdite nella liquidità, nel valore dell'*equity* e a livello reputazionale (Alexander *and* Cumming, 2020). In particolare, quando si tratta del sistema finanziario il meccanismo della fiducia è importantissimo. Infatti, per esempio, il core business dell'attività bancaria è costituito dalla raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito.

Di conseguenza, se il sistema percepisce che una banca sta prestando male o sta fallendo si genera una perdita di fiducia. Questo ha come diretta conseguenza che tutti i clienti di quella banca ritireranno il denaro. Il fenomeno è definito “corsa agli sportelli” e rappresenta il principale elemento di rischio del sistema finanziario, in quanto mandare in default una banca (soprattutto di grandi dimensioni) significa bloccare un sistema economico perché le banche sono fortemente interrelate con le entità sovrane e le imprese. Quindi, conseguenze negative su ciascuna di queste parti può innescare un effetto domino sugli altri attori. Questo è il motivo per cui le istituzioni di vigilanza sono molto attente da questo punto di vista (infatti, cercano sempre di accompagnare o di evitare la fuoriuscita dal mercato di una banca) e per cui prima o poi le truffe finanziarie vengono scoperte dal mercato.

Inoltre, quando un'azienda è quotata si dice che “il mercato ne disciplina la governance” perché nel momento in cui l'investitore capisce che il management gestisce male l'azienda disinvestirà nel titolo per reinvestire il suo denaro in un titolo più performante.

La governance è sostanzialmente tutto questo, e si traduce in questo principio fondamentale: avere

un titolo quotato sui mercati porta con sé che il volere del management dipende dal volere degli azionisti di maggioranza, cioè significa che in qualche modo se l'azienda è gestita male il management viene sostituito.

1.4.a Misconduct e innovazione

La ricerca ha dimostrato che la manipolazione del mercato porta ad una diminuzione degli investimenti nell'innovazione. In particolare, anche se la correlazione tra un evento in un determinato momento temporale e un reale risultato aziendale è “relativo” (in quanto il risultato finale potrebbe essere influenzato da n variabili), la teoria suggerisce un possibile legame.

Cumming *et al.* (2020) esplorano l'argomento esaminando gli effetti negativi che comportamenti scorretti hanno (1) sul canale degli incentivi e (2) su quello dei finanziamenti. Infatti, l'orientamento manageriale al breve termine e al profitto “istantaneo” unito alle spese di R&S riducono l'incentivo all'innovazione aziendale. Inoltre, la notizia di una condotta illecita da parte di un'impresa danneggia la sua reputazione e, di conseguenza, la possibilità di raccogliere finanziamenti per progetti a lungo termine. Gli investitori potrebbero preferire progetti più sicuri (quindi meno difficili da valutare) ma meno innovativi influenzando così i risultati economici.

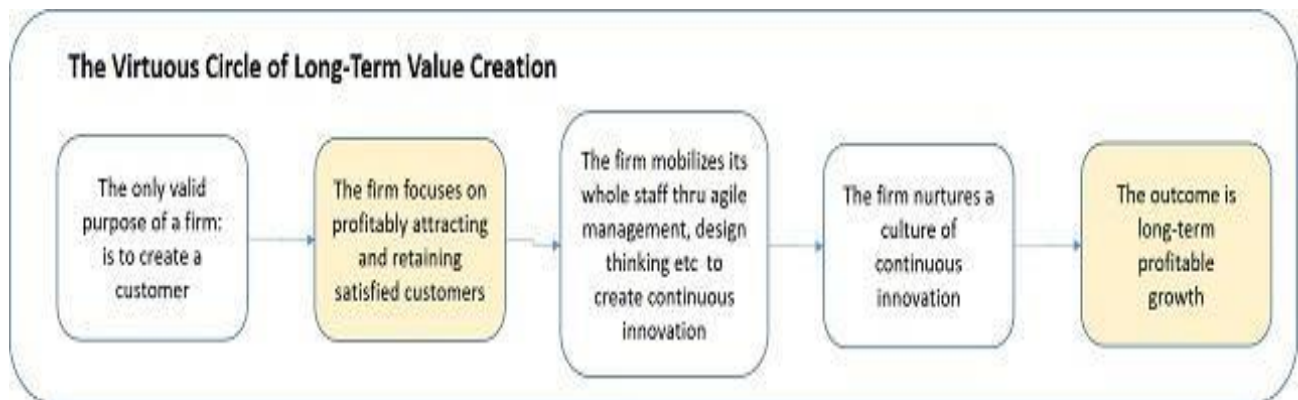
Il punto è che, per mantenere il proprio vantaggio competitivo, un'impresa deve investire in innovazione, quindi sviluppare nuovi specifici servizi, prodotti o processi produttivi e avere la capacità di adattarsi ai cambiamenti ambientali.

Nel sistema finanziario fattori quali la crisi globale del 2007, i successivi scandali finanziari, la crisi del debito sovrano, i tassi zero-negativi, il cambiamento dei modelli di acquisto e di consumo hanno provocato danni reputazionali importanti, portando le istituzioni bancarie a non essere più redditizie. Di fatto, negli ultimi anni c'è stata una razionalizzazione completa del sistema finanziario a partire dal numero di istituzioni, di filiali e di dipendenti. Dunque, è possibile dimostrare che il *business model* del passato non è più efficiente.

Una nuova “*vision*” deve essere adottata dall'intermediario, ovvero quella di creare valore per il cliente e allontanarsi da qualsiasi manipolazione che porta un profitto solo momentaneo. In un'ottica di lungo termine il sistema bancario deve ripartire adottando un “approccio ad ecosistema” in cui la persona è al centro e la vera sfida consiste nell'investire nella ricerca e in nuove tecnologie per garantire un'esperienza a 360 gradi.

Come illustra la figura 4, se l'impresa crea al suo interno una cultura organizzativa orientata alla continua innovazione, il risultato sarà una crescita redditizia di lungo termine.

Fig. 4: Circolo virtuoso di creazione del valore



Fonte: Denning Steven (2017)

Il sistema bancario tradizionale per rimanere competitivo deve garantire tre asset fondamentali: (1) solidità, (2) sicurezza e (3) relazione stabile nei confronti degli altri attori del sistema finanziario. Questo, in un’ottica di coesistenza e di *open innovation* con aziende fintech utili per creare valore in “timing”.

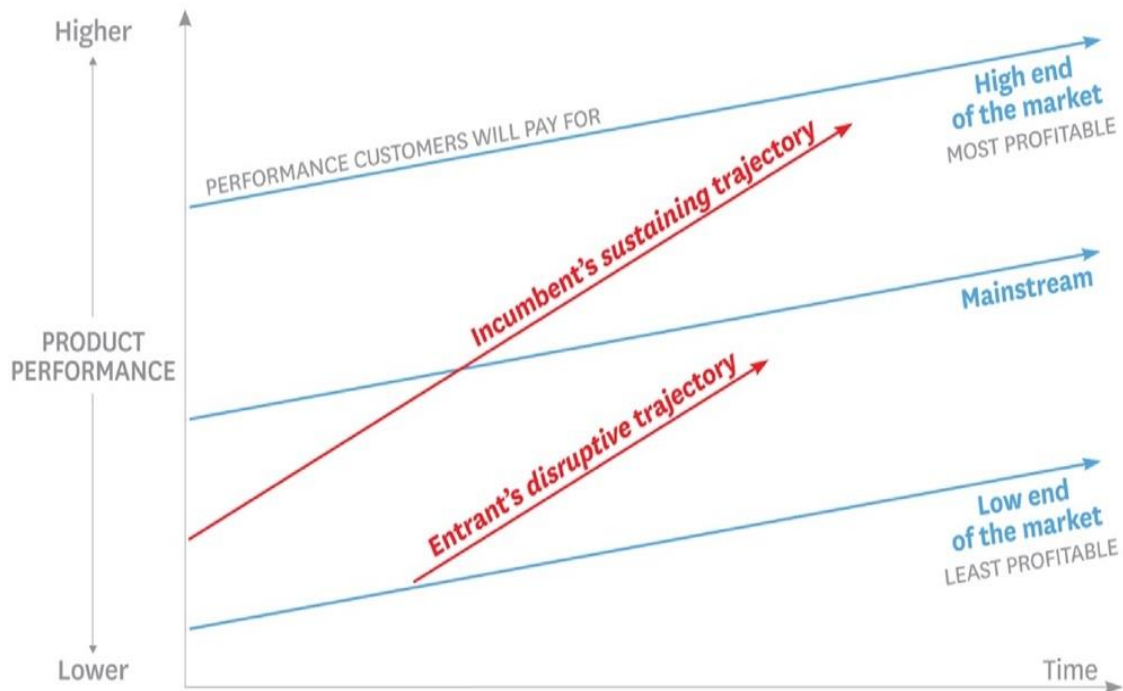
In conclusione, oggi si è consapevoli che la normativa riveste un importante ruolo anche in relazione al rilievo che ha l’innovazione, poiché deve garantire un’ottica di crescita sostenibile nel lungo termine (cioè, evitare la diminuzione di investimenti reali nel sistema).

1.4.b La nascita del fintech

Il panorama del settore dei servizi finanziari è cambiato gradualmente dalla crisi finanziaria del 2008. Sicuramente i diversi casi di cattiva condotta hanno portato ad una revisione della regolamentazione, ma è importante sottolineare come ci siano stati grandi progressi nell’innovazione tecnologica finanziaria e come, di conseguenza, il mercato ha reagito (Anagnostopoulos, 2018). Nel precedente paragrafo abbiamo evidenziato che il *business model* tradizionale degli istituti bancari non copre più il costo del capitale (non è più redditizio). È naturale intuire, allora, che la tecnologia applicata alla finanza (solitamente tramite start-up / *new comers*) oggi è in grado di sfidare con successo le imprese già consolidate. La figura 5 dimostra, infatti, che i nuovi concorrenti (linea rossa in basso) puntano su un target di mercato totalmente scoperto dalle aziende storiche (linea rossa in alto). Queste ultime dovendo sottostare ad una normativa e a dei controlli molto dettagliati offrono prodotti o servizi di qualità superiore, che, però, talvolta non sono di facile accesso. Di conseguenza, le start-up fintech non solo promettono prodotti più agili ma li offrono a clienti al momento “esclusi” dal sistema finanziario. Inoltre, agiscono su due leve: (1) l’informazione (tramite la raccolta e l’analisi dei dati) e (2) la comunicazione (instaurando una

relazione personalizzata con l'utente), migliorando in questo modo le prestazioni delle loro offerte. Dunque, il fintech sta ridefinendo il contesto competitivo finanziario in modo estremamente rapido e sta creando nuove nicchie di mercato.

Fig. 5: Il modello di innovazione dirompente



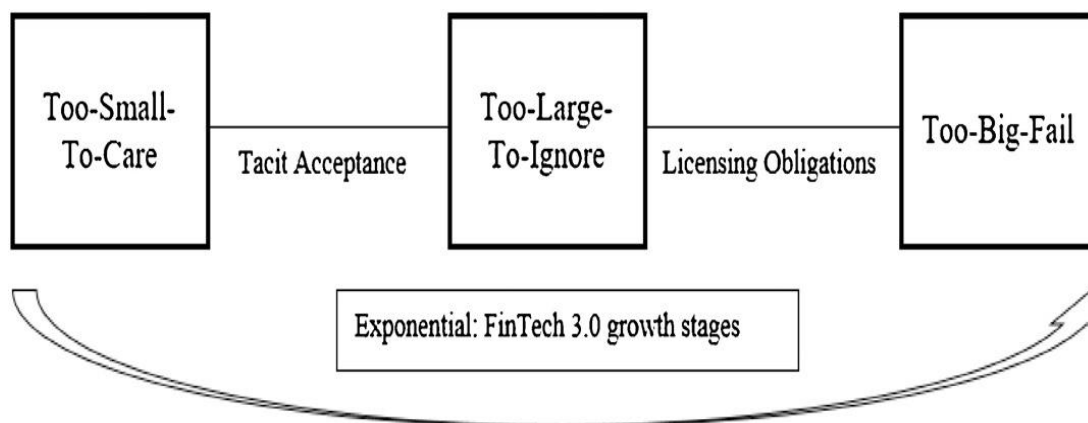
Fonte: Anagnostopoulos I. (2018)

È interessante, inoltre, dimostrare l'esponentiale crescita delle imprese fintech per comprendere l'importanza che queste oggi rivestono nel panorama finanziario. In particolare, se prima le autorità di regolamentazione hanno sempre adottato un "approccio sequenziale" (che partiva dall'osservazione e analisi e terminava solo eventualmente nella richiesta di conformità), contando sul fatto che "gli istituti finanziari regolamentati con cui avevano già un rapporto avrebbero gestito le innovazioni in modo responsabile" (Arner *et al.*, 2015), oggi devono considerare altri attori nel sistema.

Infatti, come riportato da Arner *et al.* (2015) e poi da Anagnostopoulos (2018), per esempio nel 2014 un fondo comune monetario completamente online (Yu'E Bao) è stato offerto da Alibaba ai suoi clienti. Questo nel giro di pochi mesi è diventato il quarto fondo comune monetario più grande al mondo, alla pari con operatori decennali come Vanguard o Fidelity. Il caso di Yu'E Bao, collocandolo nello schema della figura 6, mostra come un istituto finanziario non tradizionale sia passato da "troppo piccolo per essere considerato" a "troppo grande per fallire" saltando la fase del

“troppo grande per essere ignorato”. Questo esempio dimostra nella pratica come oggi il sistema “trasforma rapidamente gli agenti da insignificanti a sistemici” senza dare la possibilità all’ autorità di vigilanza di identificarli in tempo, contattarli e richiedere la conformità di tali entità.

Fig. 6: Approcci di soglia normativa rispetto ai modelli di crescita



Fonte: Arner *et al.* (2015)

In relazione al tema della *misconduct* possiamo dire che l’avvento del fintech ha portato a nuove forme di cattiva condotta finanziaria che in questa sede non verranno approfondite in dettaglio ma che sono importanti da sottolineare e da confrontare con quelle degli intermediari finanziari tradizionali. Infatti, il punto è che i “*new comers*” non sono sottoposti ad una regolamentazione dettagliata. Di conseguenza, consentono agli investitori l’accesso diretto a nuovi servizi e tipi di investimento che risultano essere talvolta più rischiosi. Inoltre, queste start-up non sempre risultano essere solide e autosufficienti da resistere a cicli economici contrari.

Dunque, l’unicità del sistema finanziario e del sistema bancario risiede in qualche modo nella regolamentazione che “garantisce” una sana e prudente gestione delle risorse. Questo significa che gli intermediari finanziari sono orientati sicuramente alla creazione del profitto ma devono rispettare una serie di regole relative alla gestione dei rischi che permettono di generare valore all’interno del sistema.

1.5 Regolamentazione finanziaria dalla crisi del 2008

Il sistema finanziario svolge essenzialmente due attività: (1) trasferisce risorse finanziarie e (2) trasferisce i rischi. Esporsi a dei rischi, per sua natura, può avere due esiti: positivo o negativo che si riversano direttamente sul bilancio. Questo significa che tendenzialmente se gli intermediari

finanziari facessero più operazioni insostenibili e rischiose rispetto a quelle sostenibili, il sistema finanziario potrebbe andare in default. Dunque, visto che il sistema finanziario è tutto ciò che alimenta gli agenti che sono all'interno di un sistema economico, e si basa su una relazione fondamentale che è quella della fiducia, questo meccanismo deve essere tutelato. Infatti, i mercati e gli intermediari finanziari sono soggetti ad un controllo pubblico e ad una regolamentazione dettagliata.

Essere soggetti a regole precise ha aspetti positivi e no. Infatti, regole dettagliate potrebbero generare una maggiore comprensione dei comportamenti vietati e, di conseguenza, avere tre importanti effetti: (1) generare una maggiore fiducia negli investitori, (2) contribuire a migliorare l'attività di negoziazione riducendo l'incertezza e (3) diminuire i costi di negoziazione. Viceversa, gli investitori e i trader sono in grado di sfruttare le inevitabili lacune e, di conseguenza, avere regole di borsa più dettagliate potrebbe avere un effetto negativo sulla liquidità (Cumming *et al.*, 2011).

Per questo motivo la regolamentazione finanziaria, quando in relazione a delle vicende storiche risulta essere stata inefficiente, ha introdotto nuove regole e modificato quelle esistenti.

Prima di analizzare l'evoluzione di cui la stessa è stata oggetto sottolineiamo che muoversi dentro un perimetro di regole produce sicuramente un sentimento di sicurezza, cioè si ha la certezza, la fiducia, che quando si fa una transazione finanziaria quella vada a buon fine, che i depositi che si hanno in banca rimangono dove sono e che tutto ciò che transa è tracciato. Garantire questo tipo di stabilità delle banche e del sistema nel suo complesso rappresenta un principio cardine della regolamentazione. Infatti, il rischio più grande che il sistema finanziario (e il sistema bancario soprattutto) corre è chiamato "effetto domino" (o anche detto "effetto contagio"), cioè le banche sono collegate tra di loro tanto che basta che una sola banca rischia di diventare insolubile (e quindi di non adempiere alle sue obbligazioni) che questo effetto di "sfiducia" si diffonda anche sulle altre. Questo nel suo effetto più problematico assume le vesti della cosiddetta corsa agli sportelli, cioè tutti vanno in banca a richiedere i propri depositi. Inoltre, la regolamentazione garantisce l'efficienza allocativa e operativa degli intermediari finanziari. Ad esempio, la banca ha delle regole definite nella gestione dell'allocazione del credito e dei rischi.

Infine, è importante ricordare che un obiettivo della regolamentazione è quello di tutelare i depositanti e gli altri stakeholder attraverso una maggiore informazione che possa garantire maggiore trasparenza e correttezza del comportamento degli intermediari. Infatti, più le informazioni sono diffuse all'interno del sistema, più aumenta il sentimento di fiducia e più si è propensi a scambiare risorse.

1.5.a. Evoluzione della regolamentazione bancaria e ruolo delle autorità di vigilanza

Tra le cause della crisi del 2008 è da evidenziare sicuramente una regolamentazione poco efficiente che non prevedeva dei limiti di patrimonio esatti tali da identificare tutti i rischi che una banca poteva subire. Inoltre, non erano previsti requisiti per la liquidità anche se, per un istituto bancario, è un rischio fondamentale. Infatti, la banca raccoglie a breve termine e impiega a lungo e, quindi, è costantemente sottoposta al rischio di non riuscire a finanziare le proprie attività (a lungo) poiché le sue passività sono a breve.

In particolare, i limiti che sono stati individuati dentro Basilea II, e le modalità con cui questi sono stati superati in Basilea III, possono essere così sintetizzati:

- Assenza di vincoli significativi sull'utilizzo del *leverage*

È stato dimostrato che la maggior parte della crisi è stata causata dai derivati. Questi strumenti finanziari non trovavano posizione dentro lo stato patrimoniale ma in una parte del bilancio che si chiama "sotto la linea", cioè con quelle operazioni che al momento non producono dei flussi ma che possono riprodurli eventualmente in futuro. Quindi, la maggior parte dei problemi che sono venuti dalla crisi stavano su questa tipologia di strumenti che erano, si dice, "fuori bilancio". Basilea II, infatti, non prevedeva nessun tipo di controllo su queste operazioni.

Perciò, con Basilea III è stato inserito un indice (il *leverage ratio*) che misura il livello massimo di indebitamento. Questo è dato dal rapporto tra il Tier1 e il totale delle attività in bilancio e fuori e deve essere maggiore e/o uguale al 3%. L'obiettivo dell'introduzione del *leverage ratio* è stato quello di ridurre i rischi da indebitamento ed evitare un'eccessiva facilità da parte dell'intermediario nel contrarre debito.

- Sottostima dei rischi nel *Trading & Banking Book*

Dalla crisi finanziaria del 2008 sono nati e si sono diffusi diversi strumenti finanziari complessi. Il problema per cui la normativa è risultata inefficiente concerne la sottostima dei rischi effettivi di questi strumenti.

- Prociclicità

A causa dei requisiti patrimoniali fondati sui rating, nel momento in cui il sistema finanziario è andato in crisi c'è stata un'accentuazione delle fluttuazioni del ciclo economico. Infatti, in Basilea II

il rischio di credito veniva misurato sulla base del merito di credito dei debitori (*internal rating based*).

Questa novità però ha creato l'effetto contrario dal punto di vista economico. In effetti, in un periodo di crisi, in cui inevitabilmente i rischi di credito salgono, anche i rating peggiorano. E se i rating peggiorano, utilizzando i modelli di valutazione di Basilea II, anche la classe a cui appartiene il debitore peggiora. Inoltre, il requisito patrimoniale richiesto alla banca aumenta. Di conseguenza, le banche dovendo mantenere più patrimonio non concedevano più prestiti.

Questa si chiama "prociclicità della regolamentazione", cioè le regole hanno fatto sì che la banca aumentasse l'effetto del ciclo economico creando esattamente una situazione contraria rispetto a quella che dovrebbe essere stata. Infatti, le banche in situazioni di crisi dovrebbero concedere prestiti per venire incontro alle imprese e alle altre istituzioni, non farne di meno.

Di conseguenza, Basilea III ha inserito due *buffer* patrimoniali di accumulo di patrimonio: (1) *buffer* di conservazione del capitale e (2) *buffer* anticiclico (eventuale). In questo modo in una fase di crescita economica (e quindi quando le cose vanno bene) la banca raccoglie più capitale da utilizzare poi in una situazione di crisi economica; quindi, in modo da mantenere il rispetto dei requisiti patrimoniali anche quando le cose vanno male.

- Mancanza di regole per prevenire crisi di liquidità

La grande recessione ha segnalato alla vigilanza che una banca non fallisce solo per un default di natura economico-patrimoniale ma fallisce prima di tutto perché non ha i soldi in cassa per ripagare i creditori (quindi per un tema di liquidità). Ad esempio, Lehman Brothers è fallita con un requisito patrimoniale minimo del 16%.

Con Basilea III sono stati inseriti due coefficienti di liquidità: (1) *Liquidity Coverage Ratio* e (2) *Net Stable Funding Ratio* per tutelare la solvibilità dell'intermediario.

- Composizione del capitale

Un ulteriore limite emerso dalla crisi è stata la constatazione che il capitale non era né qualitativamente e né quantitativamente adatto. Infatti, c'era la presenza di strumenti per esempio ibridi di bassa qualità nel patrimonio di vigilanza e il requisito minimo non era sufficientemente alto.

Perciò, Basilea III ha elevato il requisito di solvibilità dall'8% ad almeno il 10,5% (non considerando il *buffer* anticiclico con il quale il patrimonio di vigilanza arriva fino al 13%) ed è

stata migliorata anche la qualità del capitale.

- Requisiti patrimoniali delle banche sistemiche

Le banche quando diventano grandi sono particolarmente rischiose per il sistema (diventano banche sistemiche). In Basilea II non vi erano regole specifiche per queste.

Dunque, visto che queste banche sono portatrici di rischio aggiuntivo devono mantenere un coefficiente patrimoniale più alto rispetto alle altre. Così, con Basilea III è stata prevista l'applicazione graduale di un coefficiente patrimoniale da 1 a 2,5% di RWA in base alla rilevanza sistemica della banca.

Nel dicembre 2017 è stata approvata una revisione dell'accordo di Basilea III (definita Basilea IV). Con tale revisione si vuole garantire il rafforzamento della solidità e della sensibilità al rischio dei metodi standardizzati, si vuole limitare l'uso dei modelli interni per il rischio di credito ed eliminarlo per il rischio operativo e si vuole introdurre un *buffer* dell'indice di leva finanziaria. Questo nuovo *framework*, però, non è ancora in vigore.

Gli accordi di Basilea sono regole internazionali in materia di requisiti patrimoniali delle banche usate per valutare ogni tipo di rischio. Definiscono delle linee guida che devono essere seguite per garantire e promuovere la stabilità dei sistemi bancari.

È importante sottolineare, inoltre, che in seguito alla grande recessione il *focus* della vigilanza si divide in macroprudenziale e microprudenziale. Quindi, le autorità di vigilanza controllano sia se gli intermediari gestiscono in maniera sana e prudente i rischi, seguono le regole sulla adeguatezza patrimoniale, le regole sulla liquidità e sui presidi organizzativi (vigilanza microprudenziale) e sia se valutano come questi attori impattano a livello sistemico in base alla (1) dimensione e (2) all'interconnessione con il sistema.

Dal novembre 2014, nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico, l'esercizio di compiti e poteri di vigilanza sulle banche è affidato alla Banca Centrale Europea (BCE) e alle autorità nazionali dei paesi dell'area dell'euro. In Italia tutti i poteri per quanto riguarda la vigilanza sulle banche sono affidati a Banca d'Italia e il quadro normativo è definito dal Testo Unico Bancario (TUB).

In relazione, dunque, a forme di cattiva condotta finanziaria e a violazioni, Banca d'Italia svolge un'azione correttiva verso comportamenti rispettosi della disciplina e prevede delle sanzioni sia per la banca colpevole che per i suoi esponenti (management, CdA, Collegio Sindacale...). L'Istituto, infatti, sulla base del principio di sana e prudente gestione mette in atto provvedimenti che possono arrivare fino al commissariamento, alla revoca degli organi amministrativi, o addirittura giungere

all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa.

1.5.b. Obblighi di trasparenza e tutela del consumatore

“A fini di tutela della clientela bancaria e finanziaria l'azione della Banca è volta a vigilare sul rispetto delle regole di trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari nei confronti di clienti, famiglie e imprese, a rafforzare gli strumenti di protezione individuale dei clienti e ad accrescere il livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione”.

Fonte: Banca d'Italia

Tra le finalità della regolamentazione, dunque, c'è quella della trasparenza nei confronti dei depositanti e degli altri stakeholder. In particolare, come abbiamo evidenziato, il tema dell'informazione è un elemento centrale nel sistema finanziario perché aumenta la fiducia negli investitori e, di conseguenza, permette lo scambio delle risorse. Sul tema ci sono tantissime regole come, ad esempio, l'obbligo di pubblicare “fogli informativi contenenti informazioni sull'intermediario, sulle condizioni e sulle principali caratteristiche dell'operazione o del servizio offerto” (Banca d'Italia, 2009). Purtroppo però, come riportato precedentemente (par. 1.2), tra le forme di misconduct più rilevanti c'è proprio quella di diffondere informazioni sbagliate oppure non comunicarne di importanti.

L'obbligo alla trasparenza rappresenta, dunque, una forma di tutela rilevante per l'investitore che deve essere messo nelle condizioni di conoscere i diritti e gli obblighi, che derivano dall'acquisto di strumenti finanziari tradizionali (e non), ed i rischi ai quali potrebbe esporsi. Nel momento in cui questo obbligo viene violato i clienti possono presentare un esposto alla Banca d'Italia per segnalare comportamenti che si ritengono irregolari o scorretti nell'offerta di prodotti bancari e finanziari. La legge del 28 dicembre 2005 n.262 ha introdotto, inoltre, l'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF) se il cliente vuole ottenere una decisione sulla controversia. L'ABF è un sistema di risoluzione stragiudiziale (alternativo al Giudice Ordinario), imparziale e indipendente dalla Banca d'Italia, competente per le controversie su un'operazione o un servizio bancario o finanziario. Se l'oggetto della controversia, invece, riguarda la prestazione di servizi o attività con finalità di investimento, il cliente deve rivolgersi all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) presso CONSOB e le norme che regolano il rapporto clienti-banche sono quelle di MiFID II.

La MiFID II (Direttiva 2014/65/EU) è entrata in vigore dal 3 gennaio del 2018 in tutta l'Unione Europea e, insieme alla MiFIR (*Markets in financial instruments regulation* o regolamento EU n. 600/2014), ha preso il posto della precedente regolamentazione. MiFID II riunisce gli stessi

obiettivi della precedente direttiva cercando, però, di migliorarne l'efficacia. Questa “mira sostanzialmente a rendere i mercati più efficienti, resilienti e trasparenti e a migliorare ulteriormente il rapporto tra intermediari e loro clienti, mantenendo questi ultimi in sempre maggiore considerazione” (Previtali *et al.*, 2019). In particolare, ai fini della tutela dell'investitore la direttiva si fonda sul principio di adeguatezza e appropriatezza che l'intermediario deve considerare nella prestazione di servizi finanziari. I clienti, dunque, devono comunicare la loro conoscenza finanziaria, i loro obiettivi e la loro situazione patrimoniale attraverso un questionario al fine di valutare se l'investimento è “adeguato” oppure no. Inoltre, si valuta anche se lo specifico strumento risulta essere “appropriato” per l'investitore. Questa profilazione è orientata ad un'ulteriore principio che è quello della “*best execution*”, ovvero l'operazione deve essere orientata al miglior risultato per il cliente.

È bene sottolineare, infine, che la regolamentazione sarà ripresa anche nei prossimi capitoli. Rappresenterà, infatti, parallelamente al tema “*misconduct*” il filo conduttore dell'elaborato. In particolare, sarà fondamentale citare determinate norme e direttive per comprendere che la violazione delle stesse, in molti casi, deriva da una mentalità “scorretta” dei manager, i cui effetti si sono riversati direttamente sul sistema. Questo però, come vedremo, non deve indurre a pensare che non ci sia un apparato di regole dettagliate e ben funzionanti. Infatti, come evidenziato in questo capitolo, è vero che nel sistema finanziario prima o poi “tutti i nodi vengono al pettine”.

CAPITOLO 2

Fattori ESG, sostenibilità e cattiva condotta finanziaria

2.1 I nuovi rischi emergenti

“Nell’attuale contesto di mercato e regolamentare, anche in seguito alla crisi Covid, si sono palesati nuovi rischi, non sempre facilmente misurabili e monitorabili, non facilmente integrabili nel *framework* di *risk governance* dell’intermediario. Tra questi nuovi rischi assumono rilevanza: l’*ESG risk*, il *misconduct risk*, l’*ICT* e *cyber risk*” (Porretta P., 2021).

La nascita di queste tre categorie di rischio ha comportato, a livello globale, degli impatti rilevanti nel sistema finanziario. Accentuati, inoltre, anche dalla pandemia Covid-19, hanno sicuramente aumentato (1) l’importanza dell’impatto sociale e ambientale dell’intermediario sul sistema economico, (2) l’attenzione sulla cattiva condotta finanziaria per prevenire conseguenze reputazionali e (3) l’utilizzo di canali digitali per l’erogazione di prodotti e servizi finanziari in tempi brevissimi.

Il *misconduct risk*, come analizzato precedentemente, ha infatti prodotto importanti conseguenze sulla fiducia negli enti finanziari e determinato l’adozione, da parte delle autorità di supervisione, di pratiche idonee per la sua gestione. L’*ICT* e *cyber risk*, poi, comprende i rischi informatici e cibernetici ai quali oggi gli intermediari sono esposti come, per esempio, rischio di accessi non autorizzati a dati sensibili, rischio di malfunzionamento di componenti software o hardware o rischio di non apportare tempestive modifiche e cambiamenti ai sistemi informatici. Questi sono solo alcuni dei rischi evidenziati dall’EBA sulla valutazione dell’*ICT* e *cyber risk* nel processo SREP (EBA, 2017). Infine, come vedremo nei prossimi paragrafi, il rischio ESG (*Environmental, social and governance*) è oggi di particolare attenzione degli investitori.

Come riportato dall’indagine del 2022 del *World Economic Forum* è emerso che tra le categorie di rischio più rilevanti (sia in termini di probabilità che di conseguenze nel verificarsi) figurano i profili ambientali e di sostenibilità. Inoltre, un rapporto della Global Sustainable Investment Alliance evidenzia che nel 2020 gli investimenti finanziari sostenibili hanno raggiunto i 35,3 trilioni di dollari. Infatti, come riportato nella figura 7, hanno avuto un aumento del 15% nel periodo 2018-2020 e del 55% tra il 2016-2020. In particolare, gli Stati Uniti e l’Europa rappresentano la quasi totalità degli asset di investimento sostenibile globale e l’integrazione dei parametri ESG è la più grande strategia di investimento sostenibile.

Secondo l’analisi di Bloomberg, inoltre, gli asset ESG potrebbero superare i 50 trilioni di dollari

entro il 2025, pari ad un terzo degli asset totali in gestione previsti a livello globale (Bloomberg Intelligence, 2021).

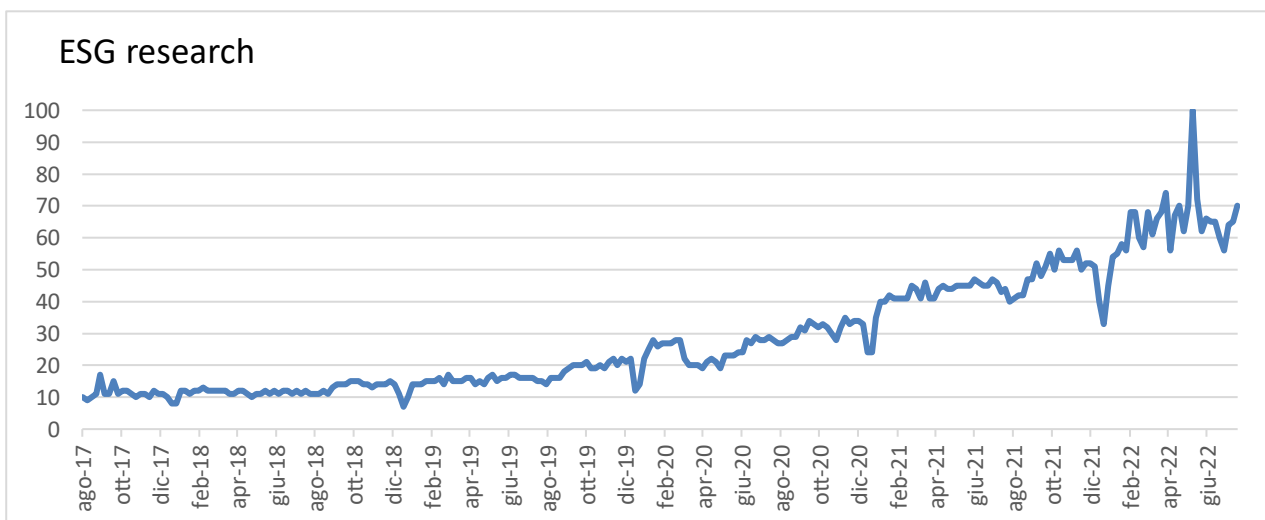
Fig. 7: Investimenti sostenibili globali (miliardi di dollari)

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance (2021)

Questo aumento deriva, in generale, da un crescente interesse per i parametri ESG. Infatti, come dimostra la figura 8, negli ultimi due anni il numero di ricerche su Google del termine “ESG” è cresciuto in modo esponenziale. Considerando che il valore 100 indica la maggiore frequenza di ricerca del termine, il grafico evidenzia che nel periodo compreso tra aprile e giugno 2022 l’interesse ha raggiunto il suo punto di massimo.

Fig. 8: Ricerca del termine “ESG” in tutto il mondo



Fonte: Elaborazione personale dei dati da Google Trends

Il *misconduct risk*, gli *ESG risk* e l'ICT e *cyber risk* “rappresentano rischi nuovi, che andranno ad arricchire nel prossimo futuro la mappatura dei rischi degli intermediari e il sempre più complesso *framework* di *Risk Management*” (Porretta P., 2021). Il tema è capire proprio come il rischio di cattiva condotta e gestione, che rientra nella governance dell'intermediario, viene valutato dal mercato e, di conseguenza, delineare e approfondire il concetto di finanza sostenibile. La valutazione di un investimento sostenibile oggi tiene conto, dunque, non solo dei criteri economico-finanziari ma anche dei fattori ESG.

2.1.a Il *climate and environmental risk* e gli altri *ESG risk*

Banca d'Italia nel suo “Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici”, pubblicato a maggio, evidenzia come “i rischi derivanti dal cambiamento climatico, dalla perdita di biodiversità, dal degrado delle condizioni sociali e dalla qualità della gestione delle imprese – i cosiddetti rischi ambientali, sociali e di governo societario (*environmental, social and governance, ESG*) – influiscono sulla crescita effettiva e potenziale dell'economia” (Banca d'Italia, maggio 2022).

Le principali fonti di informazione sulle prestazioni ESG per gli investitori sono la reportistica legata alla sostenibilità pubblicata dalle aziende e i rating ESG. Oggi le agenzie di rating ESG predispongono un punteggio “basato sui dati raccolti da rapporti annuali, siti Web aziendali, siti Web di organizzazioni non governative, documenti di borsa, rapporti ESG aziendali e fonti di notizie” (Lee et al., 2022). Inoltre, Larcker et al. (2019), utilizzando dati raccolti da un'indagine sui CEO e CFO nelle aziende S&P1500, evidenziano come l'89% dei dirigenti aziendali considera già molto importanti gli interessi ESG degli stakeholder.

Dunque, questi rischi di nuovissima generazione sono oggi molto rilevanti e sono riconducibili genericamente a due macro-categorie: (1) il *climate and environmental risk* (C&ER) e (2) gli *other ESG risk* (Porretta P., 2021). La prima categoria è diventata negli ultimi tempi una priorità per le autorità di vigilanza del settore bancario (vedi BCE ed EBA). La “Guida sui rischi climatici e ambientali” della BCE, infatti, identifica “i rischi climatici tra i principali fattori nella mappa dei rischi del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) per il sistema bancario dell'area dell'euro” (BCE, 2020) ed evidenzia come nell'ambito di questo rischio rientrano comunemente due fattori principali:

- I) Rischio fisico: indica l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici. Questo è definito come “acuto” se causato da eventi estremi (es: siccità, alluvioni e tempeste) e “cronico” se provocato da mutamenti progressivi (es: aumento delle temperature, perdita di biodiversità, scarsità di risorse).

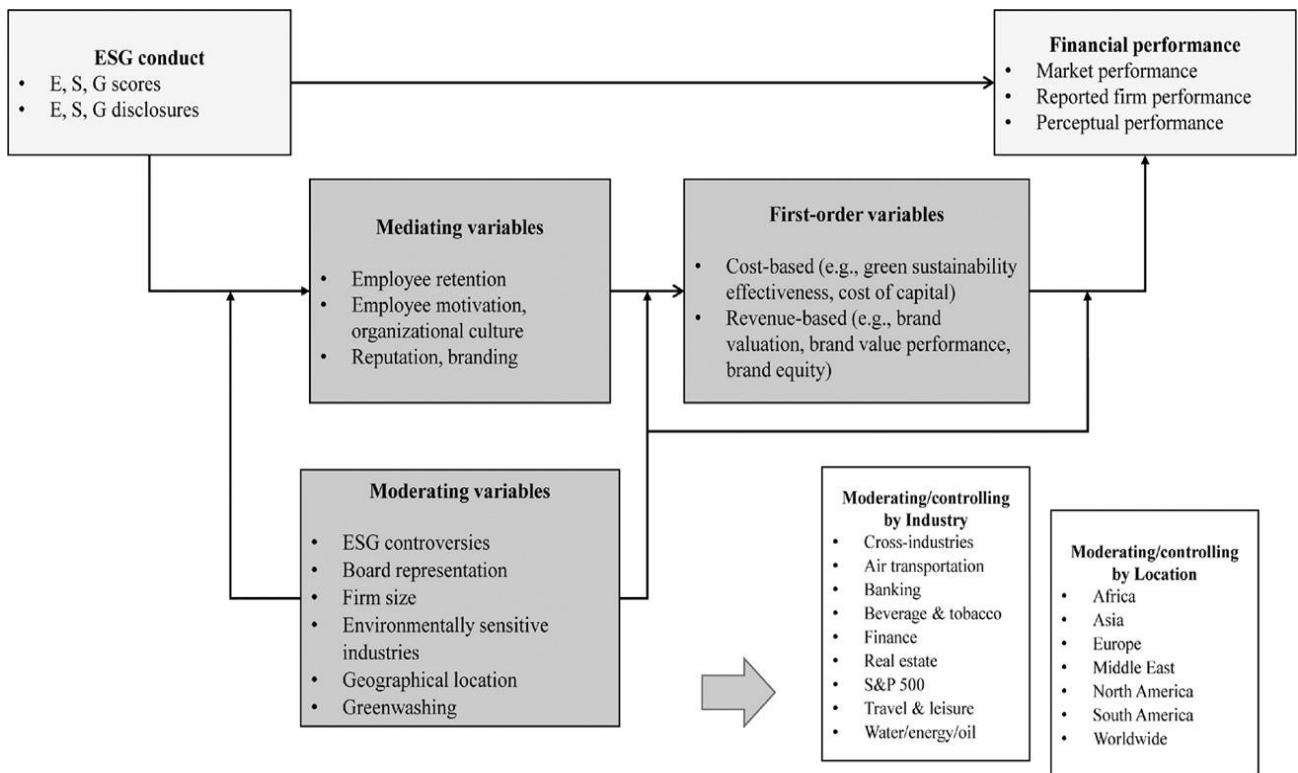
- II) Rischio di transizione: indica gli effetti finanziari negativi in cui può incorrere un ente a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. In particolare, fa riferimento al tempo e alla velocità che servono per un processo di aggiustamento in seguito a cambiamenti delle politiche ESG, a cambiamenti tecnologici o cambiamenti comportamentali dei consumatori.

È bene oggi comprendere l'esistenza e la definizione di questi rischi in relazione ad un'ipotetica "gestione ottimale" dell'ente bancario che questo elaborato si pone di delineare. Infatti, azioni o comportamenti manageriali che non terranno in considerazione questi parametri, nel prossimo futuro avranno delle conseguenze. Ad esempio, la concretizzazione dei rischi fisici può avere un impatto negativo sul valore degli asset in portafoglio e sulle passività, e, di conseguenza, sulla gestione e reputazione dell'intermediario. Nondimeno, i rischi di transizione influiscono sulla svalutazione delle attività e dei prezzi "impattando sul merito creditizio di alcuni prenditori di fondi e, dunque, sul rischio di credito e sul RWA complessivo del bilancio bancario" (Porretta P., 2021). Tale constatazione porta ad affermare che l'impatto finale del rischio climatico e ambientale ha delle conseguenze sul valore economico del patrimonio netto (EVE) e sul margine di interesse (MINT).

Lee *et al.* (2022), dimostrano che rispetto alla loro valutazione della letteratura scientifica non esiste ad oggi un collegamento definito su come la condotta ESG porti alla performance finanziaria. Partendo da questa constatazione elaborano un modello che considera tre tipi di variabili: (1) variabili di mediazione, (2) variabili di moderazione e (3) variabili di primo ordine. Il processo, riportato nella figura 9, evidenzia come la creazione di valore finanziario inizia con la condotta ESG (oggi valutata attraverso degli *scores* ed emanata tramite un'informativa da parte delle società finanziarie e non) che influisce direttamente su variabili come la cultura organizzativa, la fidelizzazione e la motivazione dei dipendenti, la reputazione e il brand (o variabili di mediazione). Queste variabili, a loro volta, influenzano direttamente le variabili di costo e di ricavo (o variabili di primo ordine) che poi economicamente definiscono la performance finanziaria.

Invece, le variabili di moderazione, come quelle relative al contesto (per esempio, la sensibilità all'ambiente dell'azienda, la posizione geografica o azioni sostenibili solo di facciata) e/o alle caratteristiche dell'impresa (come dimensione o rappresentanza nel CdA), influenzano la creazione del valore in tutti i "punti" del processo. Infatti, l'ubicazione dell'impresa e le differenze di settore "possono fornire ulteriori informazioni su un processo di miglioramento del valore e un approccio di modellazione integrato".

Fig. 9: Un processo e un modello integrativo per la condotta ESG e la performance finanziaria



Fonte: Lee *et al.* (2022)

Dunque, nel complesso è vero che l’adozione di ESG come modello di business ha più effetti positivi che negativi sulla performance ma, è vero anche che, questi dipendono dal contesto. Da questo punto di vista, il processo di “*reshape*” della pianificazione strategica richiede il coinvolgimento proattivo di tutte le aree *Chief* dell’intermediario ed è definito dalla “*dissemination*” di una *sustainability risk culture* a tutti livelli dell’organizzazione aziendale (Porretta P., 2021).

2.1.b Il Pillar Governance (componente G)

Nella governance rientrano “le pratiche di governo societario (comprese le politiche di retribuzione dei manager), la composizione dei CdA (compresa la presenza di amministratori indipendenti e le politiche di diversità), le procedure di controllo ed i comportamenti della governance aziendale” (Porretta P., 2021). Queste trovano il proprio sistema di regole nei codici di corporate governance seguendo il principio “*comply-or-explain*”.

Attualmente tra i tre parametri *Environmental, Social and Governance* continua ad avere l’attenzione maggiore la dimensione “E”. Tuttavia, con riferimento all’elemento G, per esempio Nekhili *et al.* (2021) evidenziano come gli investitori e i gestori di fondi, quando valutano la condotta ESG, siano molto attenti al tipo rappresentanza presente nel CdA e, in generale, alle scelte

aziendali.

Dunque, la componente G dell'acronimo ESG valuta “come la direzione delle imprese guida e controlla la loro autorità organizzativa” (Lee *et al.*, 2022) e, quindi, esamina anche forme di cattiva condotta o di corruzione e l'impatto che queste hanno sulla performance della società.

La cattiva condotta aziendale mette sicuramente in dubbio l'efficacia dei meccanismi di corporate governance (Li *et al.*, 2017) ma “classificare i fattori trainanti dei rischi di governance come rischi fisici e di transizione non è concettualmente semplice, dato che non possono essere etichettati come fisici e dato che, l'evoluzione dei codici di governo societario non può essere considerata una transizione” (EBA, 2021).

In realtà, un fattore di rischio di governance rilevante potrebbe essere rappresentato dal mancato rispetto di linee guida emanate dalle autorità di vigilanza o, in generale, enunciate dalla normativa. Infatti, l'EBA nel suo Report (2021) evidenzia come un comportamento “inadeguato” (o non conforme alle regole) potrebbe avere effetti negativi sulle risorse finanziarie (e non) dell'azienda e, quindi, sul potenziale rendimento. Inoltre, l'Autorità europea di vigilanza afferma che, se l'azione scorretta viene nota al pubblico, “i clienti e gli investitori possono perdere la fiducia nell'azienda, comportando potenzialmente sanzioni e spese legali e compromettendo la sua capacità di condurre affari a lungo termine”. Questo, di conseguenza, incide sul bilancio dell'ente e naturalmente aumenta il rischio.

Per affrontare, allora, in maniera efficace le nuove sfide è necessaria una buona governance, costituita da amministratori validi e da *board* diversificati in termini di competenze, esperienze, età e genere. Infatti, la diversificazione evita il cosiddetto fenomeno del “*groupthink*”, ovvero l'appiattimento di pensiero che non produce una valutazione critica delle situazioni. Ad esempio, nel 2021 Banca d'Italia ha introdotto una quota di genere vincolante secondo la quale almeno il 33% dei componenti degli organi di amministrazione e controllo deve appartenere al genere meno rappresentato (Banca d'Italia, ottobre 2021). In realtà, soprattutto nelle banche di minori dimensioni, la “*gender diversity*” è molto bassa. La percentuale di donne che ricoprono cariche apicali nel sistema bancario non è sicuramente paragonabile a quella maschile.

Oggi, comunque sia, nell'informativa sostenibile le imprese devono comunicare elementi come:

- ruolo e composizione degli organi di amministrazione;
- cultura ed etica aziendale;
- sistemi interni di controllo e gestione del rischio;
- eventuali relazioni commerciali e no.

Inoltre, è stata promossa dalla Commissione europea la proposta di una “corporate governance sostenibile” incentrata sul monitoraggio del CdA, sulla *due diligence* obbligatoria e sul generale allineamento del management agli obiettivi di sostenibilità.

2.2 La sostenibilità nel sistema finanziario

Per finanza sostenibile si intende un modello di intermediazione finanziaria che “sostiene la crescita economica riducendo le pressioni sull’ambiente tenendo conto degli aspetti sociali e di governance” (Commissione europea, 2018 *update* 2020).

Il concetto di <<*green swan*>> (o <<cigno verde>>), è stato sviluppato da Bolton *et al.* (2020), e si riferisce ai rischi climatici e ambientali che potrebbero diventare determinanti di instabilità del sistema finanziario.

Sicuramente, il cambiamento climatico oggi pone nuove sfide alle banche centrali, alle autorità di regolamentazione e alle autorità di vigilanza. È per questo che, la comprensione dei temi ESG è diventata di fondamentale importanza e, inoltre, questo è il motivo per cui negli ultimi anni si sono moltiplicate le iniziative delle *authority* europee. L’8 marzo del 2018 la Commissione Europea ha presentato il “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile” che rappresenta l’intento dell’UE di garantire la competitività del sistema economico nel lungo termine. È importante sottolineare che, questa transizione vede nel settore finanziario un ruolo chiave. “Il sistema finanziario si trova in fase di riforma per integrare quanto appreso dall’esperienza della crisi finanziaria e in questo contesto può costituire parte della soluzione verso un’economia più verde e più sostenibile” (Commissione Europea, 2018). In questo senso il piano si pone tre obiettivi:

1. riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;
2. gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;
3. promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.

Già nel 2014, la Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (recepita in Italia dal D.Lgs n. 254 del 2016) aveva introdotto per le grandi società l’obbligo di rendere pubbliche le informazioni riguardanti le politiche adottate e i risultati ottenuti in materia ambientale e sociale e gli aspetti riguardanti la gestione del personale, il rispetto dei diritti umani e la lotta contro la corruzione nella “Dichiarazione Non Finanziaria” (DNF).

Poi, alla fine del 2016 la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti sulla finanza

sostenibile (*High Level Expert Group on Sustainable finance*, HLEG) per elaborare una strategia finanziaria nell'ottica dell'accordo di Parigi del 2015 e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. Il 31 gennaio 2018 gli esperti hanno pubblicato la loro relazione finale ("Piano d'azione per una finanza sostenibile") che prevede gli obiettivi sopra riportati e "consta di due imperativi":

- migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società;
- consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti.

L'11 dicembre del 2019 è stato presentato, inoltre, il *Green Deal* europeo dalla Commissione. Si tratta di un ambizioso programma che mira a fare dell'Europa, entro il 2050, un continente con zero emissioni nette di gas serra.

Tra i principali provvedimenti normativi europei è rilevante il Regolamento UE 2088/2019 sulla trasparenza delle informazioni sulla finanza sostenibile (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* - SFDR), in quanto impone norme comuni a diverse categorie di operatori finanziari sulla divulgazione delle caratteristiche dei prodotti che promuovono obiettivi di investimento sostenibile. Il Regolamento UE 852/2020 ha, successivamente, introdotto nel sistema normativo europeo la Tassonomia delle attività economiche eco-compatibili (*Taxonomy Regulation* - TR), "una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale" (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021). La tassonomia rappresenta una guida per tre attori del sistema economico: (1) le imprese, (2) gli investitori e (3) le istituzioni pubbliche. In particolare, serve alle imprese per valutare le proprie attività, delineare il loro *business model* e rendicontare agli stakeholder in modo più completo e comparabile. Per gli investitori è utile per comprendere l'impatto ambientale delle attività economiche nelle quali investono o potrebbero investire. Infine, le istituzioni pubbliche possono utilizzare la tassonomia per delineare le proprie politiche di transizione ecologica. Dunque, le organizzazioni soggette alla Dichiarazione non finanziaria (DNF) e, in seguito, alla Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità delle imprese (*Corporate Sustainability Reporting Directive* - CSRD), pubblicata il 21 aprile 2021, devono comunicare all'esterno attraverso alcuni indicatori l'allineamento alla tassonomia. In particolare, alle società finanziarie è richiesto di pubblicare dei KPI relativi agli asset in gestione. L'indicatore è un rapporto che comprende al numeratore gli investimenti e le attività finanziarie allineati alla tassonomia e al denominatore il totale degli investimenti e delle attività finanziarie.

Come dimostra la figura 10, queste informazioni sono utili agli operatori finanziari per effettuare la *disclosure* sia a livello di organizzazione (secondo quanto richiesto dall'articolo 8 della TR), sia a livello di prodotto (in base agli articoli 5 e 6 della TR).

L'obiettivo dell'UE, dunque, è quello di incrementare la trasparenza del mercato predisponendo informazioni sia di carattere economico-finanziario, sia relative a temi di sostenibilità riguardanti imprese, operatori e prodotti finanziari. La redazione di una tassonomia relativa ai rischi ESG risulta rilevante per finanziare la transizione e garantisce una maggiore comparabilità tra organizzazioni e prodotti che nel futuro prossimo risulteranno competitivi o meno sul mercato.

Fig. 10: Requisiti di *disclosure* per gli operatori finanziari

A livello di organizzazione	percentuale di allineamento degli asset alla tassonomia*	art. 8 TR
	integrazione dei rischi di sostenibilità nelle politiche d'investimento	art. 3 SFDR
	analisi dei principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità	art. 4 SFDR
A livello di prodotto	integrazione dei rischi di sostenibilità (per tutti i prodotti)	art. 6 SFDR
	analisi dei principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità (per tutti i prodotti)	art. 7 SFDR
	informazioni specifiche per i prodotti che promuovono caratteristiche di sostenibilità ambientale e sociale o che hanno come obiettivo investimenti sostenibili	artt. 8 e 9 SFDR
	percentuale di allineamento alla tassonomia dei prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale*	artt. 5 e 6 TR

* Requisiti che fanno riferimento alla tassonomia

Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile (2021)

Inoltre, il *Financial Stability Board* (FSB) ha costituito nel 2015, su richiesta dei ministri dell'Economia e dei governatori delle banche centrali del G20, una <<task force sull'informativa finanziaria relativa al clima>> (*Task force on Climate Financial Disclosure*, TCFD) con il compito di elaborare una serie di raccomandazioni, sulla rendicontazione dei rischi legati al cambiamento climatico, relative alla governance, strategia, *Risk Management* e metriche e target di misurazione da adottare (TCFD, 2017).

Infine, il *Global reporting initiative* (GRI) ha delineato degli Standards che rappresentano delle linee guida a livello globale per il reporting di sostenibilità (*"The global standards for sustainability reporting"*, disponibile sul sito del GRI). Il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) è stato fondato anche come organizzazione senza fine di lucro avente la missione di stabilire

parametri specifici che aiutino le aziende a fornire informazioni sulla sostenibilità coerenti e comparabili (“*Standards Overview*”, disponibile sul sito del SASB). L’*International Sustainability Standards Board* (ISSB) della Fondazione IFRS incoraggia gli investitori ad utilizzare gli standard SASB fino a quando non saranno sostituiti dagli *IFRS Sustainability Disclosure Standards*. Nondimeno, le agenzie di rating internazionali stanno cercando di promuovere rating ESG sugli emittenti e sui prodotti finanziari.

È evidente, dunque, la maggiore attenzione delle autorità europee e internazionali al tema della sostenibilità nel comparto finanziario e la conseguente accortezza manifestata dagli intermediari finanziari in relazione ai prodotti e servizi offerti alla clientela e alla concessione di prestiti a settori / soggetti imprenditoriali *ESG oriented* (Porretta P., 2021).

2.2.a Interventi normativi della finanza sostenibile nel sistema bancario

Nel settembre 2019, nel corso dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite, sono stati definiti i “Principi per un Sistema Bancario Responsabile” (PRB) che hanno come obiettivo quello di “trasformare il settore bancario per consentirgli di svolgere un ruolo di primo piano nel raggiungimento degli obiettivi della società” (UNEP FI, 2019). Infatti, per continuare ad avere un ruolo centrale le banche devono acquisire una visione strategica nel plasmare e finanziare un futuro sostenibile. La sottoscrizione dei Principi è, inoltre, un prerequisito fondamentale per entrare a far parte dell’UNEP FI, ovvero del Programma delle Nazioni Unite per l’ambiente e la finanza. Il *framework* è composto da 6 principi, sintetizzati come segue:

1. Allineamento:

prevede l’allineamento delle strategie di business agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, all’Accordo di Parigi sul clima e altri rilevanti quadri di riferimento.

2. Impatto e definizione degli obiettivi:

concerne l’impegno nell’incrementare gli impatti positivi e nel ridurre, invece, quelli negativi e la delimitazione degli obiettivi in cui la banca può avere l’impatto maggiore.

3. Clienti e consumatori:

prende in considerazione la selezione, con i clienti ed i consumatori, di attività economiche sostenibili che possano generare valore per le generazioni presenti e future.

4. Stakeholder:

include l’impegno della banca nella collaborazione ed il coinvolgimento proattivo con le parti interessate (stakeholder) nel raggiungimento degli obiettivi prefissati.

5. Governance e cultura:

garantisce una governance ed una cultura aziendale responsabile nei confronti degli impegni assunti.

6. Trasparenza e responsabilità:

tratta una revisione periodica dell'implementazione dei principi sopra riportati, e garantisce trasparenza, nei confronti del mercato, nelle azioni e nei contributi relativi agli obiettivi della società.

È importante evidenziare che, l'adesione a questi principi è fondamentale per il settore bancario in quanto, dopo anni dall'inizio della crisi finanziaria, sta ancora cercando di ricostruire la fiducia e mantenere il suo rapporto con clienti e impiegati. Inoltre, le nuove generazioni sono maggiormente sensibili all'impatto ambientale e sociale. Di conseguenza, le banche devono "inglobare" comportamenti responsabili ed essere flessibili nell'adattarsi al cambiamento. Le ultime statistiche sui firmatari affermano che le attuali banche che hanno aderito ai principi sono 290 e rappresentano il 45% delle attività bancarie globali (percentuale che può variare nel tempo a seconda delle condizioni del mercato). Tra le banche italiane ci sono: Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., BPER Banca S.p.A., Fineco Bank S.p.A., Intesa Sanpaolo, Mediobanca e Unicredit (UNEP FI et al., 2021).

La nascita, alla fine del 2017, del *Network for Greening the Financial System* (NGFS), ovvero di una rete globale di banche centrali e autorità di supervisione, conferma l'attenzione crescente delle banche centrali ad affrontare le questioni climatiche nel settore bancario e ad integrare il rischio climatico nel *framework* di *Risk Management*. In particolare, l'NGFS ha emesso delle linee guida sui *climate scenario* (NGFS, 2020) che "possono aiutare le banche centrali e le autorità di supervisione a definire esercizi di stress test climatici omogenei e confrontabili" (Banca d'Italia, 2021).

In relazione poi al "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile" della Commissione europea (2018), l'EBA (*European Banking Authority*) è "stata incaricata di valutare la fattibilità dell'introduzione di un <<fattore di sostegno verde>> ai fini del calcolo del requisito patrimoniale obbligatorio per il rischio di credito" (Porretta P., 2021). Di conseguenza, l'Autorità bancaria europea ha anche preparato il suo piano di lavoro chiamato "*Eba Action Plan on Sustainable Finance*" (EBA, 2019) che si articola su tre pilastri: componente *Environmental* (E), componente *Social* (S) e componente *Governance* (G). In particolare, all'EBA sono stati conferiti diversi mandati per emanare linee guida nell'inclusione dei rischi ESG nel processo di *risk governance*. Tra questi:

- I° mandato (articolo 501c della CRR2): comprende l'inclusione nei requisiti patrimoniali di primo pilastro di una valutazione relativa all'impatto ambientale e sociale delle attività bancarie. Dunque, l'EBA con riferimento al rischio di credito deve revisionarlo e misurarlo con l'intento di riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili. In relazione al rischio operativo, ha il compito di considerare gli impatti sul cambiamento climatico, sul degrado ambientale e sulla società. Infine, rispetto al rischio di mercato deve identificare prodotti finanziari conformi alla dimensione ESG.
- II° mandato (articolo 98(8) della CRD5): conferisce all'EBA l'inclusione dei rischi ESG nello SREP, ovvero nel processo di revisione e valutazione prudenziale. E in relazione a questa modifica, "alle autorità di vigilanza è attribuito un potere ad hoc per chiedere alle banche di rivedere i piani o di ridurre i rischi di un eventuale disallineamento" (Banca d'Italia, gennaio 2022).
- III° mandato (articolo 434° e articolo 449° della CRR2): riconosce al mercato una maggiore trasparenza rispetto alle esposizioni ai rischi ESG dell'intermediario e richiede che "l'EBA sviluppi uno standard tecnico di inclusione di questi rischi" (Porretta P., 2021).

D'altra parte, "la BCE ha effettuato una prima ricognizione dello stato di avanzamento dei lavori sui temi ESG presso le banche significative, ma è emerso che l'adeguamento alla Linee guida pubblicate alla fine del 2020 è ancora largamente incompleto" (Banca d'Italia, gennaio 2022).

Sicuramente però, negli ultimi anni è stato avviato a livello europeo e internazionale un processo di rafforzamento della normativa in ambito di finanza sostenibile (PwC, 2022).

L'*EU Banking Package* di ottobre 2021, per esempio, mira a rafforzare il quadro normativo prudenziale con un'attenzione dedicata ai rischi ESG. Inoltre, è stato approvato a luglio 2021 il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) che prevede in 6 missioni lo sviluppo sostenibile del Paese.

Dunque, è bene evidenziare che, affinché il sistema bancario diventi più resiliente a potenziali futuri shock economici è necessario un suo ruolo proattivo alla transizione verde e sostenibile.

"L'integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali e di supervisione è tra le priorità di vigilanza della Banca d'Italia" (Banca d'Italia, gennaio 2022), l'impegno dell'Autorità di vigilanza italiana a favore di un modello di crescita economica sostenibile è evidenziato nel "Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici" pubblicato a maggio 2022.

2.3 Fenomeno *greenwashing*

Il *greenwashing* è un termine inglese che letteralmente significa “dissimulare il verde”, dove il termine verde richiama il concetto più generale della sostenibilità. Questo fenomeno oggi è molto diffuso perché l’investitore medio è sensibile al tema e sempre più propenso ad acquistare prodotti “*green*”. Di conseguenza, l’obiettivo delle imprese che ricorrono al *greenwashing* è proprio quello di nascondere attraverso un marketing ecologico di facciata azioni che in realtà sono ben lontane dall’essere sostenibili.

Infatti, il tema è rilevante perché ogni giorno nella nostra società ci troviamo di fronte a problemi come l’inquinamento ambientale, la corruzione, il lavoro minorile ecc. Perciò, anche gli intermediari finanziari sono orientati a soddisfare non solo il raggiungimento di obiettivi economici ma anche sociali e ambientali.

Torelli *et al.* (2020), evidenziano che i consumatori stanno diventando scettici nei confronti della comunicazione di azioni sostenibili delle aziende perché poi non riescono a riscontrare nella realtà fatti concreti.

In termini tecnici, è importante chiarire il significato di due concetti che spesso vengono utilizzati, impropriamente, come sinonimi:

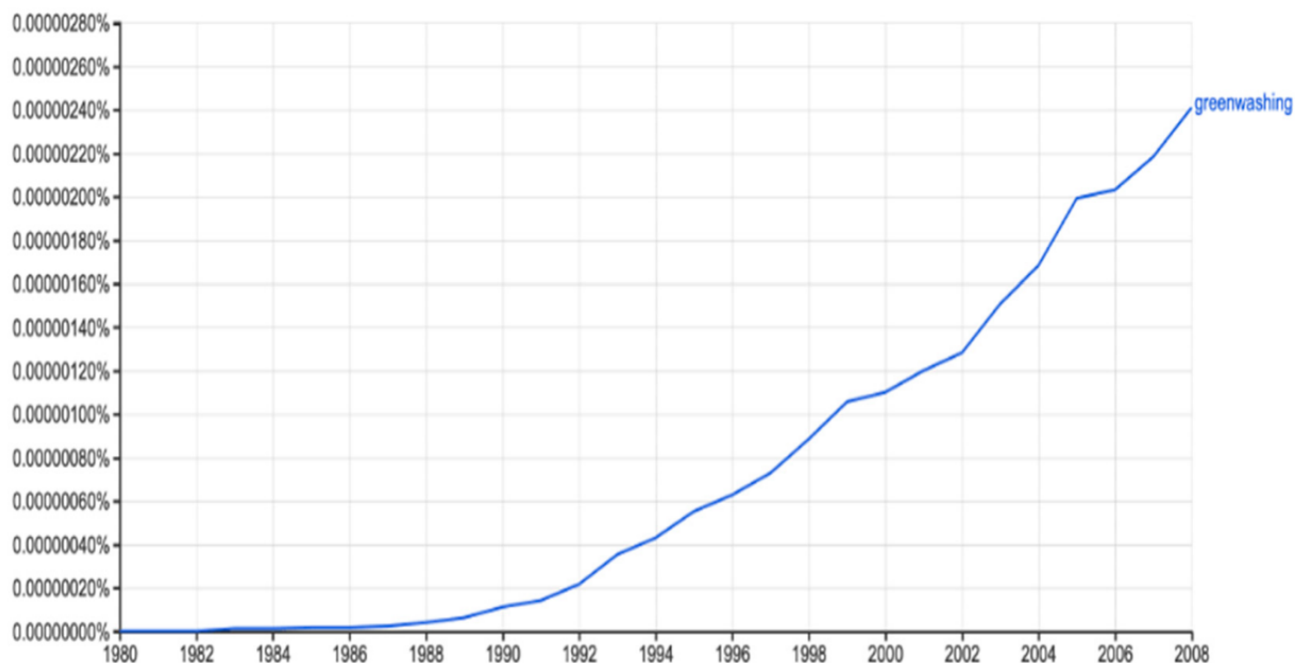
1. *corporate sustainability* e
2. *corporate social responsibility*.

Quando le aziende integrano azioni di sostenibilità all’interno del proprio modello di business si parla di “*corporate sustainability*”. Invece, il concetto di “*corporate social responsibility*” viene inteso come un <<*give back*>>, ovvero se ad esempio l’intermediario fa pratiche scorrette poi reinveste parte dei profitti in qualche azione ad impatto sociale o ambientale separata dal business principale.

Il *greenwashing* potrebbe essere considerato come una forma di “*misconduct*” relativa alla sostenibilità. Di conseguenza, come ogni forma di cattiva condotta, ha degli effetti piuttosto negativi sulla fiducia dei consumatori e degli investitori. Infatti, come riportato da Bofinger *et al.* (2022), questa tattica di “marketing verde” può danneggiare perfino la partecipazione degli investitori ai mercati dei capitali. Inoltre, è stato dimostrato che l’aumento di un punto del *greenwashing* è correlato ad un calo di 0,56 punti della percezione ecologica del marchio di un’azienda (Pimonenko *et al.*, 2020).

In generale, il termine “*greenwashing*” è stato coniato nel 1986 da Jay Westerveld ma, come evidenziano Pimonenko *et al.* (2020), utilizzando lo strumento Google Ngram Viewer la frequenza dell’uso della parola nelle pubblicazioni scientifiche è aumentata dall’inizio del 2000.

Fig. 11: Dinamica della frequenza di utilizzo del *greenwashing* (definita dallo strumento Google Ngram Viewer).



Fonte: Pimonenko *et al.* (2020)

In relazione alle normative europee sulla trasparenza (par. 2.2) si può affermare che queste, per essere efficaci, è importante che prevedano l'uso di dati affidabili e comparabili. L'allineamento alla tassonomia degli operatori finanziari deve essere effettuato secondo standard comuni e attraverso metodologie di calcolo trasparenti. Altrimenti, l'eterogeneità delle metodologie potrebbe generare valutazioni incoerenti e incrementare il rischio di *greenwashing* (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

Inoltre, una rete di ONG guidata da BankTrack, in concomitanza con il lancio dei "Principi per un Sistema Bancario Responsabile" (PRB), ha pubblicato una lettera in cui sostiene che l'ampio margine di manovra concesso alle banche firmatarie rischia di trasformare l'iniziativa in azioni solo di "facciata" che in realtà nascondono finanziamenti in attività non sostenibili. La dichiarazione dal titolo "*No More Greenwashing: Principles Must Have Consequences*" evidenzia come le banche firmatarie devono agire fin da subito per "porre fine al finanziamento dei combustibili fossili e della deforestazione e garantire il rispetto dei diritti umani durante le loro operazioni bancarie" (BankTrack, 2019). Dunque, tutta la normativa enunciata deve avere delle conseguenze, nel senso che non deve rimanere in superficie ma deve essere adottata all'interno dei *business model* degli

intermediari. Infatti, come visto nel Capitolo 1, è proprio il sistema finanziario che mette le risorse nel sistema economico. Di conseguenza, la creazione di valore sostenibile è strettamente correlata alle operazioni finanziarie e, quindi, anche a quelle bancarie.

2.3.a Caso DWS

Tra i più recenti casi di *greenwashing* nel sistema finanziario, è rilevante quello relativo al gruppo DWS (filiale di *asset management* di Deutsche Bank). DWS è stata fondata nel 1956 e fino al 2018 è stata parte del gruppo Deutsche Bank, per poi diventare un'entità separata quotata alla Borsa di Francoforte e un membro dell'indice SDAX. Oggi, tuttavia, quasi l'80% delle azioni di DWS sono detenute da Deutsche Bank che, dunque, risulta azionista di maggioranza.

Le indagini contro DWS sono iniziate nell'agosto 2021 in seguito ad una pubblica accusa di *greenwashing* da parte di Desiree Fixler (ex responsabile della sostenibilità della società) che ha contattato la SEC e l'FBI per porre fine a questa "trovata pubblicitaria". La società di investimento, infatti, che nel suo rapporto annuale del 2020 dichiarava più della metà dei 900 miliardi di dollari di patrimonio investiti in prodotti sostenibili, è stata oggetto di indagini per aver sopravvalutato questa stima. Infatti, una valutazione interna affermava in realtà che solo una frazione più esigua seguiva i parametri ESG.

Inoltre, qualche settimana prima delle indagini l'ex CIO (*Chief Investment Officer*) per il *Sustainable Investing* di BlackRock, Tariq Fancy, ha espresso le sue perplessità, definendo il mercato degli investimenti ESG un "placebo pericoloso" in grado di allontanare l'attenzione del pubblico da azioni effettivamente significative per l'ambiente e la società. "Dopo aver gestito il portafoglio di investimenti sostenibili della più grande società di investimento tra il 2018 e il 2019, Fancy afferma che le istituzioni finanziarie hanno un forte incentivo a promuovere i prodotti ESG, dato che hanno commissioni più elevate, che migliorano i loro profitti" (Sipiczki, 2022).

Comunque sia, in seguito alla denuncia da parte dell'ex dipendente sia la SEC statunitense che l'autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca, BaFin, hanno avviato un'indagine sulla società, mentre, in una dichiarazione rilasciata all'epoca, DWS negò fermamente le accuse. In seguito però, la società cambiò i criteri ESG di riferimento e nel rapporto del 2021 i miliardi ESG passarono da 459 a soli 115.

Da allora, le indagini sono diventate più approfondite ed anche Deutsche Bank è stata coinvolta nel caso. Finché il 31 maggio 2022, le forze dell'ordine tedesche hanno fatto irruzione negli uffici della Deutsche Bank e della sua unità DWS con l'accusa di frode sugli investimenti di capitale. "Circa 50 funzionari del pubblico ministero di Francoforte, dell'autorità tedesca di regolamentazione dei valori

mobiliari BaFin e dell'ufficio federale di polizia criminale BKA sono stati schierati presso la sede delle due istituzioni finanziarie per sequestrare prove” (Fortune, 2022).

Dopo la perquisizione “sono emerse prove fattuali sufficienti che, contrariamente a quanto dichiarato nei prospetti di vendita dei fondi DWS, i fattori ESG non sono stati affatto presi in considerazione in un gran numero di investimenti”, ha dichiarato l’ufficio del procuratore. In seguito, le accuse sono state confermate anche da Deutsche Bank tramite dei comunicati (ESG News, 2022). Lo stesso giorno l’amministratore delegato Asoka Woehrman si è dimesso e dal 10 giugno la gestione è stata conferita a Stefan Hoops.

Negli ultimi anni, diverse volte Deutsche Bank è stata oggetto di scandali finanziari (come riciclaggio di denaro, manipolazione dei tassi di interesse ecc.). In questo caso, le conseguenze si sono riversate sul gruppo DWS che ha visto il suo titolo (ISIN: DE000DWS1007) scendere quasi del 30% nell’ultimo anno. Come dimostra la figura 12, il prezzo del titolo ha subito variazioni importanti nell’intervallo di tempo preso in considerazione (agosto 2021 – agosto 2022). In particolare, è interessante evidenziare come il titolo sia sceso drasticamente in due momenti: (1) quando sono iniziate le indagini, ovvero fine agosto 2021, e (2) in seguito alle perquisizioni del 31 maggio - 1° giugno, quando ha perso poco più dell’8%.

Questa è un’ulteriore dimostrazione di come forme di *misconduct* hanno un impatto negativo sul mercato finanziario e, in generale, sul sistema.

Fig. 12: Andamento del titolo azionario DWS (agosto 2021 - agosto 2022)



Fonte: DWS Share

Il presidente della SEC Gary Gensler in merito al *greenwashing* scrisse in un tweet: “se è facile dire se il latte è senza grassi semplicemente guardando l'etichetta nutrizionale, potrebbe essere il momento di rendere più facile capire se i fondi "verdi" o "sostenibili" sono davvero quello che dicono di essere” (marzo 2022).

Infatti, gli investimenti ESG stanno diventando sempre più importanti nel panorama finanziario. Il problema, però, è che diversi scandali reputazionali e l'adozione di differenti metodi di valutazione hanno creato confusione su ciò che è considerato ESG oppure no.

Sicuramente il Fondo monetario internazionale (FMI), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e la Banca mondiale hanno esortato le autorità di regolamentazione a proteggere gli investitori dal *greenwashing* e, in particolare, a garantire la disponibilità di dati e di informazioni di qualità.

Il punto è che, la questione ESG è complessa, ed oggi, ancora, non esistono linee guida precise e universali, ma “è terribile quando i dirigenti abusano di questo problema come strumento di marketing” (Fortune, 2022) commercializzando prodotti finanziari *green* come più “sostenibili” di quanto invece non lo siano nella realtà.

2.4 Analisi del legame tra *misconduct*, sostenibilità e parametro G

La governance degli intermediari segue da sempre regole dettate dalla normativa. Oggi l'attenzione, come abbiamo delineato in questo capitolo, è posta ai parametri ESG. La G riguarda la governance e definisce delle “regole d'oro” per essere sostenibili ma anche etici, ovvero come approcciare in maniera corretta sia con il mondo che con il mercato.

In particolare, le banche hanno un ruolo-chiave “alla luce della loro possibilità di indirizzare i comportamenti delle imprese, delle amministrazioni e delle famiglie verso obiettivi desiderabili” (Porretta P., 2021). Per questo motivo, il settore bancario europeo sta migliorando la *disclosure* al mercato sui propri orientamenti strategici ESG e sui suoi impatti operativi a seguito, come visto nei precedenti paragrafi, dei regolamenti e delle linee guida emanate a livello europeo a cui tutti i Paesi dell'Unione sono tenuti ad allinearsi.

È interessante allora, dimostrare come una banca attenta ai fattori ESG sia in grado di avere ritorni stabili nel tempo e riesca a generare valore per gli azionisti e per il sistema economico nel suo complesso. Viceversa, la scarsa attenzione al *framework* ESG aumenta i rischi a cui potrebbe essere

sottoposta e, di conseguenza, potrebbe generare instabilità nel sistema.

Lee *et al.* (2022), indicano che “la maggior parte degli studi misura la performance finanziaria utilizzando una combinazione di tre approcci di misurazione: (1) performance di mercato, (2) performance aziendale dichiarata e (3) performance percettiva”.

In relazione alla performance valutata attraverso il mercato finanziario, gli investitori valutano e monitorano variabili come “il prezzo dell'azione e sue variazioni, inclusi i rendimenti azionari giornalieri anomali, i rendimenti azionari annuali e il rendimento rettificato per il mercato”.

Invece, l'approccio di performance aziendale considera variabili calcolate dai rapporti finanziari delle imprese come “l'utile per azione (EPS), il ritorno sulle attività (ROA), il ritorno sulle vendite (ROS), il ritorno sul capitale proprio (ROE), il ritorno sul capitale (ROC), e il ritorno sul capitale impiegato (ROCE)”.

Infine, le variabili percettive “includono classifiche e rating elaborati da terzi e/o risposte a sondaggi” per valutare la performance finanziaria.

La valutazione attraverso il mercato finanziario rimane il metodo maggiormente utilizzato in quanto questo tipo di informazioni sono pubblicamente e istantaneamente disponibili, il che consente un facile accesso da parte sia di operatori professionisti che no.

Secondo Aouadi *et al.* (2018) “le controversie ESG sono notizie aziendali, come comportamenti sociali sospetti e scandali, che mettono un'azienda sotto i riflettori dei media e, per estensione, attirano l'attenzione degli investitori”. Inoltre, “questo genere di notizie solleva dubbi sulle prospettive future, costituisce un rischio per la reputazione e può avere un impatto sul valore dell'impresa”.

L'ESRB (2015) definisce il *misconduct risk* come “il rischio connesso al modo in cui un'azienda e il suo personale si comportano. In quanto tale, include il modo in cui vengono trattati i clienti e gli investitori, la vendita errata di prodotti finanziari, la violazione delle regole e la manipolazione dei mercati”.

Infine, Brundtland, presidente della Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (WCED, 1987), nel rapporto <<*Our common future*>> ha definito lo sviluppo sostenibile come “quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”.

Dunque, comportamenti finanziari scorretti (*financial misconduct*) quando vengono “scoperti” dal mercato, e la notizia viene diffusa dai media (controversie ESG), generano danni reputazionali alla banca ed una conseguente sfiducia, che nei casi più gravi sfocia nella “corsa agli sportelli” (par. 1.4). Questo determina perdita di valore e, come visto precedentemente, una diminuzione degli

investimenti nell'innovazione, ovvero compromette la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni (sviluppo non sostenibile).

Seguendo questo filo logico (che lega tre concetti: *misconduct* - G dei parametri ESG - sostenibilità) consideriamo un campione di due banche italiane che sono state oggetto di scandali finanziari negli ultimi anni ed evidenziamo come la diffusione di notizie negative relative alla governance abbia avuto ripercussioni sulla loro performance finanziaria. In particolare, le due banche prese in considerazione sono Banca Monte dei Paschi S.p.A. e Banca Carige S.p.A.

MPS, dai primi anni 2000, ha dato avvio ad un processo di espansione caratterizzato (1) dall'acquisizione di Banca del Salento e Banca Antonveneta e (2) dall'ingresso in nuovi mercati attraverso la *joint-venture* con Axa (attività di Bancassicurazione). Processo caratterizzato poi, da una serie di operazioni che ben presto si sono rilevate economicamente non sostenibili. Infatti, sono circa vent'anni che si parla del caso in questione e dell'impatto che questo ha avuto sul sistema finanziario. In particolare, anno dopo anno emergono dettagli e nuove informazioni che nascondono una finanza "creativa" ed un modus operandi manageriale molto rischioso. Tutto ciò è stato "raccontato" più volte dai media che hanno rivisto nell'istituto bancario uno scandalo e nell'opinione pubblica tanta delusione.

Contemporaneamente anche Banca Carige è stata guidata da un amministratore delegato che ha avviato un forte piano di espansione attraverso l'acquisto di sportelli bancari e l'ingresso nel settore delle assicurazioni. La banca genovese è dal 2012 che vive difficoltà economiche. Le cause risiedono principalmente nella diminuzione dei proventi di gestione attivi e nella qualità dei propri crediti.

Entrambi gli istituti bancari sono società per azioni quotate in borsa (Borsa Italiana - MTA Mercato Telematico Azionario).

Di conseguenza, considerando un periodo di tempo di 15 anni (2007 - 2022) per MPS e di 10 anni (2012 - 2022) per Carige analizziamo l'andamento dei rispettivi prezzi delle azioni richiamando alcuni momenti salienti che hanno generato variazioni "anomale".

Banca Monte dei Paschi dal 2007 in poi ha avuto problemi di cattiva gestione determinati da scelte, dal punto di vista economico, irrazionali e di "partito" e da numerose e complesse operazioni di finanza strutturata.

Di conseguenza, l'istituto bancario è stato negli ultimi anni più volte sotto i riflettori mediatici e giudiziari ed oggetto di vigilanza da parte di Banca d'Italia, della CONSOB e delle Autorità Europee. Il caso verrà ripreso e approfondito nel prossimo capitolo. Per questo motivo, per il momento ci soffermiamo brevemente sull'andamento dei prezzi del titolo negli ultimi 15 anni.

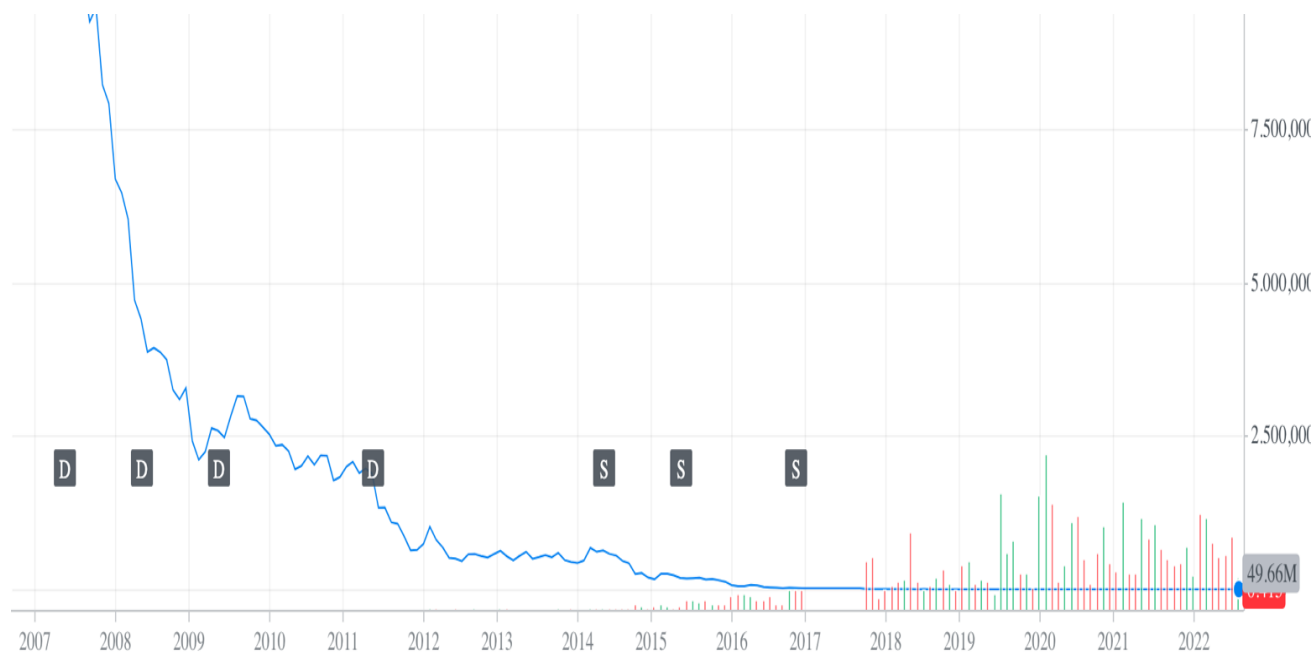
Come dimostra la figura 13, importanti variazioni anomale si sono verificate nel periodo di tempo compreso tra il 2007 e il 2015 che hanno lasciato una ferita dalla quale oggi fatica a riprendersi. In particolare, sono gli anni a cavallo della crisi del 2008 (2007 – 2009) quelli che l’hanno vista protagonista di un rendimento fortemente negativo (circa -70%).

Tra i reati contestati alla banca ci sono:

1. la manipolazione del mercato,
2. il falso in bilancio ed in prospetto e
3. l’ostacolo agli organi di vigilanza.

Di conseguenza, è giusto affermare che il prezzo dei titoli MPS in diversi momenti non riflettevano il reale andamento dell’ente, ed è ragionevole intuire che le variazioni anomale sono state dettate dalla diffusione di notizie che “denunciavano” ciò che in realtà si voleva nascondere.

Fig. 13: Andamento prezzi delle azioni Banca Monte dei Paschi S.p.A. negli ultimi 15 anni



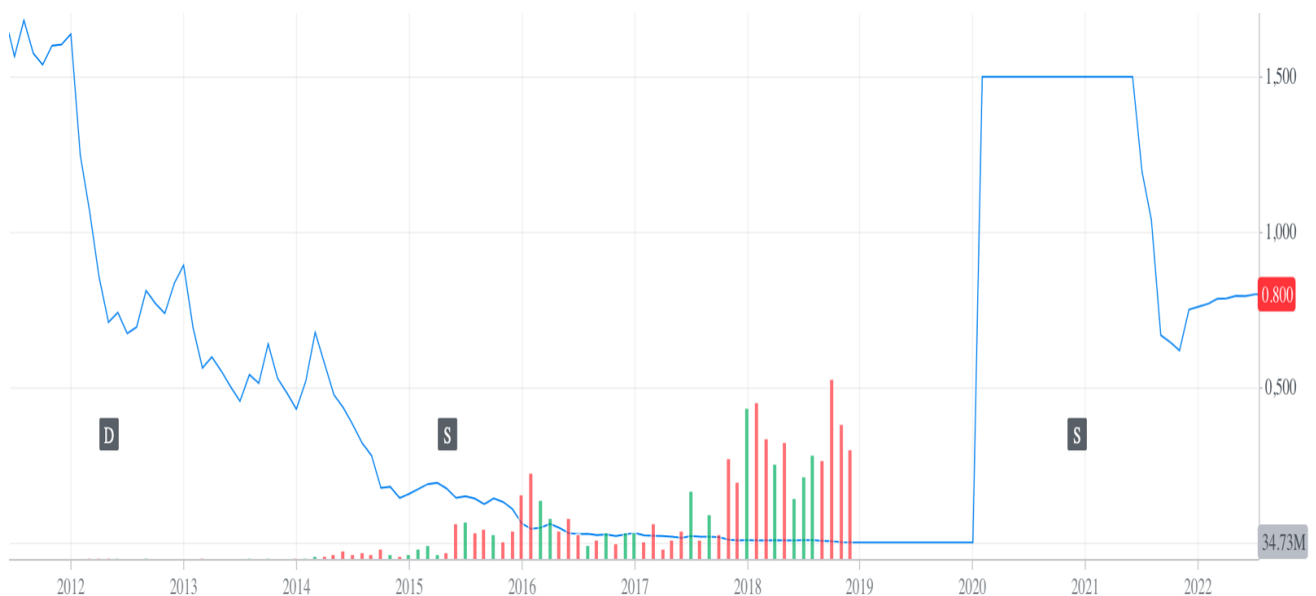
Fonte: Yahoo Finance

Banca Carige è stata soggetta dal 2012 a tre aumenti di capitale (rispettivamente nel 2014, nel 2015 e nel 2017). L’istituto bancario, proprio come MPS (sebbene con dimensioni notevolmente più ridotte), è stato caratterizzato da una gestione non sempre trasparente e prudente. La figura 14 mostra l’andamento del titolo azionario che, negli ultimi 10 anni, è stato influenzato dalla diffusione di notizie sulla governance dell’intermediario. Il seguente elaborato non si pone il fine di analizzare

nel dettaglio le vicende dell'istituto ligure ma di caratterizzarne i momenti più "rilevanti". In particolare, possiamo dividere il grafico in tre parti così definite:

- I) 2012 - 2014: A partire dal 2012 emergono i primi segnali di crisi dell'istituto dettate (1) dal generale rallentamento avvenuto a livello nazionale nel sistema bancario (che ha determinato la difficoltà per molte famiglie di onorare i propri debiti nei confronti della banca) e (2) da perdite causate dalle operazioni di espansione eseguite dal Gruppo (per esempio nelle sue partecipate assicurative). Banca d'Italia inizia le sue ispezioni in Carige nel 2012, proseguite poi nel 2013 e sfociate nei mesi a seguire in indagini della Procura. Il titolo, i primi giorni del 2014, contava una perdita di circa il 70%.
- II) 2014 - 2019: In seguito ai due aumenti di capitale la banca cambia amministratori provocando una situazione di instabilità. L'autorità di vigilanza sollecita per un ulteriore rafforzamento di capitale che avviene a fine 2017. La crisi di governance diventa però talmente tanto preoccupante da contare circa 2 miliardi "bruciati". Il titolo arriva a perdere addirittura il 99% del suo valore. Dal 2 gennaio 2019 viene, dunque, sottoposta a commissariamento e sospesa dalle negoziazioni alla Borsa Italiana.
- III) 2021 - 2022: Banca Carige ritorna in borsa il 27 luglio 2021 e perde in prima seduta il 58%.

Fig. 14: Andamento prezzi delle azioni Banca Carige S.p.A. negli ultimi 10 anni



Fonte: Yahoo Finance

Partendo dal presupposto che un evento che si è verificato in un tempo $x+1$ non è esclusivamente effetto di una situazione avvenuta in x (in quanto potrebbe essere stato influenzato da n variabili), la relazione tra notizie negative sulla governance di una banca e suo rendimento azionario è stata dimostrata nella letteratura scientifica. Infatti, Previtali *et al.* (2020) dimostrano come “i discorsi dei media sugli eventi di governo societario delle banche sono un fattore determinante importante per i rendimenti azionari anormali.” Inoltre, evidenziano che “quanto più ampia è l'influenza dei mass media e tanto maggiore è la loro legittimità e credibilità, tanto maggiore è l'effetto reputazionale e la perdita di mercato dovuta alle notizie”. Di conseguenza, affermano che “i media possono diffondere informazioni che possono potenzialmente fuorviare gli investitori nel loro processo decisionale finanziario”.

Lo studio comprende l'analisi di 3125 notizie di corporate governance sulle banche quotate europee e statunitensi in un periodo di tempo compreso tra il 2003 ed il 2013 e indaga su (1) tono positivo/negativo e il grado di certezza/incertezza, (2) l'impatto della diffusione delle notizie sui rendimenti azionari e (3) la relazione tra rendimenti anormali del titolo, caratteristiche specifiche della banca e attributi delle notizie. I risultati evidenziano come “i mercati azionari reagiscono in modo significativo prima, al momento e dopo la pubblicazione di notizie negative” e come la copertura mediatica, la specifica categoria di notizia e il grado di certezza influenzano l'impatto. Tuttavia, rilevano anche come un'elevata capitalizzazione e la performance aggiustata per il rischio della banca attenuino l'effetto delle notizie negative sul prezzo.

Di conseguenza, per evitare uno sviluppo non sostenibile (ovvero la distruzione del valore per le generazioni future), i media dovrebbero avere meno notizie negative di cui parlare. Questo è chiaramente correlato al fatto che i manager dovrebbero comportarsi in modo etico.

Dunque, il *pillar G*, ovvero la Governance, è la componente più importante. Questa affermazione è ragionevole se collocata nel punto di vista per cui le risorse umane creano valore e che la *vision*, le competenze e gli ideali dei dipendenti sono fondamentali in un sistema.

D'altronde, come abbiamo constatato, sono i comportamenti umani che poi determinano situazioni positive o negative per l'ambiente e la società. Una cattiva reputazione non solo genera perdite all'interno dell'ente ma, soprattutto, modifica la percezione dello stesso all'esterno. Infatti, per esempio, le società quotate in borsa subiscono poi reazioni avverse dovute al fatto che gestori di fondi e investitori disinvestono nel titolo e investono altrove. Questo crea una situazione di instabilità dalla quale, come abbiamo analizzato precedentemente, è difficile riprendersi. Infatti, gli investitori percepiscono la reputazione aziendale “come un bene immateriale e prezioso” (Lee *et al.*, 2022) che si acquisisce pian piano e si perde in un istante.

Dunque, emergono tre importanti conclusioni:

1. il mercato azionario è sensibile alle notizie negative;
2. scandali finanziari rappresentano un “non ritorno” alle vecchie performance del titolo;
3. il mercato disciplina la governance.

In particolare, nel prossimo capitolo approfondiremo nel dettaglio il caso Monte dei Paschi. Infatti, l’istituto senese continua a rappresentare oggi, nel panorama italiano, uno dei più importanti esempi di “cattiva condotta finanziaria” di una banca. Il dramma, come vedremo, è che la mala gestione da parte dei manager ha coinvolto tanti investitori e famiglie che hanno perso i loro risparmi e, di conseguenza, ha generato una crisi reputazionale di cui l’istituto bancario continua a soffrire.

CAPITOLO 3

Evidenze di *misconduct* nel panorama nazionale: caso MPS

3.1 Caso Monte dei Paschi di Siena: introduzione e storia

Monte dei Paschi di Siena (o MPS) è la più antica banca del mondo ancora in esercizio. L'ente italiano è stato istituito nel 1472 con il nome di "Monte Pio" per volere delle Magistrature della Repubblica di Siena, con il fine di aiutare le classi in difficoltà della popolazione. Il termine "Monte", infatti, indica una raccolta di denaro poi erogato a fini assistenziali. Invece, "dei Paschi" si riferisce ad una riforma del 1624. In particolare, deriva dalla richiesta, da parte dei cittadini senesi, della creazione di un nuovo istituto bancario che potesse fornire ulteriore supporto all'economia cittadina (per esempio, agevolando forme di prestito ad agricoltori e allevatori). La richiesta, infatti, fu accolta ma a condizione che a garanzia dell'istituzione della nuova banca ci fossero le rendite dei pascoli demaniali della Maremma (i cosiddetti "Paschi"), da cui, appunto, deriva il nome. In seguito, i due istituti, Monte Pio e Monte dei Paschi, furono uniti sotto il nome di "Monti Riuniti" (1784) e, successivamente, come "Monte dei Paschi di Siena" (Fonte: sito Gruppo MPS, sezione "Storia del Gruppo MPS").

In questo capitolo, dunque, analizzeremo un caso pratico di *financial misconduct*. Infatti, dopo aver trattato l'argomento attraverso la letteratura scientifica, è utile collocarlo anche nella realtà per comprendere se e come il fenomeno ha effettivamente delle ripercussioni sul sistema finanziario ed economico.

L'obiettivo è quello di riportare:

- 1) quali forme di *misconduct* sono state messe in atto, attraverso un excursus della storia dell'istituto bancario dagli anni '90 fino ad oggi;
- 2) le conseguenze che sono state imposte ai manager colpevoli;
- 3) come hanno risposto il mercato finanziario ed il sistema, comprendendo la percezione che si ha oggi della banca attraverso un sondaggio;
- 4) la visione che ha oggi MPS sulla sostenibilità (nell'adozione dei parametri ESG e nella gestione dei relativi rischi).

Il primo punto verrà trattato in questo paragrafo (3.1), i restanti nei paragrafi successivi (3.2; 3.3; 3.4).

3.1.a Dalla diversificazione alla quotazione in Borsa

Il caso Monte dei Paschi di Siena è caratterizzato da una storia centenaria analizzata e raccontata, soprattutto negli ultimi anni, da giornalisti, analisti, economisti, giuristi e accademici, e seguita attentamente da investitori e famiglie. In particolare, le complesse vicende della banca hanno attraversato diverse fasi che hanno visto il coinvolgimento di una pluralità di attori (Barbagallo, 2017).

Tra il 1990 e il 1994 è la prima banca in Italia a diversificare il suo business nel settore delle assicurazioni attraverso MontePaschi Vita. Inoltre, tramite Ducato Gestioni, opera nel comparto dei fondi comuni di investimento (Fonte: sito Gruppo MPS, sezione “Storia del Gruppo MPS”).

Nel 1992 acquisisce il controllo della Cassa di risparmio di Prato, della Banca Atlantis di Ginevra e del Mediocredito toscano. Quest’ultimo, trasformato in S.p.A. nel 1992, è stato ridenominato MPS *Merchant S.p.A.* nel 2001 (Giannini *et al.*, 2017).

L’8 agosto 1995 un decreto del ministero del Tesoro ha dato origine a due entità separate: (1) Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e (2) Fondazione Monte dei Paschi di Siena. La Fondazione ha assunto personalità giuridica privata senza fine di lucro avendo come scopo statutario finalità di assistenza, beneficenza e di utilità sociale (in particolare, con riferimento a Siena e provincia). La Banca, invece, continuava le tipiche attività creditizie, finanziarie ed assicurative. In breve, quest’ultima prestava i soldi, mentre la seconda li elargiva sotto forma di sponsorizzazioni, di donazioni o di finanziamenti.

Una tappa fondamentale, avvenuta il 25 giugno 1999, è stata poi la quotazione delle azioni della Capogruppo “Banca Monte dei Paschi di Siena” alla Borsa di Milano. La Fondazione, dunque, non deteneva più il 100% delle azioni ma soltanto poco più della metà. Inoltre, da settembre 1999 entra anche a far parte del FTSE Mib (indice azionario più rappresentativo del mercato).

Infine, nel 2000 l’istituto senese ha acquisito, in parte mediante OPA, quasi il 94% della Banca del Salento - Credito popolare salentino e, nel 2001, il 4,75% della Banca nazionale del lavoro - BNL (Giannini *et al.*, 2017).

3.1.b L’inizio del nuovo millennio e la diffusione dei derivati

Con la quotazione in Borsa iniziano anni caratterizzati da una forte espansione territoriale e operativa in risposta alle esigenze di ampliamento della quota di mercato e di diversificazione del business. In particolare, sul sito del gruppo MPS (sezione “Storia del Gruppo MPS”), vengono riportati i seguenti eventi:

- acquisizione di partecipazioni in alcune banche regionali (quali Banca Agricola Mantovana

e Banca del Salento);

- sviluppo di società prodotto nei segmenti strategici di mercato come “nel comparto del credito al consumo (Consum.it), nel parabancario (MPS *Leasing & Factoring*), nel settore dell'*investment banking* (MPS *Finance*), nel risparmio gestito (MP *Asset Management SGR*), nella promozione finanziaria (MPS Banca Personale)”;
- apertura di nuovi sportelli (obiettivo di oltre 2.000 filiali a fine 2006) e consolidamento di attività ritenute strategiche, come il *private banking* e il risparmio previdenziale;
- adozione di modelli di servizio specializzati per segmento di clientela;
- accentramento in “MPS Banca per l’Impresa” delle attività nel settore del credito alle imprese e dei servizi di *corporate finance*.

Dunque, i primi anni 2000 sono stati anni di crescita per Monte dei Paschi che, prima della grave crisi che lo ha colpito, aveva raggiunto la posizione di terzo gruppo bancario nazionale (2006), dopo Unicredit e Intesa.

È importante, però, sottolineare che questo periodo storico è stato caratterizzato anche dalla nascita e dalla diffusione di nuovi strumenti finanziari: i derivati. Infatti, le operazioni in strumenti derivati (condotte come copertura sulla rischiosità del portafoglio negoziale) rappresentano un altro capitolo interessante della storia dell’istituto senese in quanto rivelatesi, come vedremo, scelte disastrose.

In particolare, le operazioni in questione sono state tre e prendono il nome di Santorini, Alexandria e Corsair (o Nota Italia). Questi strumenti hanno sicuramente due elementi in comune: (1) sono stati acquistati da MPS da società veicolo, ovvero società costituite appositamente per l’esecuzione dell’operazione finanziaria (dalle quali prendono il nome), e (2) hanno avuto, dal punto di vista finanziario, un impatto negativo sul bilancio (per un valore, stimato dai suoi vertici nel 2013, complessivamente pari a circa 730 mln di euro).

Il primo derivato è stato sottoscritto il 16 maggio 2002 da Banca Monte dei Paschi e Deutsche Bank tramite una società veicolo chiamata “*Santorini Investment Ltd.*”. In particolare, l’operazione era un contratto derivato “*Collared equity swap*” che aveva come controparte proprio la stessa Deutsche Bank.

Il secondo derivato è stato più complesso, in quanto strutturato con due distinte banche (Dresdner Bank e Nomura). Infatti, inizialmente è stato sottoscritto da Monte dei Paschi con Dresdner Bank nel novembre del 2005 come un contratto “*Collateralized debt obligation*” che prevedeva l’acquisto di obbligazioni dalla società veicolo “*Alexandria Capital Ltd.*”. Nello schema negoziale del derivato, in realtà vi erano ulteriori attori (come le società veicolo *Alchemy* e *Skylark*) che investivano prettamente nei titoli “tossici” protagonisti della crisi finanziaria del 2008 (ABS, CDO,

CDS). In particolare, Banca Monte dei Paschi finanziava le “*Alexandria Notes*” emesse da *Alexandria Capital Ltd.*, la quale concedeva linee di credito alla società veicolo *Alchemy* che investiva, a sua volta, prettamente nei CDO ed ABS ed in linee di credito emesse dalla società veicolo di terzo livello *Skylark*. È bene precisare che, quanto appena detto risulta essere solo una sintetica rappresentazione di quanto effettivamente è avvenuto nel sistema. Infatti, l’operazione era molto più complessa e caratterizzata da commissioni che hanno generato perdite ingenti (subite direttamente da Monte dei Paschi che, già nell’estate del 2009, contava un deficit pari a circa 220 milioni di euro). Infatti, è così che, nel settembre del 2009, MPS per coprire le perdite negozia con la società finanziaria Nomura. Questa negoziazione comprendeva: (1) l’acquisto di BTP per un valore di 3 miliardi di euro e con scadenza nel 2034 da parte di Monte dei Paschi e (2) l’assorbimento della perdita, tramite scambio del sottostante, dell’operazione *Alexandria* da parte di Nomura. Tuttavia, anche questa operazione si rivelò altamente dannosa.

Infine, il terzo derivato sottoscritto da MPS è stato *Nota Italia*. Questa operazione, meno rilevante rispetto alle altre sopra menzionate, venne realizzata con JP Morgan nel 2006 tramite una società veicolo chiamata *Corsair Finance*. In particolare, il contratto prevedeva la vendita alla banca statunitense di un “*Credit Default Swap*” sull’Italia, ovvero “scommetteva” sulla sua stabilità. Tuttavia, al momento della stipula nessuno poteva immaginare che l’Italia sarebbe andata in crisi. Di conseguenza, anche questo strumento venne concordato con una struttura finanziaria molto complessa. Chiaramente, nel momento in cui scoppiò la crisi il valore del contratto salì determinando, così, rilevanti perdite in bilancio.

3.1.c L’espansione del gruppo: l’acquisizione di Banca Antonveneta

Sostanzialmente, dal 2007 in poi, la banca riporta rilevanti problemi di governance. Infatti, non solo l’istituto senese subisce ingenti perdite dalle operazioni sui derivati ma effettua anche scelte che si rivelano ben presto pericolose per l’intero Gruppo.

Il 2007 è l’anno in cui MPS acquista il 55% di Biverbanca - Cassa di risparmio di Biella e Vercelli e annuncia l’acquisto di Banca Antonveneta, dopo aver raggiunto un accordo con Banco Santander, per 9 miliardi. In particolare, Banca Antonveneta era stata acquistata nel 2005 da ABN AMRO (istituto di credito olandese). Quest’ultimo poi acquisito dal consorzio Royal Bank of Scotland - Banco Santander – Fortis e finito, dunque, sotto il controllo dell’istituto spagnolo (Gruppo MPS, 2007a).

Banca Antonveneta, in origine, è nata da un processo di fusioni e aggregazioni di banche radicate nel Nordest italiano. Infatti, troviamo sul sito del gruppo MPS (nella sezione “Storia del gruppo

MPS”), in merito all’acquisizione: “Banca Mps si trasforma da realtà multi-regionale a banca di rilievo nazionale, mantenendo uno stretto legame con le comunità locali e svolgendo un ruolo attivo nel sostegno e nella valorizzazione del tessuto economico in cui opera”.

Inoltre, nel comunicato stampa del 2007 l’istituto senese spiega agli investitori che “l’operazione ha un forte rationale strategico, permettendo:

1. il consolidamento del ruolo di terzo polo bancario in Italia,
2. un forte rafforzamento del core business (*retail*),
3. una significativa crescita dimensionale con l’incremento della rete sportelli (da 2000 a 3000 unità) e della quota di mercato (dal 6% al 9%) e
4. una elevata creazione di valore” (Gruppo MPS, 2007b).

In realtà, la banca padovana al momento dell’acquisizione non era altro che una banca “decotta” che contava debiti per 7 miliardi di euro. Infatti, anche l’amministratore delegato Guido Bastianini, durante la <<Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario>> del 22 settembre 2020, ammette che quando il vecchio management decise di comprare Antonveneta lo fece “senza la conduzione di alcune attività di *due diligence*” (Camera dei deputati, 2020), ovvero senza fare troppi controlli.

Banca d’Italia in una comunicazione “confidenziale” con MPS (lettera) le disse che per acquistare Antonveneta doveva dotarsi di un certo capitale al fine di mantenere il requisito patrimoniale adeguato.

In particolare, “con comunicazione del 17 marzo del 2008, a questo riguardo, la Banca d’Italia autorizzava Monte dei Paschi di Siena all’acquisizione di Antonveneta, subordinando il perfezionamento dell’operazione «alla preventiva realizzazione delle misure di rafforzamento patrimoniale programmate con specifico riguardo agli interventi di aumento di capitale e di emissione di strumenti ibridi e subordinati, in osservanza delle vigenti disposizioni normative in materia di patrimonio di vigilanza»” (Camera dei deputati, 2020). Prova indiretta che l’operazione fosse rischiosa. Infatti, la banca si stava andando ad indebitare in modo rilevante.

Comunque sia, MPS per ottenere questo requisito va sul mercato, fa un aumento di capitale di 5 miliardi di euro e il 23 maggio del 2008 comunica a Banca d’Italia l’avvenuto completamento del piano di rafforzamento patrimoniale.

In particolare, questo piano comprendeva anche la sottoscrizione di 1 miliardo da parte di JP Morgan tramite l’emissione di titoli convertibili in azioni MPS (cosiddetti FRESH o *Floating Rate Equity-linked Subordinated Hybrid*), 2,2 miliardi costituiti da obbligazioni subordinate e la restante parte ottenuta tramite vendita di alcuni suoi beni (la maggior parte delle quali avvennero ad una

cifra non competitiva).

3.1.d Gli effetti della cattiva gestione

La superficialità del management nell'adozione di metodi di valutazione poco attendibili e di scelte avventate è stata ben presto scontata dal mercato che, in seguito all'accordo per Banca Antonveneta, registrò in meno di un anno un calo del *target price* da 5,20 a 1,25 euro.

Inoltre, la crisi finanziaria del 2008 sviluppatasi negli Stati Uniti ed il fallimento di Lehman Brothers (una delle più grandi banche d'affari di New York) ben presto colpirono tutte le banche internazionali ed il sistema finanziario nel suo complesso, ponendo fine al mito del "*Too big to fail*" che aveva, negli anni, generato troppa sicurezza nei manager bancari. Infatti, questi si "adagiavano" su questo mito convinti che, in caso di eventuali perdite derivanti da operazioni rischiose, ci sarebbe stato lo Stato a farsi da garante (famosi "salvataggi pubblici").

È in questa fase, allora, che le operazioni in strumenti derivati, condotte dalla banca senese, andarono molto male tanto da determinare sostanziali perdite. Il management decise di omettere queste operazioni dal bilancio "spalmandone" gli effetti su ulteriori derivati. Il risultato fu la sottoscrizione di tanti di questi strumenti finanziari caratterizzati da una struttura complessa che, in bilancio, generavano un "finto profitto" e, dunque, nascondevano agli investitori ciò che in realtà stava succedendo.

Tuttavia, tutte queste operazioni nel tempo si sono rilevate particolarmente onerose tanto da generare difficoltà, da parte del Monte, nel reperimento di fondi sul mercato.

In particolare, le operazioni in derivati rappresentarono solo un lato della medaglia. Infatti, le scelte che provocarono direttamente l'erosione del patrimonio della banca furono l'acquisizione di Banca del Salento prima e di Antonveneta poi (1) per cifre che non corrispondevano assolutamente al loro valore reale e (2) per l'integrazione di crediti deteriorati che esposero il Monte ad un rischio esponenziale.

Dunque, è proprio con il 2008 che inizia la drammatica crisi dell'istituto senese, ma solo dal punto di vista borsistico. Infatti, mentre il titolo registra un andamento disastroso sul mercato (che cala mese dopo mese e comporta le prime svalutazioni da parte delle agenzie di rating), contemporaneamente il Gruppo comunica ottimi risultati economico-patrimoniali.

In realtà, le tattiche utilizzate dal management per "abbellire" il bilancio durarono molto poco. Infatti, le stesse perdite riappariranno solo pochi anni dopo e con un importo più che raddoppiato. Tutto ciò ha generato quattro importanti effetti:

- maggiori controlli da parte delle autorità di vigilanza;

- svalutazioni da parte delle agenzie di rating;
- perdita di fiducia da parte degli investitori;
- crollo del titolo in borsa.

3.1.e Dagli aumenti di capitale all'aiuto dello Stato

“Tra il 2008 e il 2011 la Banca d'Italia conduce dieci ispezioni presso MPS, tre delle quali aventi ad oggetto i rischi di credito e due i rischi finanziari”. In particolare, “nella seconda metà del 2009 la Vigilanza intensifica i controlli sulla liquidità del sistema bancario italiano, che comincia a presentare aspetti di criticità; in tale contesto, il vaglio delle condizioni finanziarie del gruppo MPS fa emergere operazioni strutturate su BTP a lungo termine di elevato ammontare che, date le peggiorate condizioni di mercato, determinano un forte assorbimento dei margini di liquidità” (Barbagallo, 2017).

È così che, dopo le ispezioni condotte nel 2010 (da maggio ad agosto), “la Vigilanza rafforza i controlli sulle principali aree di problematicità del Gruppo:

- rischio di liquidità, imponendo un monitoraggio giornaliero dei saldi liquidi;
- rischio sovrano, sottoponendo a costante controllo l'evoluzione del portafoglio titoli di Stato;
- rischio di tasso d'interesse, richiedendo un report periodico” (Barbagallo, 2017).

In questa fase, però, non emergono ancora prove sufficienti per effettuare segnalazioni all'Autorità giudiziaria o per predisporre sanzioni all'ente senese.

Sicuramente, viene percepita una situazione di instabilità che porta, nella seconda metà del 2010, Banca d'Italia a sollecitare Monte dei Paschi per un rafforzamento patrimoniale.

È bene sottolineare che, il periodo compreso tra il 2010 e il 2020, come riportato nella figura 15, è stato caratterizzato da ben quattro aumenti di capitale (per complessivi 18,5 miliardi di euro) che, tuttavia, non riuscirono a mitigare gli effetti che la cattiva gestione e la perdita di fiducia stavano avendo sull'istituto bancario.

In particolare, circa 6 miliardi di euro “sono stati utilizzati al fine di rimborsare i cosiddetti «Tremonti bond» e i nuovi strumenti finanziari, o altrimenti detti «Monti bond», sottoscritti dal MEF” (Camera dei deputati, 2020).

Fig. 15: Aumenti di capitale eseguiti nel periodo 2010-2020:

(Dati in mln di euro)

Aumento di capitale			
2011	2014	2015	2017
2.152	5.000	2.993	8.327

Fonte: Camera dei deputati (2020)

Guido Bastianini sottolinea che questi aumenti di capitale avevano come finalità quella di “consentire il rispetto dei vincoli regolamentari in tema di patrimonio, su cui avevano inciso le rilevanti rettifiche di valore su crediti e, più in generale, le ricorrenti perdite di esercizio” (Camera dei deputati, 2020). Infatti, riprendendo il paragrafo 1.5, gli anni presi in considerazione furono caratterizzati da un’evoluzione della regolamentazione e dal passaggio dagli accordi di Basilea II a Basilea III che, di fatto, prevedevano limiti più stringenti.

È interessante, allora, riprendere brevemente le motivazioni di ciascun aumento di capitale e riportare alcuni eventi importanti verificatesi in quegli anni:

- Aumento di capitale del 2011: venne emesso per “creare le condizioni per il rimborso dei c.d. “Tremonti bond” e anticipare l’allineamento ai più stringenti requisiti patrimoniali richiesti da Basilea III” (Camera dei deputati, 2020).

In particolare, le continue ispezioni da parte delle Autorità di vigilanza determinarono nel 2012 la sostituzione della maggior parte dei dirigenti con ruoli chiave e procedure sanzionatorie nei confronti degli stessi. Nel giugno 2012, inoltre, “MPS informa la Banca d’Italia di non essere in grado di colmare la deficienza di capitale con iniziative private ed entro i tempi previsti”. Di conseguenza, con il “D.L. n. 87/2012 del 27 giugno 2012, subentra lo Stato attraverso l’emissione di Nuovi Strumenti Finanziari (NSF) o cosiddetti “Monti bond” (Barbagallo, 2017).

Infine, nel 2013 le autorità di controllo italiane e il governo vengono stimolate anche dal Fondo Monetario Internazionale per garantire il piano di ristrutturazione del Monte e intervenire, se necessario.

- Aumento di capitale del 2014: sottoscritto per “creare le condizioni patrimoniali per (1) il riscatto parziale di nominali 3 miliardi di euro di Nuovi Strumenti Finanziari dei 4 miliardi originariamente erogati oltre interessi e oneri e accessori, (2) dotare MPS di un *buffer* di sicurezza funzionale all’assorbimento degli impatti negativi che sarebbero potuti derivare dal *comprehensive assessment*, (3) allineare MPS alla *best practice* di mercato in Italia in termini di CET 1” (Camera dei deputati, 2020).

Il 2014 è, infatti, l’anno in cui viene condotta una valutazione approfondita dei bilanci (*comprehensive assessment*) delle principali banche europee in vista della costituzione del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU). In particolare, il 26 ottobre 2014 Monte dei Paschi è bocciato dagli stress test della BCE e costretto nel 2015 ad un ulteriore aumento di capitale da 3 miliardi di euro.

- Aumento di capitale del 2015: effettuato, dunque, al fine di “creare le condizioni patrimoniali per (1) colmare gli impatti negativi derivanti dallo scenario avverso dello stress test condotto da BCE, (2) rimborsare integralmente i Nuovi Strumenti Finanziari residui, (3) creare un *buffer* addizionale ai fini del rispetto ai requisiti regolamentari richiesti dalla BCE nell’ambito dello SREP” (Camera dei deputati, 2020).

Dunque, in seguito a questo aumento di capitale, la banca rimborsa integralmente la quota residua dei Monti bond. In realtà, una parte degli interessi vengono restituiti tramite la vendita di azioni che, di conseguenza, rendono lo Stato azionista della banca.

Passa il tempo e le autorità di vigilanza (Banca d’Italia e CONSOB) continuano ad effettuare controlli approfonditi sui bilanci. Fino a quando, “l’11 dicembre 2015, la CONSOB ha accertato la non conformità delle modalità di contabilizzazione adottate dalla Banca ai principi contabili IAS/IFRS” (Apponi, 2017). In particolare, a seguito della Delibera CONSOB n. 19459 viene richiesto all’istituto senese di comunicare al mercato l’errata contabilizzazione dell’operazione Alexandria e le violazioni riscontrate a riguardo.

Segue, perciò, qualche giorno dopo un comunicato stampa in cui MPS “in osservanza a quanto disposto da Consob, provvede a fornire al pubblico le informazioni che l’Autorità di Vigilanza ha richiesto alla Banca di diffondere” (Gruppo MPS, 2015).

Nel corso del 2016 viene, poi, effettuato un nuovo stress test a livello europeo che evidenzia risultati molto negativi per l’istituto senese. Di conseguenza, “la BCE chiede a MPS l’adozione in

tempi brevi di una soluzione credibile commisurata ai problemi della banca” (Barbagallo, 2017).

Il Monte annuncia il “Progetto Charles” il quale prevedeva un aumento di capitale di 5 miliardi e la cessione dei crediti deteriorati. Purtroppo, però, “il progetto non trova compimento. MPS non riesce, infatti, a reperire sul mercato tutte le risorse necessarie al completamento dell’aumento di capitale a seguito della mancata partecipazione di un *anchor investor* che avrebbe dovuto svolgere una funzione trainante” (Barbagallo, 2017).

Il 23 dicembre 2016 la CONSOB decide di sospendere la negoziazione dei titoli MPS sui mercati finanziari “tenuto conto dell’incertezza afferente alla continuità aziendale della Banca” (Apponi, 2017).

È così che, il Governo attraverso il decreto-legge n. 237/2016 istituisce un fondo di 20 miliardi per le banche italiane in difficoltà al fine di ripristinare la fiducia nel sistema bancario. Contemporaneamente, MPS trasmette al MEF, alla BCE e alla Banca d’Italia il Piano di Ristrutturazione. Questo, verrà presentato alla Commissione Europea al fine di “verificarne la compatibilità con la normativa in materia di aiuti di Stato a favore delle banche” (Apponi, 2017) e verrà approvato dalla stessa il 4 luglio 2017.

- Aumento di capitale del 2017: “ L’intervento dello Stato ha reso necessaria l’attivazione del principio di condivisione degli oneri (*burden sharing*)”. In particolare, l’importo dell’intervento pubblico è stato approvato per 5,4 miliardi: dei quali 3,9 miliardi di euro tramite aumento di capitale e 1,5 miliardi promossi tramite offerta pubblica volontaria parziale rivolta ad investitori al dettaglio. Inoltre, “gli obbligazionisti hanno sottoscritto un aumento di capitale di 4,5 miliardi di euro eseguito tramite conversione delle obbligazioni subordinate” (Camera dei deputati, 2020).

Dunque, nel 2017 il Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) diventa il prima azionista a seguito di un’operazione di rafforzamento patrimoniale (di *burden sharing*) da 8,3 miliardi di euro. Grazie a questa operazione, il titolo MPS ritorna ad essere quotato in Borsa il 25 ottobre del 2017 dopo l’approvazione del prospetto informativo da parte della CONSOB.

Oggi l’azionista di maggioranza continua ad essere lo Stato con la partecipazione diretta del MEF, che detiene il 64,23% del capitale sociale (Fonte: sito Gruppo MPS, sezione “Azionariato”).

In conclusione, questo paragrafo si poneva l’obiettivo di ripercorrere, brevemente, la storia del Monte dei Paschi di Siena che, a causa di una cattiva gestione (*misconduct*), è stata accusata di aver manipolato il mercato (par. 1.2). In particolare, di aver diffuso informazioni non veritiere

dichiarando in bilancio alcune operazioni e nascondendone altre. Inoltre, anche in relazione ai crediti deteriorati (NPL), la banca è stata accusata di non aver effettuato un'adeguata contabilizzazione.

In realtà, dalla breve storia sopra riportata, è ragionevole affermare che la maggior parte delle scelte sono state intraprese senza un'attenta valutazione finanziaria dei rischi e degli impatti che ciascuna di esse poteva comportare sul sistema e sulla banca stessa.

Dalle acquisizioni a prezzi esorbitanti alla creazione di derivati per “camuffare” i problemi in bilancio, il caso Monte dei Paschi è stato caratterizzato da truffe, segreti e falsità.

Probabilmente il “modus operandi” del management non avrebbero avuto lo stesso impatto se non avesse avuto da sfondo la Grande Crisi (*Global Financial Crisis*, GFC) del 2008. Quello che è certo, però, è che tutte le loro scelte si sono riversate direttamente sul sistema attraverso:

1. la chiusura di filiali,
2. la soppressione di posti di lavoro e
3. la cessione di attività.

Gli azionisti hanno perso tutto quello che avevano investito, consigliati anche in quel caso da operatori che hanno messo avanti i propri interessi.

Il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco nel 2016, in merito agli scandali finanziari di quegli anni, propone l'educazione finanziaria a tutte le famiglie ed ai singoli investitori che, fidandosi dei consigli degli intermediari, hanno perso i risparmi di una vita.

Fracassi *et al.* (2017) dedicano, dunque, il loro libro agli “analfabeti funzionali” che “sono stati incolpati per essersi fidati ciecamente dei cattivi consigli delle banche, costretti in buona parte a vendere titoli di stato dai maggiori rendimenti per acquistare rischiosi bond subordinati, e che negli ultimi 7 crac bancari (Mps, Banca Etruria, Banca delle Marche, Carife, CariChieti, Veneto Banca, Banca Popolare di Vicenza) hanno visto andare in fumo 110 miliardi di euro”.

3.2 Le conseguenze per i manager MPS

Nel “Capitolo 1” abbiamo evidenziato che un indice di efficienza del mercato finanziario, del ruolo delle autorità di vigilanza e della governance aziendale è rappresentato dalle conseguenze che i manager accusati di *misconduct* subiscono.

Pertanto, risulta naturale chiedersi, in relazione alle vicende del Monte dei Paschi, se i dirigenti che hanno depauperato il patrimonio della banca hanno avuto delle ripercussioni personali. Di fatto,

l'evidenza di eventuali conseguenze ci porterebbe a dimostrare che gli studi condotti dal punto di vista accademico sono riscontrabili nella realtà e che la percezione dell'opinione pubblica per cui "mentono, imbrogliano, rubano e l'hanno fatta franca per troppo tempo" (*Fortune magazine, March 18, 2002*) sia effettivamente sbagliata.

In primo luogo, allora, è bene individuare i principali esponenti di Monte dei Paschi in due periodi così definiti:

- Fino al 2012: l'istituto senese era gestito da Giuseppe Mussari (presidente), Antonio Vigni (direttore generale) e Gianluca Baldassari (direttore finanziario).
- Dal 2012 al 2016: furono nominati Alessandro Profumo (presidente) e Fabrizio Viola (amministratore delegato). In particolare, dal 2015 al 2016 la carica di presidente fu assunta da Massimo Tononi.

Riportiamo i seguenti esponenti aziendali in quanto, negli ultimi anni, sono stati oggetto di indagini e di procedimenti penali da parte delle Procure della Repubblica di Siena e di Milano. In particolare, le principali operazioni contestate sono riconducibili:

1. all'acquisizione di Antonveneta nonché ad una serie di operazioni straordinarie effettuate in tale periodo;
2. alla non conformità sia del bilancio consolidato e d'esercizio del 2014 e sia della relazione finanziaria semestrale di giugno 2015 (Delibera CONSOB 19459/2015).

La procedura sanzionatoria venne avviata, da Banca d'Italia, nel 2012 "nei confronti degli amministratori, dell'ex Direttore Generale, dei sindaci e dei componenti del Comitato Direttivo per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni e per violazione della normativa in materia di contenimento dei rischi finanziari" (Banca d'Italia, 2013).

Gli interventi della Banca d'Italia determinarono la sostituzione della maggior parte dei dirigenti e, quindi, il passaggio dall'amministrazione Mussari-Vigni-Baldassari a quella di Profumo-Viola. In particolare, in quegli anni il coordinamento tra Banca d'Italia, CONSOB, Procura di Siena e Guardia di Finanza determinò l'avvio di indagini e di procedimenti penali che hanno messo in luce fatti non altrimenti riscontrabili (Banca d'Italia, 2013).

Guido Bastianini, durante la <<Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario>> del 22 settembre 2020, ripercorre i procedimenti giudiziari (sia civili che penali) del periodo 2008-2011 e del periodo 2014-2015.

Procedendo in ordine cronologico, il primo periodo è stato caratterizzato da ben 13 controversie civili per un *petitum* complessivo di circa 200 milioni di euro. Queste cause erano "legate principalmente ad alterazioni informative che hanno condizionato le scelte di investimento

effettuate da coloro che hanno sottoscritto e/o acquistato azioni anteriormente rispetto alla data del febbraio 2013, data nella quale venne effettuato un primo *restatement* del bilancio del Monte dei Paschi di Siena” (Camera dei deputati, 2020).

In relazione al periodo successivo (2014-2015), i procedimenti civili sono stati 18 con un *petitum* di 629 milioni di euro (che fa riferimento a tre cause in particolare, promosse dai Fondi Alken, dai Fondi York, da Coop Centro Italia e Cofin s.r.l.). Le contestazioni, in questo caso, riguardavano “alterazioni informative in merito all'operazione di aumento di capitale 2014 e 2015 (soprattutto riferite alla contabilizzazione di «Santorini» e «Alexandria») ed alla correttezza dell'informativa contabile in merito ai crediti deteriorati” (Camera dei deputati, 2020).

Per quanto riguarda, invece, i procedimenti penali del periodo 2008-2012, la Procura della Repubblica di Siena ha avviato nel 2012 una serie di indagini relative a vari tipi di reati, tra cui falso in bilancio, manipolazione del mercato e aggio per le operazioni finanziarie in derivati effettuate per coprire le perdite dovute all'acquisizione di Antonveneta.

Invece, in relazione al periodo 2014-2015, Bastianini segnala il procedimento 955/16 che “reca sullo sfondo le operazioni di aumento di capitale 2014 e 2015 e la scelta della Banca di mantenere la contabilizzazione delle operazioni «Santorini» e «Alexandria» a «saldi aperti» nonostante il *restatement* effettuato nel febbraio 2013, inerente la correzione di bilancio ai sensi del principio contabile IAS 8 del *fair value at inception* delle due operazioni” (Camera dei deputati, 2020).

Le indagini relative ai due periodi sono proseguite attraverso la procura di Milano. In particolare, tra la fine del 2019 ed il 2020, il Tribunale di Milano ha emesso ben due sentenze nei confronti dei vertici MPS.

Attraverso la sentenza n. 13490/2019 sono stati condannati Giuseppe Mussari a 7 anni e 6 mesi di reclusione, Antonio Vigni a 7 anni e 3 mesi, Gianluca Baldassari a 4 anni e 8 mesi più altri manager di MPS, 6 ex manager di Deutsche Bank e 2 ex manager di Nomura per le irregolarità nelle operazioni effettuate dalla banca senese tra il 2008 e il 2012.

Qualche mese dopo, tramite la sentenza n. 10748/2020 sono stati inoltre condannati Alessandro Profumo e Fabrizio Viola a 6 anni di reclusione per false comunicazioni sociali in relazione alla semestrale del 2015, per il reato di manipolazione del mercato e per i comunicati nel periodo compreso tra il 2013 e il 2014. Inoltre, ad entrambi è stata comminata una multa di 2,5 milioni a testa.

Dunque, in merito alle vicende sopra riportate, possiamo concludere che i manager MPS hanno subito delle conseguenze dal punto di vista normativo e personale. In particolare, hanno (1) perso il lavoro, (2) sopportato sanzioni monetarie e (3) sanzioni penali.

La situazione è cambiata, però, negli ultimi mesi. Infatti, il 6 maggio 2022, la Corte d'Appello del Tribunale penale di Milano ha assolto, in parte nel merito e in parte per prescrizione, l'ex direttore generale Antonio Vigni, l'ex presidente Giuseppe Mussari e l'ex direttore finanziario Gianluca Baldassari affermando che "il fatto non sussiste". Assolte anche Nomura e Deutsche Bank (alle quali sono state revocate le confische per complessivi 150 milioni) e tutti gli allora dipendenti imputati nel processo.

Questa sentenza, che ha ribaltato le condanne in primo grado inflitte a fine 2019, è stata definita "a dir poco curiosa" ed "estremamente deludente per i risparmiatori, che confidavano di vedere riconosciute le proprie ragioni e di poter ottenere, tutti, i risarcimenti per le operazioni condotte dalla banca" (Federconsumatori, 2022).

Eppure, lo stesso ex Direttore Generale della CONSOB Angelo Apponi ha delineato nel caso Monte dei Paschi di Siena "un quadro di attività fraudolente volte a dissimulare la reale situazione economico-finanziaria, nonché gli esiti negativi di operazioni poste in essere dall'Emittente" (Apponi, 2017). Di conseguenza, "scoprire che chi portò nel baratro la banca senese viene riconosciuto come innocente suscita un profondo sconcerto" afferma Mario Razzanelli, capogruppo di Forza Italia.

Tuttavia, questa sentenza "non rappresenta un'assoluzione di MPS né tantomeno affligge le possibilità per gli investitori di far valere i propri diritti in una causa civile", afferma Marco Delzio. Infatti, la Corte di Cassazione ha accertato, con una recente sentenza, che tra il 2008 ed il 2012 il management ha effettivamente depauperato il patrimonio della banca. Di conseguenza, "MPS non può che essere ritenuta responsabile del danno arrecato ai risparmiatori" (Delzio, 2022).

3.3 Risposte del mercato: meno innovazione più perdite finanziarie

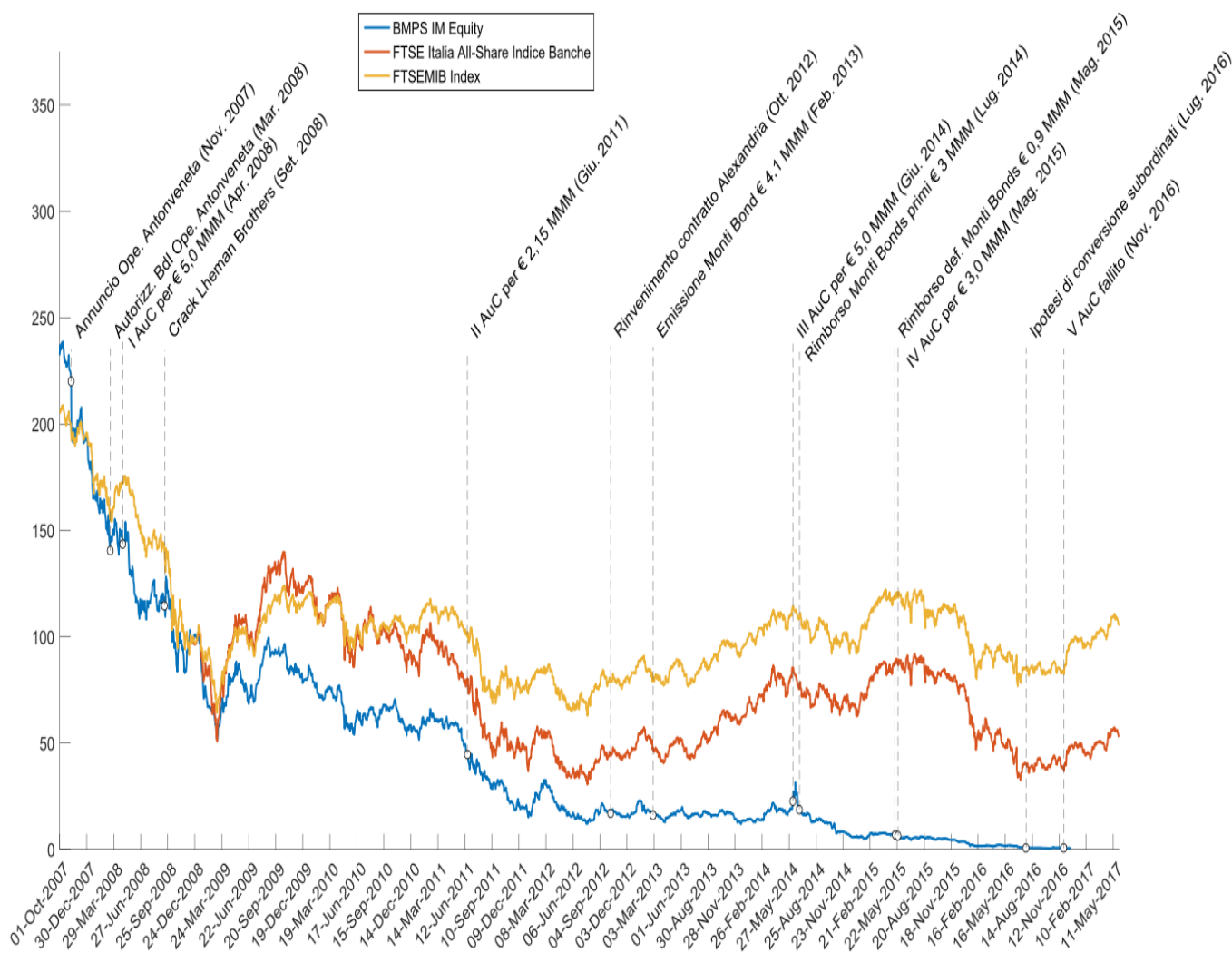
Nel "Capitolo 2" eravamo arrivati alla conclusione che la diffusione di notizie negative relative alla governance (G) generano danni reputazionali alla banca e conseguenti variazioni anomale del titolo sul mercato azionario. Questa constatazione l'abbiamo dimostrata sia analizzando l'andamento del titolo MPS negli ultimi 15 anni (par. 2.4) sia attraverso l'exkursus della storia del Monte (par. 3.1) quando affermavamo che, mentre il Gruppo riportava ottimi risultati economico-patrimoniali, il titolo registrava un andamento disastroso.

Dunque, assumendo le seguenti conclusioni come parametri di efficienza, possiamo confermare che il mercato è altamente sensibile alle informazioni che riceve.

La figura 16 illustra chiaramente l'andamento negativo del titolo nel periodo 2007-2016 e riporta

alcuni momenti salienti della crisi.

Fig. 16: Andamento dei prezzi delle azioni MPS, dell'indice FTSE MIB e dell'indice FTSE Italia All-Share banche nel periodo 1° ottobre 2007 – 27 dicembre 2016



Fonte: Apponi (2017)

In particolare, dopo 20 anni dalla sottoscrizione del derivato Santorini, 17 anni dalla sottoscrizione di Alexandria, 15 anni dall'annuncio dell'acquisizione di Banca Antonveneta e 5 anni dalla partecipazione dello Stato come maggiore azionista, il titolo Monte dei Paschi continua ad avere performance negative (fig. 17). Al 29 agosto 2022, il titolo è quotato a 0,35€ (registrando il -2,71%).

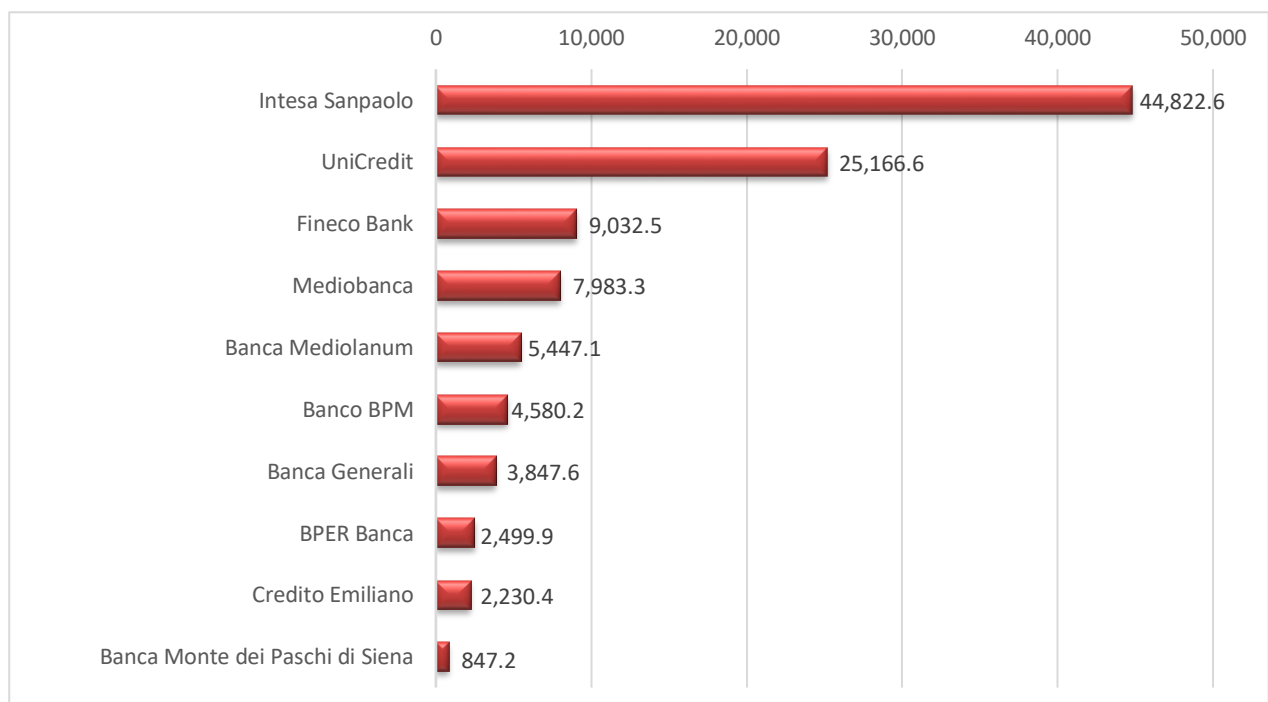
Fig. 17: Andamento prezzi delle azioni Banca Monte dei Paschi S.p.A. negli ultimi 3 mesi (giu - ago 2022)



Fonte: Yahoo Finance

Cerchiamo di analizzare, allora, come viene valutato oggi (2022) l'istituto senese (1) dal sistema finanziario e (2) dal sistema reale. In primo luogo, la figura 18 classifica le banche italiane rispetto alla capitalizzazione di mercato.

Fig. 18: Banche leader per capitalizzazione di mercato in Italia a febbraio 2022 (in milioni di euro)



Fonte: Statista (2022)

Dal grafico emerge che Intesa Sanpaolo è la banca che vale di più in Italia, seguita da Unicredit (che, comunque, vale la metà rispetto all'istituto bancario torinese).

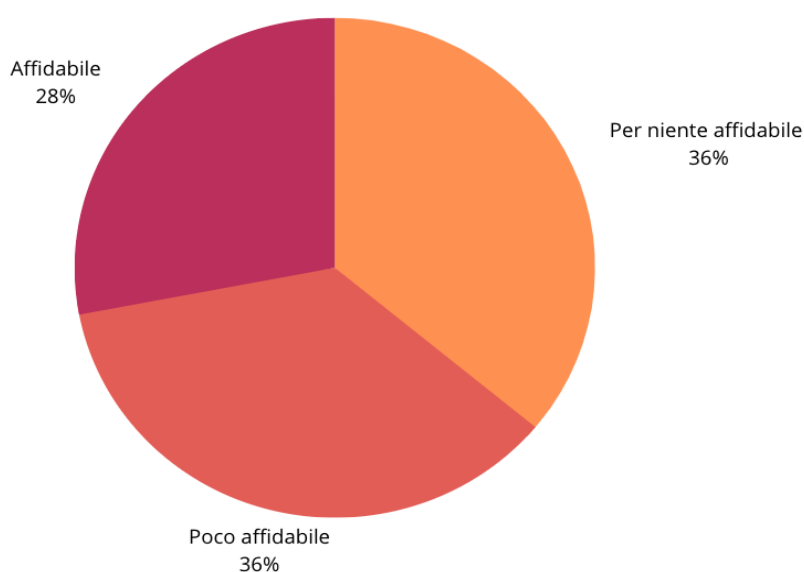
La capitalizzazione (o valore di mercato del capitale) rappresenta il prezzo di mercato del titolo moltiplicato per il numero delle azioni (dove, il prezzo di mercato non è altro che un'attualizzazione dei flussi di cassa attesi). In particolare, il *market cap* è un indice di come il mercato valuta le società e risulta molto utile per chi deve compiere delle scelte di investimento in quanto, in qualche modo, delinea le dimensioni dell'azienda e, quindi, consente un confronto più attendibile.

Nel paragrafo 3.1 avevamo evidenziato come, gli anni che seguirono la quotazione in borsa furono anni di crescita per il Gruppo Monte dei Paschi che lo videro assumere la posizione di terzo gruppo bancario in Italia. Poi, il crollo (fig. 13 e fig. 16). Infatti, mentre la capitalizzazione dei suoi competitors aumentava quella dell'istituto senese scendeva esponenzialmente. Eppure, questa è solo un'ulteriore dimostrazione di una conclusione che avevamo anticipato nel Capitolo 1, quando riportavamo che nel sistema finanziario prima o poi “tutti i nodi vengono al pettine”.

Dunque, la cattiva gestione ha impattato in modo rilevante sulla competitività dell'ente che oggi consta di un valore di mercato ancora in calo.

Il sistema reale, d'altra parte, è strettamente correlato a quello finanziario. Per comprendere le conseguenze subite dallo stesso effettuiamo un sondaggio ad un campione di 50 persone ($n = 50$). In particolare, l'obiettivo che ci poniamo è quello di capire la “percezione” che la società ha oggi dell'istituto senese.

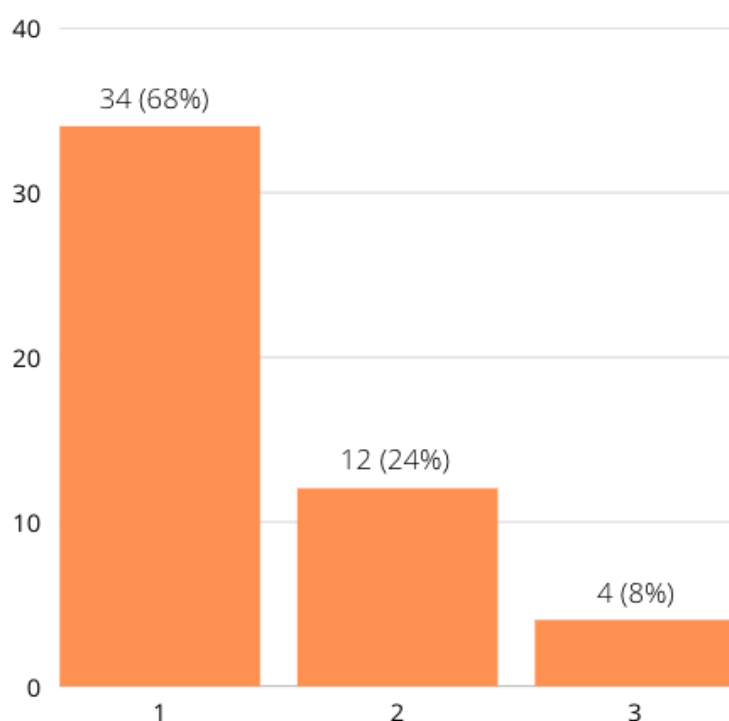
Fig. 19: Impresione dell'affidabilità del Gruppo Monte dei Paschi oggi



Fonte: Elaborazione personale dei dati

La figura 19 dimostra che il 72% non ha una percezione positiva del Monte. Solo 14 rispondenti (28%) lo hanno definito “affidabile”. Tra questi però, effettuando un’analisi più approfondita, 2 sono attuali clienti e 10 non conoscevano la storia dell’istituto senese. Di conseguenza, del campione considerato solo 2 non sono clienti del Monte dei Paschi, conoscono la storia e reputano l’istituto “affidabile”. Allo stesso tempo, questi ultimi, lo hanno definito “uno dei tanti lati oscuri della nostra Repubblica” e un “mistero”.

Fig. 20: La fiducia nei confronti di Monte dei Paschi di Siena (con 1 = “poca” e 3 = “molta”)



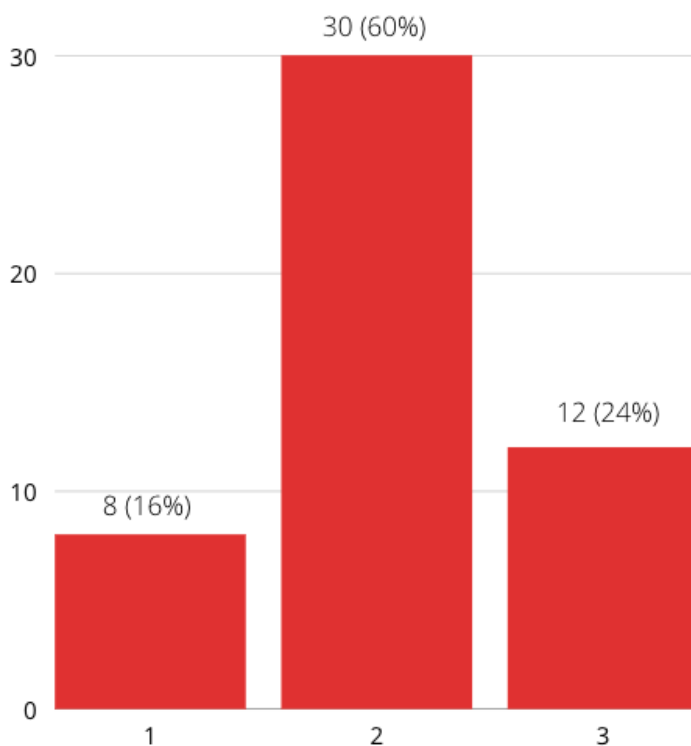
Fonte: Elaborazione personale dei dati

La figura 20 evidenzia come, in relazione al termine “fiducia” nei confronti del Monte dei Paschi (considerando il valore 1 = “poca” e 3 = “molta”), quasi il 70% ha risposto scegliendo il valore minimo e circa il 25% il valore intermedio. Tra coloro che continuano a porre fiducia nell’ente ci sono solo 4 rispondenti, nonché tra questi 2 clienti del Monte e 2 che non conoscevano la storia.

Infine, dalla figura 21 emerge che la maggior parte dei rispondenti non ha una percezione molto positiva delle banche. Infatti, il 60% di questi alla domanda «Quanta fiducia riponi nel sistema bancario?» si sono posti nell’alternativa intermedia che, in qualche modo, lascia intendere una scarsa fiducia. Solo 12 persone su 50 hanno risposto “molta”.

Questo punto è molto importante perché ci dimostra come gli scandali finanziari che hanno colpito alcune banche italiane si siano riversati non solo su queste ma anche sull'intero sistema bancario, che oggi non risulta essere più redditizio (par. 1.4). Di conseguenza, il caso Monte dei Paschi non solo ha fatto ulteriormente perdere la credibilità delle banche, ma ha contribuito al pensiero comune che le stesse svolgano unicamente i propri interessi e/o quelli dello Stato non preoccupandosi di investitori e famiglie.

Fig. 21: La fiducia nei confronti del sistema bancario (con 1 = “poca” e 3 = “molta”)



Fonte: Elaborazione personale dei dati

In conclusione, l'analisi delle risposte del sistema finanziario e del sistema reale al caso Monte dei Paschi è la dimostrazione pratica di ciò che nel paragrafo 1.4 avevamo affermato attraverso la letteratura scientifica. In particolare, abbiamo verificato che:

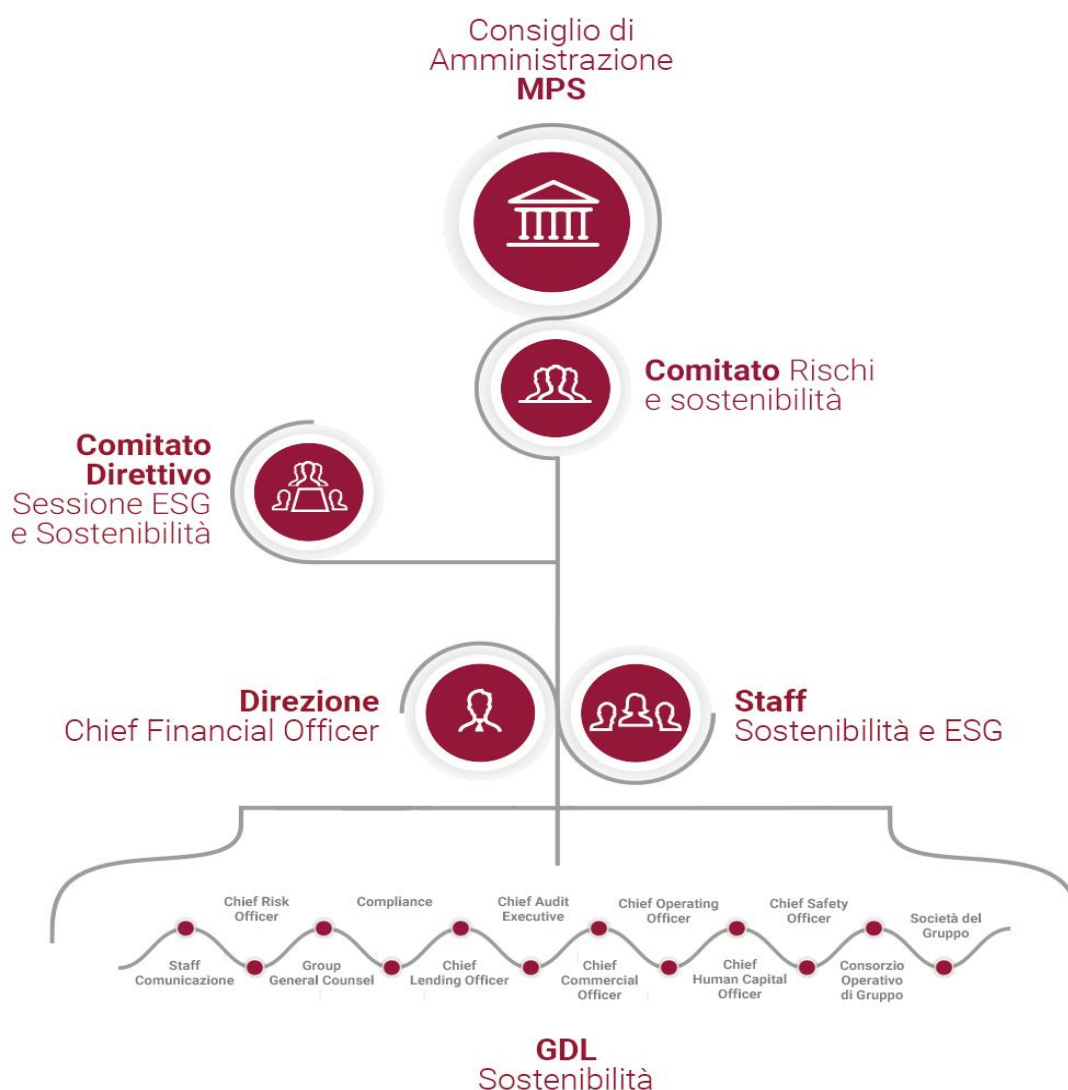
1. gli effetti di pratiche di *misconduct* sono costosi,
2. il meccanismo della fiducia nel sistema finanziario è importantissimo,
3. conseguenze negative su una banca possono innescare un effetto domino sugli altri attori.

3.4 Visione di MPS sui temi ESG

In linea con quanto evidenziato nel paragrafo 2.2.a in merito agli “interventi normativi della finanza sostenibile nel sistema bancario”, le banche per continuare ad avere un ruolo centrale devono acquisire una visione strategica nel plasmare e finanziare un futuro sostenibile.

Da questo punto di vista, banca Monte dei Paschi di Siena ha dedicato una sezione del suo sito alla sostenibilità. In particolare, oggi si parla di “governance della sostenibilità” (par. 2.1.b) ovvero di una gestione responsabile che rispetta i regolamenti e le leggi ed instaura una relazione positiva con la società e l’ambiente. La figura 22 illustra l’organigramma dell’istituto senese.

Fig. 22: Governance della sostenibilità



Fonte: sito Gruppo MPS (sezione “Sostenibilità”)

Dal grafico emergono figure pensate “ad hoc” per la creazione di un modello sostenibile. In particolare, partendo dal basso, lo “Staff Sostenibilità e ESG” collabora con il “Gruppo di Lavoro permanente sulla Sostenibilità - GDL Sostenibilità” (composto dai *Chief* di tutte le Direzioni aziendali) e riporta direttamente alla Direzione CFO. Lo scopo dello Staff è quello di:

- “indicare gli obiettivi di sostenibilità,
- valutare la coerenza delle iniziative progettuali del Gruppo in tema ESG,
- redigere la Dichiarazione non finanziaria e
- garantire il coordinamento dell’implementazione dei *Principles for Responsible Banking* UNEP - FI (visti nel par. 2.2.a) e la predisposizione dei relativi report” (sito Gruppo MPS, sezione “Sostenibilità”).

Inoltre, la Direzione *Chief Financial Officer* ha un ruolo chiave nel favorire l’integrazione dei parametri ESG nelle scelte di investimento e, più in generale, in quelle aziendali.

È prevista, infine, una specifica “Sessione ESG e Sostenibilità del Comitato Direttivo”, composta dal CEO e dai responsabili di tutte le funzioni aziendali, ed un “Comitato Rischi e Sostenibilità” che supporta il CdA nelle scelte e nella gestione dei rischi ESG.

La Governance della sostenibilità adotta come normativa interna il “Codice Etico” che “esplicita i principi guida, i valori e le regole di condotta del Gruppo che si affiancano agli obblighi di legge e regolamentari. I comportamenti che richiama sono ispirati ai più alti standard etici e professionali” (Gruppo MPS, 2022).

Per quanto riguarda la *disclosure* dell’ente nei confronti degli stakeholder, l’istituto senese ha recepito il Regolamento SFDR (2088/2019) pubblicando sul proprio sito “le schede ESG (*Environmental, Social and Governance*) per tutte le linee di Gestioni Patrimoniali in collocamento” (Gruppo MPS, 2021) e la “Dichiarazione non finanziaria” (DNF).

In relazione alla maggior attenzione della normativa al concetto di “finanza sostenibile”, la “Relazione semestrale in ambito ESG per le Gestioni Patrimoniali” (Gruppo MPS, 2021) si pone come obiettivo quello di fornire alla clientela soluzioni d’investimento che tengano conto dei temi legati alla sostenibilità e che, di conseguenza, escludano aziende/emittenti non ESG *oriented*. In particolare, come evidenziato nel Capitolo 2 gli operatori finanziari devono comunicare l’allineamento alla Tassonomia attraverso alcuni indicatori che consentano poi agli investitori di comprendere l’impatto ambientale e sociale delle attività economiche nelle quali investono o potrebbero investire. In particolare, “il report ESG consente di monitorare per ogni linea del

catalogo Gestioni Patrimoniali:

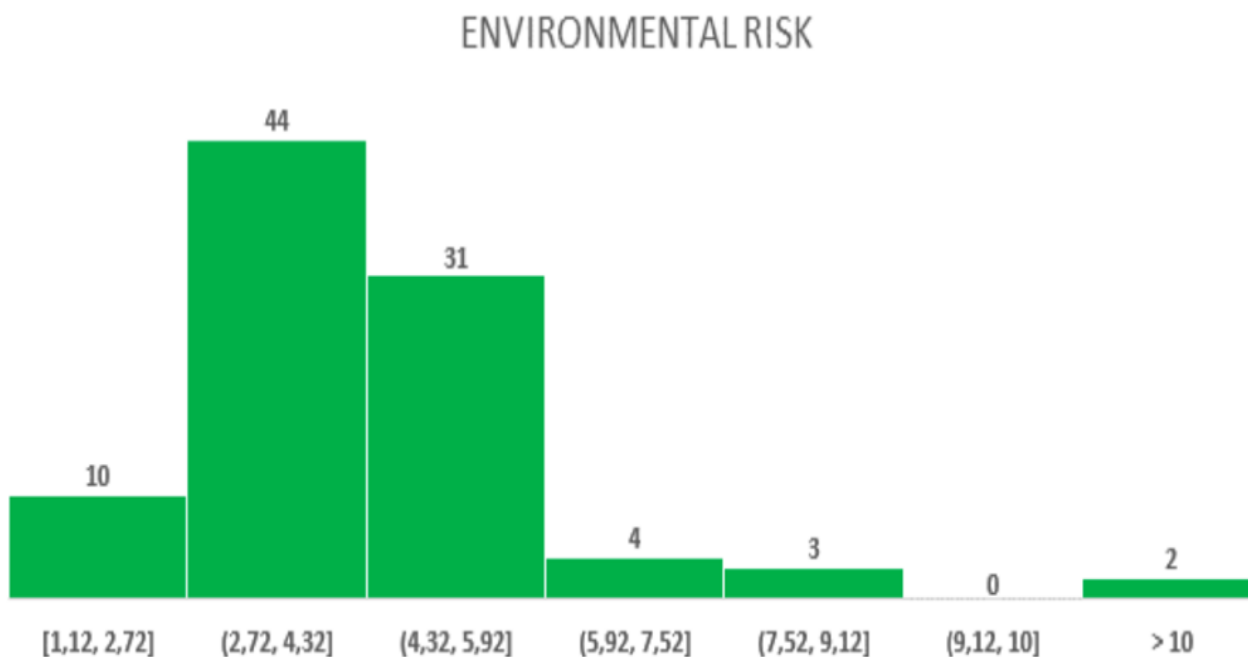
1. il numero degli strumenti e la percentuale di asset,
2. il Rating Morningstar di sostenibilità,
3. la quota (%) degli investimenti in emittenti coinvolti in attività controverse e contrari al *Global Compact* delle Nazioni Unite,
4. l'ESG *Risk Overall*,
5. la *Carbon info* e
6. un quadro di sintesi complessivo” (Gruppo MPS, 2021).

Le figure 23, 24 e 25 rappresentano rispettivamente l'indicatore *Environmental Risk Score*, il *Social Risk Score* ed il *Governance Risk Score* (ovvero “l'esposizione al rischio ambientale, sociale e di governance non gestito, dopo aver tenuto conto della gestione di tali rischi da parte di un'azienda”).

In particolare, considerando un range di misurazione da 0 a 100:

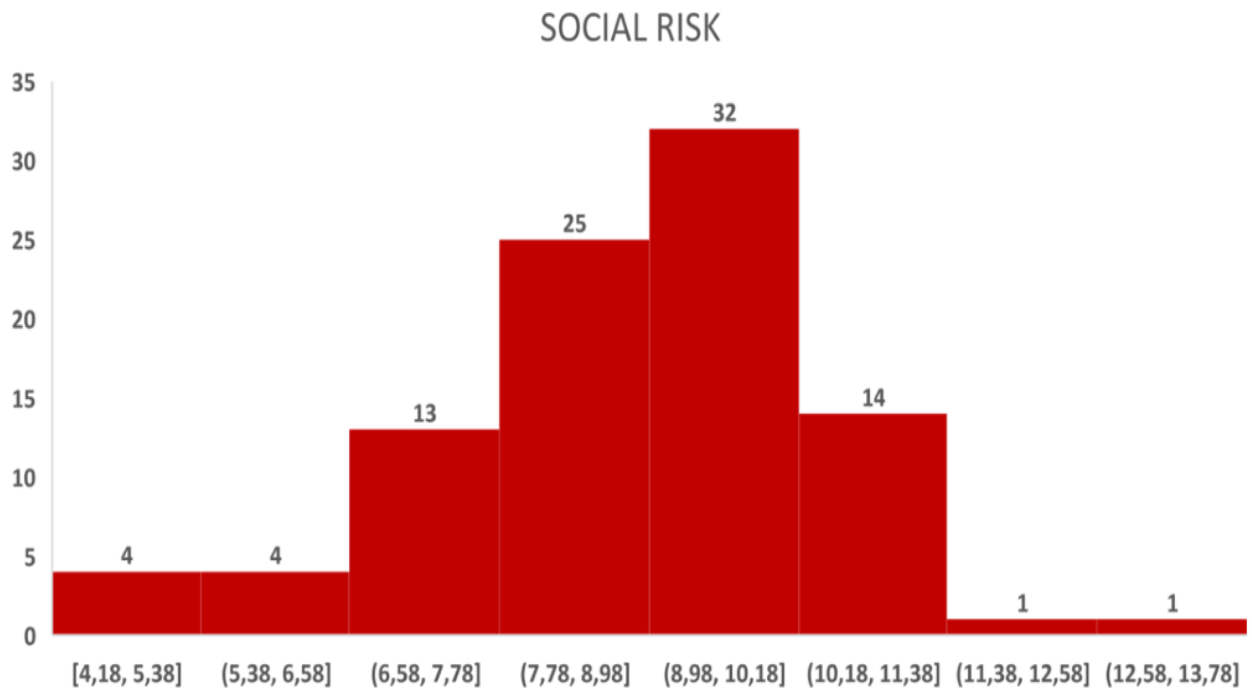
- Il rischio ambientale degli strumenti presenti nelle GP è distribuito tra 1,12 e 16,37;
- Il rischio sociale degli OICR presenti nelle GP è distribuito tra 4,18 e 13,78;
- Il rischio governance degli OICR, infine, è distribuito tra 2,93 e 13,78 (Gruppo MPS, 2021).

Fig. 23: Rischio Ambientale: *E Risk Score*



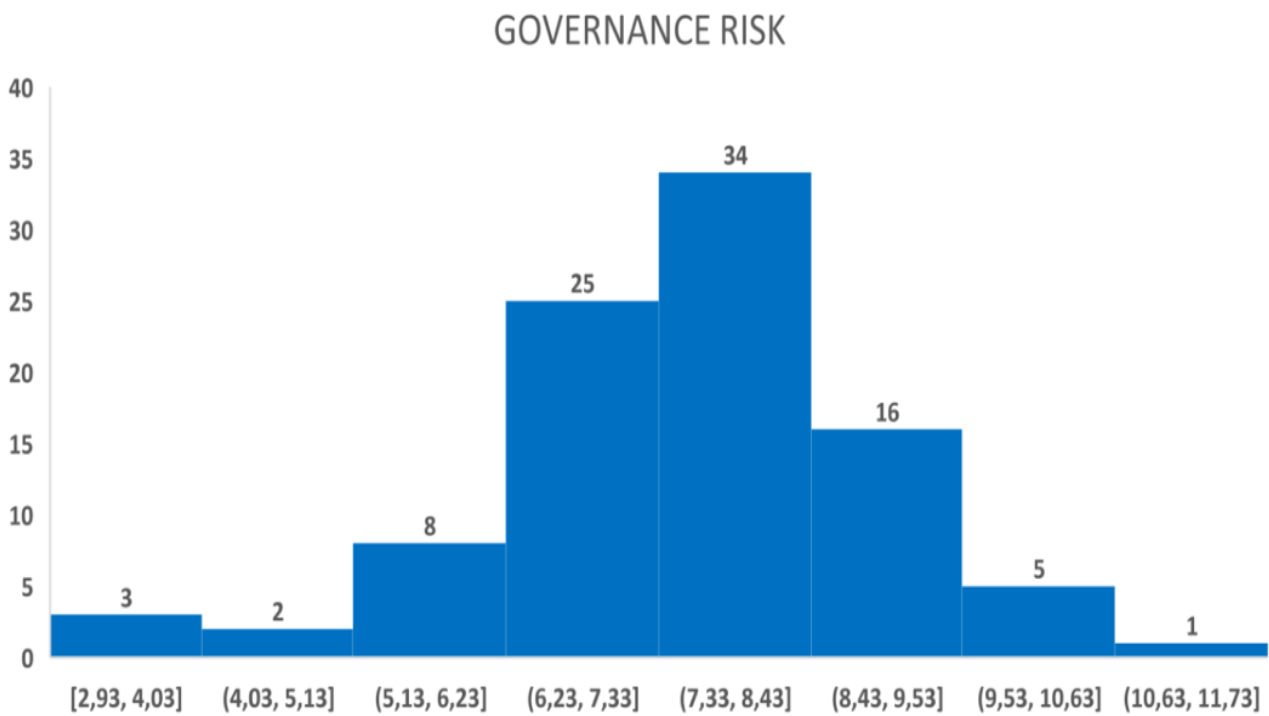
Fonte: Gruppo MPS (2021)

Fig. 24: Rischio Sociale: *S Risk Score*



Fonte: Gruppo MPS (2021)

Fig. 25: Rischio Governance: *G Risk Score*



Fonte: Gruppo MPS (2021)

Tuttavia, nonostante la forte sensibilità del Gruppo alle tematiche ESG, nel caso Monte dei Paschi la Governance (G) ha avuto e continua ad avere importanti ripercussioni. Infatti, l'istituto senese continua a subire perdite (vedi bilancio) che, nonostante i cambi di amministratori delegati, rappresentano un punto di non ritorno a performance economico-patrimoniali adeguate. È notizia recente, infatti, la comunicazione di un ulteriore aumento di capitale da 2,5 miliardi (dovrà essere approvato nel corso dell'assemblea del 15 settembre 2022) che l'associazione Buongoverno MPS definisce già “l'ennesimo bagno di sangue per i risparmiatori” e annuncia in una nota il suo voto contrario.

La storia del Monte dei Paschi risulta, in conclusione, tanto enigmatica quanto chiara. La cattiva gestione (*misconduct*) ha portato l'istituto in una crisi dalla quale sembra quasi impossibile uscire. In particolare, la mancanza di una visione di lungo termine da parte del management e l'adozione di comportamenti scorretti hanno determinato in MPS una situazione finanziaria non sostenibile e portato alla distruzione del “filo conduttore” del sistema finanziario: la fiducia nei confronti dell'ente.

CONCLUSIONI

L'analisi delle forme e degli effetti della cattiva condotta finanziaria è fondamentale perché il rischio di comportamenti scorretti determina in qualsiasi caso un costo. In particolare, quando le operazioni finanziarie sono insostenibili il sistema invece di creare valore lo distrugge. Di conseguenza, nell'ottica di uno sviluppo sostenibile, ovvero di una crescita economica che considera i bisogni delle generazioni attuali alla pari di quelli delle generazioni future, gli istituti bancari devono mantenere una buona reputazione e il sistema si deve fidare delle banche. Nel prossimo futuro è necessaria la progettazione di meccanismi che rilevino manipolazioni del mercato e/o il mancato rispetto di norme al fine di prevenire i notevoli impatti che poi si determinano sul sistema.

La componente G dei parametri ESG è particolarmente rilevante in quanto comprende la composizione dei CdA e, di conseguenza, i processi di scelta manageriale e di controllo ed i successivi comportamenti della governance aziendale. Le risorse umane sono una fonte di vantaggio competitivo e rappresentano il vero “filo conduttore” del legame che intercorre tra cattiva condotta finanziaria, parametri ESG e sostenibilità. Infatti, se i manager sono maggiormente incentivati ad ottenere profitti più elevati nel corso della loro gestione e a non preoccuparsi degli effetti di lungo termine adottano dei comportamenti, e intraprendono delle scelte, che li espongono a rischi maggiori. Questo comporta delle conseguenze rilevanti per il sistema e per gli stessi manager colpevoli. In particolare, questi ultimi perdono il lavoro e subiscono sanzioni monetarie e no. Invece, dal punto di vista sistemico si genera una crisi reputazionale nei confronti dell'ente che mina la fiducia sia nelle istituzioni finanziarie che nei mercati. Questo comporta una diminuzione degli investimenti nell'innovazione e, di conseguenza, l'impossibilità di generare un impatto positivo per l'ambiente (componente E) e per la società (componente S).

Nel sistema finanziario questo meccanismo è accentuato. Infatti, attraverso il caso Monte dei Paschi di Siena, il presente elaborato ha dimostrato che il mercato azionario è sensibile alle notizie negative e che gli scandali finanziari rappresentano un punto di “non ritorno” alle vecchie performance del titolo. La cattiva gestione dei manager MPS ha coinvolto tanti investitori e famiglie che hanno perso i loro risparmi ed ha generato una crisi sistemica che ha comportato l'intervento dello Stato italiano. Purtroppo, però, a distanza di 5 anni dalla partecipazione di

quest'ultimo come azionista di maggioranza, l'analisi condotta tramite un sondaggio (ad un campione di 50 persone) ha dimostrato che il 72% non ha tutt'oggi una percezione positiva del Monte (infatti lo reputano "poco affidabile" e "per niente affidabile"). Inoltre, il sistema (rappresentato dal campione preso in considerazione nell'elaborato) nutre una scarsa fiducia nei confronti dell'istituto senese e nel sistema bancario. Pertanto, le ulteriori conclusioni raggiunte sono state che (1) conseguenze negative su un operatore finanziario coinvolgono inevitabilmente tutti gli altri attori e (2) il settore finanziario basa il suo business sulla fiducia.

Dunque, l'aspetto che merita maggiore attenzione in un istituto bancario è la qualità della governance. Questa, infatti, consente di sviluppare una cultura interna incentrata su valori e obiettivi di lungo periodo (orientati alla creazione del valore) e capace di possedere le competenze per un futuro sostenibile.

Riferimenti bibliografici

- Alexander, C., and D.J. Cumming, 2020. *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct, and Manipulation*. Wiley Press.
- Anagnostopoulos, I., 2018. Fintech and regtech: Impact on regulators and banks. *Journal of Economics and Business* 100, 7-25.
- Aouadi, A., and Marsat, S., 2018. Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. *Journal of Business Ethics*, 151 (4) (2018), pp. 1027-1047.
- Apponi, A., 2017. MONTE DEI PASCHI DI SIENA. Intervento del Direttore Generale della CONSOB. Senato della Repubblica – Camera dei Deputati - Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario. Roma, Palazzo San Macuto. 21 novembre 2017.
- Arner, D.W., Barberis, J.N., and Buckley R.P., 2015. The evolution of FinTech: A new post-crisis paradigm? University of Hong Kong, Faculty of Law Research. Paper No. 2015/047.
- Banca d'Italia, 2009. *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, pp. 13.
- Banca d'Italia, 2013. *Principali interventi di vigilanza sul Gruppo Monte dei Paschi di Siena*. Roma, 28 gennaio 2013.
- Banca d'Italia, 2021. *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile (Occasional Paper)*, marzo 2021.
- Banca d'Italia, 2021. *Banche e diversità di genere. Evidenze dalle dichiarazioni non finanziarie delle banche italiane. La parità di genere nelle istituzioni finanziarie*, ottobre 2021.
- Banca d'Italia, 2022. *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, gennaio 2022.
- Banca d'Italia, 2022. *Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici*, maggio 2022.
- BankTrack, 2019. *No More Greenwashing: Principles Must Have Consequences*. Civil Society Statement on the new Principles for Responsible Banking.
- Barbagallo, C., 2017. Banca Monte dei Paschi. Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia - Roma, Palazzo San Macuto - Senato della Repubblica - Camera dei Deputati - Commissione Parlamentare di inchiesta sul

sistema bancario e finanziario. 22 novembre 2017.

- BCE, 2020. Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa, novembre 2020.
- Becker, G., 1968. Crime and punishment: an economic approach. *J. Polit. Econ.* 76, 169–217.
- Bertsch, C., I. Hull, Y Qi, and X. Zhang, 2020. Bank misconduct and online lending, *Journal of Banking & Finance* 116, 105822.
- Bloomberg Intelligence, 2021. “Gli asset ESG potrebbero raggiungere i 53 trilioni di dollari entro il 2025, un terzo dell'AUM globale”, 23 febbraio 2021.
- Bofinger, Y., Heyden, K.J., and Rock, B., 2022. Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking & Finance*. Volume 134, January 2022, 106322
- Bolton, P., Despres, M., Pereira da Silva, L.A., Samama, F., and Svartzman, R., 2020. The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change. Bank for International Settlements.
- Camera dei deputati, 2020. XVIII LEGISLATURA. Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario. Resoconto stenografico. Seduta n. 24 di Martedì 22 settembre 2020.
- Carney, M., 2016. Building a Resilient and Open Global Financial System to Support Sustainable Cross-Border Investment. Financial Stability Board.
- Chaly, S., Hennessy, J., Menand, L., Stiroh, K. and Tracy, J., 2017. Misconduct Risk, Culture, and Supervision. Federal Reserve Bank of New York.
- Commissione europea, 2018. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions. Action Plan: Financing Sustainable Growth.
- Commissione europea, 2018. Commission action plan on financing sustainable growth, last update 2020.
- Commissione europea, 2019. The European Green Deal sets out how to make Europe the first climate-neutral continent by 2050, boosting the economy, improving people's health and quality of life, caring for nature, and leaving no one behind.
- Cumming, D.J., Johan, S.A., Li, D., 2011. Exchange trading rules and stock market liquidity. *Journal of Financial Economics* 99(3), 651-671.
- Cumming, D.J., Dannhauser, R., and Johan, S., 2015. Financial market misconduct and

- agency conflicts: A synthesis and future directions. *Journal of Corporate Finance* 34, 150-168.
- Cumming, D.J., Ji, S., Peter, R., and Tarsalewska, M., 2020. Market manipulation and innovation. *Journal of Banking & Finance* 120, 105957.
 - Delzio, M., 2022. Mps, tutti assolti? Ma i risparmiatori hanno diritto al risarcimento. *Il Sole 24 Ore*, 26 Maggio.
 - Denning Steven, 2017. “Resisting The Lure Of Short-Termism: Kill 'The World's Dumbest Idea” in *Forbes*.
 - EBA, 2017. Final guidelines on ICT Risk assessment under SREP, 11 Maggio.
 - EBA, 2019. Eba Action Plan on Sustainable Finance, 6 dicembre.
 - EBA, 2021. Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms, 23 giugno.
 - ESG News, 2022. DWS (Deutsche Bank) indagata per “greenwashing”. 31 Maggio, 2022.
 - ESRB, 2015. Report on misconduct risk in the banking sector, June 2015.
 - Faugere, C., and Stul, O., 2021. Harmful events and misconducts in financial organizations: Human biases and root causes. *Research in International Business and Finance*, Volume 56, 101382
 - Federconsumatori, 2022. MPS: a dir poco curiosa la sentenza che assolve tutti gli imputati. Doppia penalizzati i risparmiatori, che ora dovranno restituire gli importi ottenuti a titolo di risarcimento. 8 maggio 2022.
 - Fiordelisi, F., and Ricci, O., 2014. Corporate culture and CEO turnover. *J. Corp. Finance*, 28 (2014), pp. 66-82
 - Fortune, 2022. Deutsche Bank raided by authorities over ESG ‘greenwashing’ claims: ‘We’ve found evidence that that could support allegations of prospectus fraud’. May 31, 2020.
 - Forum per la Finanza Sostenibile, 2021. Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari.
 - Fracassi, F., and Lannutti, E., 2017. Morte dei Paschi. Dal suicidio di David Rossi ai risparmiatori truffati. Ecco chi ha ucciso la banca di Siena. *PaperFIRST*.
 - Giannini, B., Loraschi, A., and Oldani, C., 2017. Gruppo Monte Paschi di Siena. *Bankpedia*, ASSONEBB.
 - Global Sustainable Investment Alliance, 2021. Global sustainable investment review 2020.
 - Greve, HR, Palmer, D, Pozner, JE, 2010. Organizations gone wild: The causes, processes, and consequences of organizational misconduct. *Academy of Management Annals* 4(1): 53–

107.

- Gruppo MPS, 2007a. Accordo tra Banca MPS e Banco Santander per l'acquisto di Banca Antonveneta. 8 novembre 2007.
- Gruppo MPS, 2007b. Accordo tra Banca MPS e Banco Santander per l'acquisto di Banca Antonveneta (2). 8 novembre 2007.
- Gruppo MPS, 2015. Bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2014 nonché relazione finanziaria semestrale 2015 di BMPS. Informazioni ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, del D.Lgs. n. 58/98. 16 dicembre 2015.
- Gruppo MPS, 2021. Relazione semestrale in ambito "ESG" per le Gestioni Patrimoniali.
- Gruppo MPS, 2022. Codice Etico del Gruppo Montepaschi. 6 luglio 2022.
- Imisiker, S., and Tas, B.K.O., 2018. Wash trades as a stock market manipulation tool. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 20, 92-98.
- Jackson, P., 2015. Risk Management Survey of Major Financial Institutions, EYG No. EK0383 1507-1575001 NY
- Karpoff, J., Lee, D.S., Martin, G.S., 2008. The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics* 88, 193-215.
- Larcker, D.F., Tayan, B., Trivedi, V. and Wurzbacher, O., 2019. Stakeholders and Shareholders: Are Executives Really Penny Wise and Pound Foolish About ESG?. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 3418389.
- Lee, M.T., and Suh, I., 2022. Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach. *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, January–April 2022.
- Li, C., Li, J., Liu, M., Wang, Y., and Wu, Z., 2017. Anti-misconduct policies, corporate governance and capital market responses: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 48, Pages 47-60.
- Merrick John J., Naik N.Y. and Yadav P.K. , 2005. Strategic trading behavior and price distortion in a manipulated market: anatomy of a squeeze. *Journal of Financial Economics*, 77 (2005), pp. 171-218.
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., and Nagati, H., 2021. The ESG–financial performance relationship: Does the type of employee board representation matter? *Corporate Governance: An International Review*, 29 (2) (2021), pp. 134-161.
- NGFS, 2020. Climate Scenarios for central banks and supervisors.
- Packard, Mark D. and Bylund, Per L., 2021. From homo economicus to homo agens: Toward a subjective rationality for entrepreneurship. *Journal of Business Venturing* 36,

106159.

- Pimonenko, T., Bilan, Y., Horák, J., Starchenko, L., and Gajda, W., 2020. Green Brand of Companies and Greenwashing under Sustainable Development Goals. *Sustainability* 12, no.4: 1679
- Porretta, P., 2021. Integrated risk management. Regole, rischi, capitale, liquidità e nuove opportunità strategiche. EGEA.
- Previtali, D., Comana, M., and Bellardini, L., 2019. The MiFID II Framework: How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry. Springer.
- Previtali, D., Carlini, F., Cucinelli, D., and Soana, M.G., 2020. Don't talk too bad! Stock market reactions to bank corporate governance news. *Journal of Banking & Finance*. Volume 121, December 2020, 105962
- PwC, 2022. ESG: vincoli e opportunità tra PNRR e Basilea IV Transizione verso una finanza sostenibile.
- Shefrin, H., 2016. Behavioral Risk Management: Managing the Psychology That Drives Decisions and Influences Operational Risk. Palgrave Macmillan.
- Sipiczki, A., 2022. A critical look at the ESG market. CEPS Policy Insights. No 2022-15, April 2022
- Statista, 2022. Banking in Italy.
- TCFD, 2017. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.
- Torelli, R., Balluchi, F., and Lazzini, A., 2020. Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions. *Business Strategy and the Environment*, 29: 407–421
- UNEP FI, 2019. Principles for responsible banking. Shaping our future.
- UNEP FI, S&P Global 2021 and member banks, 2021. Percentage of global banking assets is benchmarked to the FSB Global Monitoring Report 2021 and may fluctuate over time depending on market conditions.
- Wang, William Kai-Sheng and Steinberg, Marc I., 2010. Introduction: Insider Trading. *INSIDER TRADING*, Third Edition, Oxford University Press.
- WCED, 1987. Our common future. Brundtland Report.
- World Economic Forum, The global risks report 2022. 17th edition, 2022.
- Zingales, L., 2015. Presidential address: does finance benefit society? *J. Finance*, 70, pp.1327-1363.