

***Banche e adesione al Codice di Autodisciplina sulla Corporate Governance in tempi di crisi: compliance formale o sostanziale?***

***di Maria Luisa Di Battista<sup>\*</sup>, Paola Schwizer<sup>\*\*</sup>, Valeria Stefanelli<sup>\*\*\*</sup>***

**1. Introduzione**

Negli ultimi anni la corporate governance delle banche è oggetto di grande attenzione. Gli scenari di crisi che caratterizzano i Paesi europei hanno rivelato sostanziali carenze nei modelli di governo degli intermediari finanziari (OECD, 2009; Commissione Europea, 2010; EBA, 2011; Saccomanni, 2012). A livello internazionale, si sono quindi moltiplicati gli sforzi di istituzioni e autorità di vigilanza volti alla ricostruzione di un quadro normativo moderno ed efficiente in tema di governo societario, considerato fondamentale per sostenere la ripresa economica e la competitività nel lungo periodo.

Tra le principali linee d'intervento tracciate dalle istituzioni europee rivolte alle società quotate vi è il miglioramento della trasparenza informativa delle imprese verso il mercato (si veda, il Libro Verde sul governo societario negli intermediari finanziari e sulle politiche di remunerazione del 2010, il piano d'azione "Europa 2020" promosso dalla Commissione Europea nel 2010, il piano d'azione sul diritto europeo delle società e governo societario pubblicato dalla Commissione Europea nel dicembre 2012 e, da ultimo, la Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi ed imprese di investimento).

Le banche e le altre imprese quotate sono tenute annualmente ad illustrare al mercato, in maniera dettagliata, il proprio sistema di governo societario nel rispetto delle norme di autodisciplina contenute nei diversi Codici di corporate governance nazionali che raccomandano l'adozione di principi ispirati alle best practice nel rispetto dell'approccio "comply or explain" (introdotto nella disciplina comunitaria con la Direttiva 2006/46/CE). Come noto, tale approccio consente alle singole imprese di dichiarare la propria adesione al Codice di autodisciplina e, in ipotesi di mancata o parziale applicazione delle singole raccomandazioni, motivare tale scelta spiegandone le ragioni (cd. *freedom with accountability*).

Nella prospettiva istituzionale, una migliore disclosure in tema di governance può accrescere la reputazione della società sul mercato in quanto visibile manifestazione della qualità della gestione e del management; nel loro stesso interesse, pertanto, le società devono dare attuazione "sostanziale" alle raccomandazioni del Codice evitando il ricorso a formalismi o ad applicazioni di facciata (Assonime, 2004).

---

<sup>\*</sup> Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Cattolica del S. Cuore di Piacenza.

<sup>\*\*</sup> Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi di Parma.

<sup>\*\*\*</sup> Ricercatore in Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi Niccolò Cusano - Telematica Roma.

Le critiche raccolte dalla Commissione Europea ed evidenziate in diversi studi su imprese di altri paesi (tra gli altri, Arctot et. al., 2009; ecoDA 2012) mettono in evidenza la scarsa qualità dell'informativa aziendale sul governo societario e, in particolare, delle spiegazioni fornite dalle società che dichiarano di derogare ai principi contenuti nei Codici. La diffusione di simili comportamenti aziendali, oltre a minare l'efficacia dello stesso approccio "comply or explain", può generare un possibile processo di delegittimazione delle scelte aziendali (assunte in deroga ai principi codicistici) che può a sua volta innescare sanzioni amministrative e danni reputazionali (Lindblom 1994; Suchman, 1995).

In tale contesto, atteso che il principio "comply or explain" alla base della maggioranza dei codici europei non è in discussione (Commissione Europea, 2012), diversi Stati Membri hanno avviato consultazioni e indagini approfondite sul tema (tra gli altri, Association of British Insurers, 2012; Financial Reporting Council, 2012; Allen & Overy, 2012; de Beaufort, 2013) al fine di rilevare la qualità dell'informativa e individuare possibili soluzioni di miglioramento. Alcune indagini (ecoDa, 2012) avanzano la distinzione tra *formal compliance* e *substantive compliance*: a fronte di una adesione quasi totalitaria delle società quotate alle best practice promosse dai codici, le evidenze di una applicazione sostanziale di tali pratiche sono particolarmente deboli.

Sul fronte nazionale, l'attenzione al tema appare limitata e quasi concentrata al solo profilo di compliance "formale" ai principi del Codice di autodisciplina che caratterizzano le banche e le società quotate (Assonime, anni vari) o, più specificatamente, alle caratteristiche strutturali ed organizzative del consiglio di amministrazione delle società quotate (Board Index, Spencer Stuart, anni vari).

Le indagini sul grado di compliance "sostanziale" delle banche e delle imprese quotate appaiono al momento esigue e limitate a specifici aspetti di governance (Bianchi et al., 2010; Banca d'Italia, 2011); le verifiche empiriche si basano su metodologie di analisi di tipo manuale del testo dei singoli documenti sulla governance pubblicati, rispettivamente, da imprese quotate e banche italiane.

La presente ricerca si colloca nell'ambito della letteratura che indaga la qualità dell'informativa sul governo societario nelle imprese e si propone di misurare per gli anni più recenti, successivi allo scoppio della crisi finanziaria internazionale, il grado di "novità" e la "qualità" dell'informativa contenuta nelle Relazioni di governance pubblicate dalle banche italiane quotate. Rispetto alla letteratura esistente, la ricerca presenta un carattere di originalità in considerazione della finalità perseguita e della metodologia di analisi alla base dell'indagine empirica. Il grado di "novità" e la "qualità" delle Relazioni sul governo societario sono misurati adottando una metodologia di tipo sia manuale, al pari di altri studi già esistenti (tra gli altri, Seidl, Sanderson e Roberts, 2013), sia automatica, basata sul ricorso ad un apposito software statistico adottato, per la prima volta, nelle ricerche di analisi testuale.

I risultati dell'analisi possono essere di interesse per regulators, autorità di vigilanza ed operatori del settore bancario impegnati, rispettivamente, a promuovere e perseguire una migliore qualità dell'informativa sul governo societario nelle banche quotate - attraverso il rispetto del principio

"comply or explain" - contribuendo in tal modo al rafforzamento della stabilità, della competitività e della trasparenza delle imprese nonché della tutela degli investitori.

Le parti successive del lavoro si articolano nel modo seguente. Il par. 2 prende in rassegna la letteratura esistente sul tema e descrive l'ipotesi di ricerca sottoposta a verifica. I paragrafi 3 e 4 illustrano, rispettivamente, la metodologia e le diverse fasi in cui si articola la verifica empirica ed il campione di analisi. Il par. 5 descrive i risultati dell'indagine empirica. Il par. 6 riporta le conclusioni del lavoro e le relative implicazioni manageriali e di policy.

## **2. Review della letteratura e ipotesi di ricerca**

Il tema dell'informativa sulla corporate governance pubblicata dalle società quotate in applicazione del principio "comply or explain" è, di recente, oggetto di un ampio dibattito istituzionale a livello europeo a motivo di una contestata qualità delle informazioni rilasciate e, in particolare, delle motivazioni fornite dalle società che dichiarano di derogare, in tutto o in parte, ai principi contenuti nei Codici (c.d. "explain").

Secondo uno studio sviluppato su iniziativa della Commissione Europea (RiskMetrics Group, 2009), la complessiva qualità delle dichiarazioni sul governo societario rese dalle società che si discostano dalle raccomandazioni del codice di corporate governance è apparsa insufficiente: il 60% delle dichiarazioni non contiene alcun chiarimento circa le ragioni di tale scelta o include spiegazioni limitate o, ancora, eccessivamente generiche. Ulteriori evidenze (Arctot et. al., 2009; Commissione Europea, EU Green Paper, 2011) confermano come tali giustificazioni siano inesistenti, insufficienti o limitate ad una mera dichiarazione di mancata osservanza dei principi o, ancora, siano talvolta contraddittorie, nonostante si qualificano tra gli elementi utili per apprezzare il valore di una società da parte degli investitori. Conseguenti ulteriori critiche sono state avanzate in merito ai sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei codici di governo societario negli Stati membri (RiskMetrics Group, 2009).

Le indagini evidenziano inoltre una dicotomia tra *formal compliance* e *substantive compliance* (ecoDa, 2012): a fronte di una adesione quasi totalitaria delle società quotate alle best practice promosse dai codici, le evidenze di una applicazione sostanziale di tali pratiche sono particolarmente deboli. Del resto, le carenze nella governance emerse tra le determinanti della crisi finanziaria internazionale sembrerebbero confermare tale tesi. In quest'ottica, le indagini si spingono a raccomandare alle società quotate il rispetto di alcune linee guida nella formulazione delle aree cd. explain eventualmente contenute nella informativa sul governo societario (ecoDa, 2012; Association of British Insurers, 2012).

Si osservi peraltro che la mancata adesione ad uno o più dei principi suggeriti dal Codice di autodisciplina può testimoniare anche una maturità elevata dei modelli di governo, attestando uno sforzo di identificazione e adozione di principi di buona governance specifici in funzione delle caratteristiche istituzionali e organizzative dell'impresa (cfr. Assonime, 2012). *“Da un lato, infatti,*

*la decisione di seguire o non seguire tali raccomandazioni dovrebbe basarsi su un calcolo costi-benefici riferito al caso concreto; dall'altro, le raccomandazioni rappresentano un livello di ottimo (una best practice, appunto) e non di minimo (come accadrebbe se fossero uno standard di legge); è quindi fisiologico che esse non trovino piena applicazione presso tutte le società quotate" (Assonime, 2013, p.12).*

L'attenzione al grado di compliance sostanziale delle società quotate rispetto al dettato codicistico emerge anche dalle proposte di intervento a sostegno della qualità delle Relazioni sulla governance avanzate a livello comunitario; esse promuovono - come già avvenuto in alcuni Stati membri - l'istituzione di organismi di controllo diversi dalle autorità di vigilanza, privi di riconoscimento giuridico, con un ruolo limitato alla valutazione ed all'analisi dell'attuazione delle regole di corporate governance stabilite dalle società quotate ed agli eventuali ambiti di deroga (Commissione Europea, 2010). Anche a giudizio di alcuni autori, parrebbe quindi opportuno sostenere il ruolo di questi organismi dando loro un riconoscimento all'interno del processo "comply or explain" nelle imprese (Alvaro, Lupini, 2013). Per altro verso, si ritiene che debbano essere gli azionisti, e in particolare gli investitori istituzionali, a dover svolgere un ruolo determinante ai fini della valutazione dei contenuti della reportistica "comply or explain", essendo questa diretta principalmente agli shareholder (Schwizer, 2013).

Gli studi empirici disponibili sul tema sono concentrati, in prevalenza, sugli aspetti di compliance "formale" ai Codici di autodisciplina, mirando alla valutazione del grado di adesione societaria ai principi di *self-regulation* nel tempo (Von Werder e Talaulicar, 2006 e 2010; Akkermans et al., 2007) o alla stima del possibile impatto del grado di adesione ai codici sulle performance societarie (Alves e Mendes, 2004; Goncharov et al., 2006; Andres e Theissen, 2008).

Solo di recente, un filone di studi più analitico ha preso in esame la valutazione delle aree c.d. explain contenute nelle Relazioni sul governo societario, inquadrandole nella prospettiva della teoria della legittimità delle imprese, secondo cui esisterebbe un fittizio contratto sociale tra impresa e contesto di riferimento in base al quale il management informa il mercato delle decisioni aziendali assunte al fine di ottenerne approvazione e legittimazione (Lindblom, 1994; Suchman, 1995).

MacNeil e Li (2006) hanno esaminato le aree di non compliance riportate nelle Relazioni sulla governance dalle società appartenenti al FTSE 100 nei 12 anni dopo la pubblicazione del UK Combined Code stimandone l'impatto sull'andamento borsistico dei titoli azionari; le evidenze rilevano una sostanziale debolezza della relazione indagata. Arcot et al. (2010) indagano l'efficacia del Combined Code rispetto al precedente Codice Cadbury evidenziando come esso abbia indotto le società a rispettare in misura quasi totale il Codice e a derogare in misura davvero ridotta e limitata alle aree su cui il precedente Codice era carente. Più di recente, uno studio commissionato in ambito europeo (RiskMetrics Group, 2009) ha esaminato nel dettaglio le singole aree c.d. explain contenute nelle Relazioni prodotte dalle società quotate clusterizzandole sulla base di una tassonomia creata ad hoc, che distingue le motivazioni addotte dalle società tra: assenti, generiche, limitate, specifiche, di transizione. Infine, un'analisi più approfondita delle aree c.d. explain è riportata da Hooghiemstra e van Ees (2011), i quali, con riferimento alle Relazioni di governance pubblicate da 126 società quotate olandesi, per l'analisi delle aree c.d. explain, ricorrono ad una tassonomia di nove cluster (motivazioni legate a: precedenti accordi contrattuali societari, aggiornamento della normativa in

corso, temporaneità della scelta di non compliance, scelta societaria alternativa al principio codicistico, scelta societaria basata su policy interne alternative al principio codicistico, specificità del business aziendale, dimensione aziendale ridotta, motivi aziendali riservati, altro). I risultati dell'analisi confermano un elevato grado di compliance delle società al Codice, probabilmente nel timore che eventuali disallineamenti al dettato codicistico possano danneggiare la propria reputazione sul mercato; nei casi in cui le società decidono di distaccarsi dalle regole di autodisciplina, le motivazioni espresse sono tendenzialmente simili tra loro. In considerazione di tali evidenze, gli autori discutono l'efficacia della regola "comply or explain" nel mercato olandese auspicando interventi normativi maggiormente stringenti per la tutela degli investitori.

Nella medesima prospettiva, il recente studio di Seidl, Sanderson e Roberts (2013) analizza l'approccio "comply or explain" di 257 società quotate inglesi e tedesche, concentrandosi sull'area explain contenuta nelle Relazioni sul governo societario pubblicate nel 2006 al fine di valutare la legittimità delle diverse motivazioni espresse a sostegno delle scelte di governance aziendali. In particolare, gli autori clusterizzano le motivazioni del parziale o totale distacco dai principi del rispettivo Codice di autodisciplina ricorrendo a tre macro-categorie (insufficienti, legate alle specificità aziendali o a problematiche nella implementazione dello stesso principio codicistico disatteso), a loro volta suddivise in ulteriori complessive dodici sotto-categorie (ad esempio, nella macro-categoria che individua le motivazioni insufficienti, si distingue tra i casi di non-compliance temporanei e permanenti). Sulla base di tali evidenze, essi descrivono la diversa legittimità delle scelte di non-compliance formulate dalle società inglesi e tedesche riportando le modalità applicative dell'approccio "comply or explain" nei due Paesi indagati.

Sul fronte nazionale, l'attenzione al tema appare limitata e quasi concentrata al solo profilo di compliance "formale" ai principi del Codice di autodisciplina che caratterizza le banche e le società quotate. Gli studi disponibili, infatti, sono prevalentemente di tipo istituzionale e rilevano - da diversi anni - lo stato di adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (Assonime, anni vari) o, più specificatamente, le caratteristiche strutturali ed organizzative del consiglio di amministrazione delle società quotate (Board Index, Spencer Stuart, anni vari). Emerge peraltro come gli intermediari finanziari abbiano compiuto notevoli progressi nel rispetto delle best practice promosse dal Codice di autodisciplina: le analisi Assonime (anni vari) rivelano, infatti, una adesione pressoché totalitaria del settore, al pari delle società non finanziarie. Ad esempio, nel 2011, il 95% del campione ha dichiarato di adeguarsi alle norme del Codice; le applicazioni parziali delle norme riguardano solo poche società e attengono, ad esempio, alla organizzazione dei comitati interni, alla nomina dei Lead Independent Director, al processo di board evaluation (Assonime, 2012).

Le indagini sul grado di compliance "sostanziale" delle banche e delle imprese quotate appaiono invece esigue e limitate a specifici aspetti di governance come, ad esempio, l'adozione dei principi di autodisciplina sulle operazioni con parti correlate nelle società quotate (Bianchi et al., 2010) e, di recente, l'adozione delle disposizioni in materia di governo societario emanate dalla Banca d'Italia (Banca d'Italia, 2011); entrambe le verifiche si basano su indagini empiriche condotte con metodologie di analisi di tipo manuale del testo riportato nei singoli documenti sulla governance pubblicati, rispettivamente, da imprese quotate e banche italiane.

In tale quadro, la presente ricerca si propone di misurare il “grado di novità” e la “qualità” dell’informativa al mercato contenuta nelle Relazioni di governance delle banche italiane quotate. L’analisi si riferisce agli anni 2010-2012, periodo successivo allo scoppio della crisi internazionale e nel quale la maggiore attenzione alle tematiche di governance da parte dei regulators si è già ampiamente manifestata. La ricerca prende avvio dalle seguenti domande: le Relazioni di governance delle banche italiane diffondono nuova informativa al mercato? E, indipendentemente dal grado di novità contenuto nelle Relazioni, come può essere considerata la qualità dell’informativa diffusa? In che modo può essere valutata l’applicazione dell’approccio *comply or explain* nel contesto italiano dopo aver apprezzato il grado di “compliance sostanziale” e le motivazioni alla base della mancata applicazione dei principi di autodisciplina? In definitiva, in che modo le banche italiane quotate applicano l’approccio “*comply or explain*” nei confronti del mercato?

L’efficacia del principio “*comply or explain*” si fonda, da un lato, su un adeguato livello di informativa al mercato (per ciò che attiene l’adozione e la “non adozione” concreta delle raccomandazioni di autodisciplina) e, dall’altro, su un’attenta valutazione da parte del mercato circa la legittimità e la correttezza delle scelte societarie in entrambe le aree, quella di *comply* e quella di *explain*, così da poter tradurre valutazioni di scarsa conformità al codice in sanzioni economiche e reputazionali per la stessa società. La trasparenza informativa sul fronte della governance societaria, in altri termini, è di fondamentale importanza affinché il mercato possa adeguatamente valutare l’efficacia e la legittimità delle scelte aziendali e possa creare un meccanismo automatico di penalizzazione per le banche più rischiose e di incentivazione dei comportamenti virtuosi.

Ove dai risultati dell’analisi emergessero evidenze di limitata compliance sostanziale e carenze nella qualità/legittimità delle motivazioni di non-compliance (*explain*), si evidenzerebbe, in definitiva, la necessità di rafforzare i meccanismi di controllo sull’applicazione dell’approccio “*comply or explain*” da parte delle istituzioni e del mercato.

### **3. Metodologia di analisi**

La prima parte della verifica empirica è finalizzata ad apprezzare il grado di novità dell’ informativa al mercato diffusa dalle banche italiane quotate mediante le Relazioni sulla corporate governance.

La verifica consiste nella valutazione del grado di similarità “interna” ed “esterna” del testo delle Relazioni redatte dalle banche del campione nel triennio 2010-2012, rispetto ad altri testi prodotti dalla stessa banca o anche da fonti esterne al campione, ugualmente disponibili in rete.

Il complessivo Indice di similarità “interna” della banca è stato calcolato attraverso la media aritmetica dei due seguenti indici relativi al triennio 2010-2012:

- a. Indice di similarità del testo contenuto nelle Relazioni sul governo societario pubblicate dalla medesima banca nel periodo osservato;
- b. Indice di similarità tra il testo delle Relazioni sulla corporate governance prodotte dalla singola banca ed il testo di altri documenti societari interni alla banca (Statuto, Codici etici, Bilancio, Bilancio Ambientale, Relazione sulle remunerazioni, etc.).

Il complessivo Indice di similarità "esterna" della banca è stato calcolato attraverso la media aritmetica dei due seguenti indici relativi al triennio 2010-2012:

- c. Indice di similarità "istituzionale" tra il testo contenuto nelle Relazioni sul governo societario prodotte da ciascuna banca ed altri documenti esterni alla banca (Codice di Autodisciplina sulla Corporate Governance, Format della Relazione sulla corporate governance emanato da Borsa Italiana, normativa di vigilanza, news e comunicati di Borsa Italiana, etc.);
- d. Indice di similarità "societaria" tra il testo delle Relazioni sul governo societario prodotte dalla singola banca ed il testo di altre Relazioni sul governo societario presenti in rete (anche redatte da società non appartenenti al campione).

I 4 indicatori sono stati successivamente ponderati per la relativa lunghezza del testo (numero di parole), in modo da normalizzare il risultato finale.

La metodologia di analisi applicata nel calcolo dei suddetti indicatori è di tipo automatizzato. Il grado di similarità del corpus testuale contenuto nelle Relazioni è ottenuto ricorrendo ad un software statistico di rilevazione del plagiarism, Compilatio.net (Compilatio SAS) che, sulla base della nostra conoscenza, è applicato per la prima volta a fini di ricerca; tale software consente di identificare eventuali casi di similarità tra più documenti, mediante il confronto tra il corpus testuale del testo esaminato e la moltitudine di testi disponibili in rete o archiviati in una c.d. biblioteca di fonti creata ad hoc per la valutazione.

La verifica testuale condotta dal software genera, per ogni documento esaminato, un rapporto di analisi in cui si individuano, analiticamente, le similitudini tra il testo esatto del documento sottoposto a verifica e quello (simile) rilevato in altre fonti disponibili in rete. Il rapporto di analisi prodotto da Compilatio.net distingue i casi di similitudini c.d. certe, da quelle probabili, ovvero generate a seguito di un ordine casuale delle parole riportato nei documenti sottoposti a confronto; in tal modo, esso rileva il grado di similitudine tra il documento, considerato in singole parti o nella sua interezza, ed altre fonti pubblicate in rete o selezionate dal valutatore.

Le misure di similarità (certa) costruite vengono rilevate dallo stesso software ed espresse in percentuale (da 0% a 100%). Nella logica sottostante la costruzione degli indicatori, a percentuali crescenti corrispondono crescenti gradi di similarità tra i documenti societari esaminati che, indirettamente, si presume evidenzino un limitato grado di novità ed originalità dei documenti societari rivolti al mercato.

I risultati così ottenuti sono analizzati ricorrendo al calcolo dei primi momenti degli indicatori mediante STATA Vers.11 (statistiche descrittive, analisi di correlazione e t test di differenze tra medie), al fine di rilevare le caratteristiche del fenomeno indagato e le possibili tendenze nel campione.

La seconda parte della verifica empirica sviluppa una prima analisi dell'efficacia dell'approccio "comply or explain" attraverso una valutazione manuale del testo delle Relazioni pubblicate dal

campione nel 2012, volta ad evidenziare se e quanto le banche hanno privilegiato un approccio “comply - come / non comply – perché”; tale approccio, ricordato anche nel format di Borsa italiana, è coerente sia con l'impostazione del Codice di autodisciplina del 2006 (confermata nell'ambito dei Principi guida dell'edizione 2011), sia con il dettato dell'art. 123-bis del TUF che richiede di indicare, nella relazione annuale, le informazioni riguardanti “le pratiche di governo societario *effettivamente* applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari” (corsivo nostro).

L'analisi manuale sulla compliance ha riguardato la verifica di alcuni aspetti di funzionamento del Consiglio e dei suoi Comitati; non si sofferma quindi sugli aspetti di struttura e organizzazione della società, peraltro ampiamente coperti dalle analisi di Assonime. L'analisi parte dalla convinzione che, come ricordato nel format di Borsa Italiana, “*l'interesse del mercato si rivolge non solo e non tanto al fatto, in sé, che una determinata raccomandazione sia stata recepita dall'emittente, quanto piuttosto alle modalità attraverso le quali è avvenuto tale recepimento*”.

Nel dettaglio, l'analisi manuale si è proposta di quantificare la presenza nelle Relazioni di informazioni qualitative sul funzionamento del Consiglio e dei suoi comitati attraverso l'individuazione di alcuni profili per il quale il Codice prevede una descrizione specifica di ciò che la società ha fatto nello specifico anno; sono stati individuati ed esaminati i 16 profili di seguito elencati:

**A) Emittente**

- 1) Elementi ritenuti qualificanti del sistema di governo societario adottato.
- 2) Informazioni di carattere generale, ad esempio sulla *mission* e sulla responsabilità sociale dell'Emittente.

**B) Cumulo massimo agli incarichi ricoperti in altre società**

- 3) Descrizione dei criteri generali circa il numero massimo di incarichi di amministrazione e di controllo in altre società che può essere considerato compatibile con un efficace svolgimento del ruolo di amministratore dell'Emittente, tenendo conto della partecipazione dei consiglieri ai comitati costituiti all'interno del Consiglio.

**C) Amministratori indipendenti**

- 4) Specificazione dei criteri di valutazione concretamente applicati.
- 5) Riunioni degli amministratori indipendenti.
- 6) Presenza di LID.

**D) Induction Programme**

- 7) Descrizione delle iniziative di partecipazione degli amministratori successivamente alla nomina e durante il mandato, volte a fornire loro un'adeguata conoscenza del settore di attività in cui opera l'Emittente, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, nonché del quadro normativo di riferimento.

**E) Funzionamento del Consiglio**

- 8) Modalità di svolgimento delle riunioni consiliari (al di là di numero e durata)
- 9) Illustrazione dell'iter di valutazione seguito per l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'Emittente predisposto dagli amministratori delegati, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.
- 10) Illustrazione dei criteri generali per individuare le operazioni che abbiano un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per l'Emittente stesso.



#### ***F) Autovalutazione del board***

- 11) Breve descrizione dell'esito della valutazione, anche con riferimento alla componente rappresentata dagli amministratori indipendenti.
- 12) Breve presentazione delle modalità di svolgimento del processo di valutazione, indicando, tra l'altro, i criteri (dimensionali, qualitativi, etc.) utilizzati e l'eventuale utilizzo di consulenti esterni.
- 13) Nel caso in cui il Consiglio si sia avvalso dell'opera di consulenti esterni ai fini dell'autovalutazione, informazioni sugli eventuali ulteriori servizi forniti da tali consulenti all'Emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso.
- 14) Indicazione in merito al fatto che Consiglio, tenuto conto degli esiti della valutazione, ha espresso agli azionisti, prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in Consiglio sia ritenuta opportuna.

#### ***G) Funzionamento dei Comitati***

- 15) Funzionamento del Comitato nomine e attività svolta (al di là di numero di riunioni e durata).
- 16) Funzionamento del Comitato controllo e rischi e attività svolta (al di là di numero di riunioni e durata).

Per ciascun aspetto è stato verificato se esso è stato trattato all'interno della Relazione. Per ciascuna banca è stato calcolato un punteggio da 0 a 16 ed espresso in percentuale del punteggio massimo. Si è attribuito il valore 1, in caso di informazioni esaustive e funzionali alla comprensione delle modalità di svolgimento delle singole attività individuate. In caso contrario, si è attribuito valore 0.

Da ultimo, è stata condotta una verifica sulla natura e sulla legittimità della regola "explain" contenuta nelle Relazioni sul governo societario pubblicate nel 2012. Anche questa parte della verifica si basa su una metodologia di analisi di tipo manuale, già adottata in altri recenti lavori (Seidl, Sanderson e Roberts, 2013). Per ciascuna banca sono state rilevate le singole aree di non conformità rispetto al Codice, che sono state successivamente classificate in due categorie, "adeguate" e "non adeguate", sulla base di una valutazione rispetto alla coerenza tra le caratteristiche aziendali e le finalità espresse dal Codice nei rispettivi criteri applicativi.

I risultati dell'analisi complessiva permettono di esprimere una prima valutazione comparata della qualità dell'informativa sulla governance rivolta al mercato e di formulare un giudizio sull'efficacia dell'applicazione del principio "comply or explain" da parte delle banche italiane quotate.

## **4. Campione e dati**

Il campione è composto dalle banche italiane quotate su Borsa Italiana nell'anno 2011 e dalle relative Relazioni sulla Corporate Governance pubblicate nel triennio 2010-2012 e disponibili in rete. Nel complesso, si tratta di 24 banche<sup>1</sup> osservate nel triennio e di 70 Relazioni di corporate governance (considerando 2 casi di delisting avvenuti nel periodo di indagine)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Le banche appartenenti al campione sono le seguenti: Banca Carige, Banca Finnat, Banca Generali, Banca Ifis, Banca Intermobiliare, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Spoleto, Banca Profilo, Banca Desio e Brianza, Banco di Sardegna, Banco Popolare, Credito Artigianato, Credito Bergamasco, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Banca Intesa-SanPaolo, IW Bank, Mediobanca, Unicredito Italiano, Unione di Banche Italiane.

<sup>2</sup> I valori mancanti di una banca sono stati sostituiti con la media aritmetica dei valori esistenti relativi alla medesima banca.

Accanto al corpus testuale contenuto nelle Relazioni sulla corporate governance prodotte dal campione nel triennio 2010-2012, nell'analisi sono stati considerati (ed inseriti nella biblioteca ad hoc del software) ulteriori documenti, quali il Codice di Autodisciplina per le società quotate anno 2008 (con aggiornamento sulle remunerazioni del 2010) ed il Format per la Relazione sul governo societario prodotto da Borsa Italiana (anni 2008 e 2010), oltre agli altri testi disponibili in rete e rilevati automaticamente dal software Compilatio.net.

Il campione di banche indagato è analogo a quello adottato da Assonime (2012), pertanto, i risultati delle rilevazioni ottenuti nel presente lavoro possono essere confrontati, seppur in via approssimativa e con le opportune cautele, con le rilevazioni di compliance formale riportate da Assonime (2012) per il settore finanziario.

## **5. Risultati**

### *5.1. Il grado di novità della informativa societaria in materia di governance*

Il corpus testuale contenuto nelle Relazioni sulla corporate governance ed esaminato nella verifica empirica è composto, in totale, da 1.909.828 parole; nel triennio di osservazione, la lunghezza delle Relazioni pubblicate dal campione si dimostra crescente, con un numero medio di parole nel 2010 pari a 24.209, nel 2011 pari a 25.660 e nel 2012 pari a 29.707. Tenendo conto della dimensione della banca<sup>3</sup>, il grafico 1 riportato in Appendice evidenzia che, nel triennio, la lunghezza della Relazione sulla corporate governance (in termini di numero di parole) redatta dal campione appare tendenzialmente crescente al crescere della dimensione e, quindi, della complessità organizzativa della banca.

I risultati ottenuti nell'analisi successiva evidenziano tuttavia come alla maggiore corposità delle Relazioni prodotte nel tempo non corrispondano nuove informazioni societarie comunicate al mercato. I dati annuali relativi all'Indice di similarità tra le Relazioni sul governo societario (a parità di banca), infatti, dimostrano come i documenti siano tendenzialmente sempre più simili tra loro da un anno all'altro (considerando il 2010 come anno base): l'indice medio varia dal 21,61% nel 2010, al 22,23% nel 2011 e si attesta al 24,87% nel 2012.

La tabella 2 riportata in Appendice espone i risultati della prima parte dell'analisi empirica. Complessivamente, le Relazioni sul governo societario pubblicate dal campione nel triennio 2010-2012 dimostrano un grado di similarità interna più elevato rispetto alla similarità esterna (37,37% contro 12,54%). Nel triennio osservato si rileva che l'informativa sul governo societario non fornisce sostanziali novità al mercato (è per circa il 50% identica ad informazioni aziendali già pubbliche e disponibili in rete); tale comportamento appare quasi omogeneo a livello campionario, atteso che le distribuzioni dei valori di similarità interna ed esterna presentano una variabilità contenuta in termini di deviazione standard (rispettivamente, pari al 12,47% ed al 9,12%).

---

<sup>3</sup> La dimensione della banca è valutata in base alla classificazione adottata dalla Banca d'Italia, che distingue tra Maggiori, Grandi, Medie e Piccole (cfr. Relazione annuale della Banca d'Italia, anno 2012).

L'Indice di similarità interna si dimostra molto più elevato rispetto a quello esterno. Il grado di "novità" complessivo delle Relazioni sul governo societario relativo al triennio osservato è in media del 50% (mediana 48,17%) ed assume un valore minimo pari al 23,26% e massimo pari all'81,93%. L'analisi per quartili della distribuzione campionaria evidenzia che, nel 50% dei casi, l'Indice di similarità interna delle banche e quello di similarità esterna sono pari, rispettivamente, al 36,97% ed all'8,93% nel triennio osservato.

A livello analitico, l'Indice di similarità interna del campione appare determinato in misura prevalente dall'Indice di similarità tra le Relazioni sul governo societario osservate a parità di banca: la media della distribuzione dei valori del campione è pari a 57,76%, con valore minimo pari a 26,09% e valore massimo che raggiunge l'86,03% nel triennio osservato; l'Indice di similarità tra Relazioni di governance e documenti interni pubblicati dalla stessa banca appare più contenuto, mediamente pari a 16,98%, con una variabilità della distribuzione del 20,40%, che arriva ad un valore massimo pari a 86,69%. Ciò significa che le banche tendono a replicare, da un anno all'altro, il testo della Relazione, richiamando spesso le informazioni contenute in altri documenti societari interni (quasi sempre lo Statuto), senza apportare modifiche di rilievo – fatto salvo l'aggiornamento dei dati – o descrizioni via via più esaustive e complete del funzionamento del sistema di governance.

Con riferimento alla similarità esterna della banca, i dati dimostrano una "dominanza" dell'Indice di similarità istituzionale delle Relazioni sul governo societario, rappresentato dal caso in cui l'informativa aziendale riprende, in parti significative, il testo di documenti normativi e pubblici (quali, Codice di Autodisciplina, Format della Relazione, normativa di vigilanza bancaria, documenti pubblicati da Borsa Italiana); tale valore si attesta, in media, sul 22,90%, con un minimo di 3,21% e un massimo pari a 52,19%. L'Indice di similarità tra Relazioni sulla governance pubblicate dal campione e quelle di altre società appare invece più contenuto, mediamente pari al 7,90%, con un valore massimo che non supera il 31,74%. Non sembrano quindi esservi modelli di riferimento all'interno del settore, cui le diverse banche possano ispirarsi, ma sembra prevalere quasi una fedeltà dei testi alle linee guida emanate da Borsa Italiana.

Osservando il campione in termini dimensionali, le banche piccole evidenziano una media dell'Indice di similarità interna leggermente più elevata rispetto alle altre (39,71%, contro il 34,11% delle banche maggiori, il 34,21% delle banche grandi ed il 37,35% delle banche medie). A conferma, l'indice di correlazione di Spearman tra la dimensione della banca (rilevata in termini di totale attivo del 2011) e l'Indice di similarità interna della banca si dimostra negativo, seppure per un valore contenuto (-0,09, con un livello di significatività statistica del 10%).

Le distribuzioni dei valori degli Indici di similarità interna ed esterna delle banche, distinte per dimensione, sono state sottoposte a test di verifica sulle differenze tra le medie. In particolare, i test sono stati condotti "accorpendo" la distribuzione dei valori delle banche maggiori con le banche grandi e la distribuzione dei valori delle banche medie con quella delle banche piccole mediante la media aritmetica dei valori del triennio 2010-2012. I risultati esposti nella tabella 2 in Appendice dimostrano come il campione si comporti diversamente in base alla dimensione aziendale. Nel dettaglio, le banche di dimensioni più piccole presentano un Indice di similarità interno medio pari

al 38%, più elevato delle banche di dimensioni più grandi con un livello di significatività statistica del 5% (si veda tabella 2.A); allo stesso modo, le banche di dimensioni più piccole presentano un Indice di similarità esterno medio pari al 14%, più elevato delle banche di dimensioni più grandi, con un livello di significatività statistica del 5% (si veda tabella 2.B). Ne deriva che, il valore medio del campione relativo agli Indici di similarità interna ed esterna delle Relazioni sul governo societario sintetizza, in realtà, comportamenti societari differenti in relazione alla dimensione aziendale nel triennio osservato.

In definitiva, il grado di innovazione delle Relazioni sul governo societario pubblicate dal campione nel triennio 2010-2012 si dimostra ridotto: le banche sembrano replicare, da un anno all'altro, il medesimo testo del documento, limitandosi a descrizioni meramente strutturali del sistema di governo e riprendendo anche parte dei riferimenti contenuti in altri documenti societari interni (di solito, lo Statuto, il Bilancio sociale ed il Codice etico); tale risultato sembra essere più accentuato nelle banche di piccole dimensioni che, in virtù della loro appartenenza ad un gruppo, riportano spesso, nei propri documenti, il medesimo testo dei documenti pubblicati dalla holding o da altre società del gruppo. Di conseguenza, il quadro di questa prima parte dell'analisi lascia trasparire l'opportunità di un maggiore impegno delle banche nella predisposizione di una informativa sul governo societario dettagliata e sempre più analitica rispetto all'andamento della operatività aziendale nel tempo.

## *5.2 Comply or explain: dalla forma alla sostanza*

I risultati relativi alla misurazione della disclosure sulla compliance sostanziale sono riportati nella tabella 3. Il grado di informativa al mercato sul funzionamento effettivo del Consiglio e dei suoi comitati si attesta in media al 30%, la mediana è pari al 50%. Inoltre, anche nei casi in cui il profilo viene trattato, generalmente esso è sviluppato in modo che nella grande maggioranza dei casi è molto sintetico e non permette un pieno apprezzamento da parte del mercato. Per ciascuno dei 16 profili almeno la metà del campione non rilascia informazioni specifiche; i profili meno toccati sono, a ben vedere, quelli meno regolamentati dalla normativa e in particolare l'evidenziazione delle specificità del modello di governance adottato (punto 1), l'illustrazione dei processi seguiti per alcuni aspetti di governance, ad esempio valutazione dell'indipendenza (punto 4), l'iter di valutazione seguito per l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (punto 9), i criteri generali seguiti per individuare le operazioni che abbiano un significativo rilievo strategico (punto 10). Da ultimo vi è scarsa informativa sulle modalità di svolgimento delle riunioni consiliari (al di là di numero e durata riunioni e frasi di rito, quali ad esempio ampio dibattito all'interno delle riunioni consiliari) (punto 8). In conclusione, sembrerebbe che possano esservi ampie aree di miglioramento della compliance sostanziale, quanto meno nella disclosure degli aspetti di compliance esaminati nell'analisi. Una maggiore disclosure su tali aspetti potrebbe essere determinante per la valorizzazione della società da parte del mercato.

Il grado di disclosure sulla compliance sostanziale non sembra essere correlato alle dimensioni della banca; allo stesso tempo, il grado di correlazione tra tasso di compliance sostanziale e grado di

innovazione complessiva è negativo: ciò significa che grado di innovazione delle relazioni e grado di compliance sostanziale non procedono di pari passo.

I risultati dell'analisi condotta in merito all'applicazione del principio explain da parte delle banche del campione sono riportati nella tabella 4.

In linea generale, si rilevano 3 casi di non adesione formale al Codice, ancorché la banca dichiari una generica compliance sostanziale con i rispettivi principi, e 2 casi di adesione parziale. Per lo più si tratta di banche popolari, che rilevano come il Codice stesso si adatti ad imprese costituite in forma di società per azioni. A supporto di tale tesi, peraltro, si propongono motivazioni contraddittorie le une con le altre: in un caso si afferma che la popolare sarebbe speciale per la presenza di un azionariato assai frazionato e diffuso; in un altro caso, si afferma invece che il Codice non sarebbe applicabile perché riguardante soprattutto le società ad azionariato estremamente diffuso. Nonostante tale orientamento di fondo, le banche in esame affermano che il proprio modello di governo societario è di fatto in linea con i principi del Codice per numerosi aspetti sostanziali.

In altri casi, la mancata adesione integrale al Codice deriva dall'appartenenza della banca ad una struttura di gruppo, nella quale diversi meccanismi di governance sono accentrati (ad esempio, il Comitato per le nomine).

Con riferimento ai casi specifici di “non compliance” (62 item relativi a 21 banche<sup>4</sup>, con una media di 2,82 item per banca), i temi sui quali si concentrano le dichiarazioni di non adesione ai principi del Codice sono i seguenti:

- nomina del Lead Independent Director (LID);
- definizione di piani di successione;
- costituzione del comitato nomine;
- valutazione di indipendenza dei consiglieri;
- autovalutazione del consiglio;
- indipendenza dei sindaci.

Il numero massimo di aspetti rispetto ai quali la banca non aderisce al Codice è pari a 7. Tale valore riguarda peraltro una banca di gruppo, che dichiara di applicare i principi in modo parziale. Ciò nonostante, le motivazioni addotte, volta per volta, appaiono coerenti con la forma istituzionale e l'articolazione societaria e sono state quindi valutate positivamente. In media, con riferimento al 56,79% dei casi di non compliance, le motivazioni espresse appaiono scarse o non coerenti con le finalità del Codice. La distribuzione dei casi di non compliance è relativamente omogenea per fascia dimensionale; nelle banche maggiori e grandi, i valori elevati sono influenzati dal citato orientamento di alcune rilevanti banche popolari.

---

<sup>4</sup> Sono state comunque analizzate le aree di non compliance anche per le banche che dichiarano di non aderire formalmente al Codice, pur producendo l'informativa richiesta secondo uno schema analogo a quello del format di Borsa Italiana.

Con riferimento ai singoli temi, va precisato che la mancata identificazione del LID (in 16 casi) configura un caso di compliance, laddove essa consegua all'assenza dei presupposti stabiliti dal codice (Presidente/CEO; Presidente/Azionista di controllo). La verifica della effettiva mancanza di tali condizioni porta tuttavia a individuare alcuni casi di potenziale non conformità, rispetto ai quali prevale la forma (quota di partecipazione del Presidente al capitale) sulla sostanza (presenza di patti di sindacato o legami familiari stretti con soci di controllo).

Con riferimento alla definizione di piani di successione da parte del CdA, essa risulta non attuata in 8 casi. In tre casi non è fornita alcuna motivazione alla base dell'assenza del piano. Nei restanti casi, invece, la banca dichiara che la scelta di non aderire al principio del Codice è legata alle limitate dimensioni e alla struttura aziendale. Si afferma inoltre che è comunque assicurata la continuità e la certezza alla gestione aziendale sostituendo prontamente gli amministratori secondo le disposizioni statutarie.

L'assenza del Comitato Nomine è un fenomeno ricorrente tra le società quotate: esso compare solo nel 20% delle società del campione Assonime relativo al 2012, e in molti di questi casi è integrato con il Comitato Remunerazioni (cfr. Assonime, 2013). Non stupisce quindi di trovare tale aspetto tra i più frequenti profili di non compliance delle banche (11 casi). In uno di questi casi, la costituzione del comitato è prevista per l'esercizio successivo. Quanto alle motivazioni riportate dalle società, esse fanno riferimento a:

- la trasparenza del procedimento previsto per la nomina degli amministratori, mediante voto di lista;
- la concentrazione dell'azionariato;
- la limitata dimensione, articolazione e complessità organizzativa della banca e del gruppo;
- la circostanza che la costituzione del comitato non sia "esplicitamente raccomandata" dal Codice.

In merito alla valutazione di indipendenza dei consiglieri, il principio oggetto di non compliance riguarda per lo più la permanenza nel ruolo oltre i 9 anni stabiliti dal Codice. In cinque casi, è esplicitamente menzionato il fatto che non si reputa opportuno applicare il principio in modo tassativo, in linea generale (2 casi) o con riferimento alla posizione di un particolare consigliere (3 casi). Si dichiara dunque di privilegiare, al di là del mero "conteggio" degli anni di servizio, un concetto di "indipendenza sostanziale", qualificabile con: un dimostrato rigore e autonomia, anche in ruoli specifici ricoperti in comitati consiliari; esperienza e professionalità nella carica che paiono rafforzare anziché indebolire l'indipendenza; qualità etiche che consentono di esprimere piena indipendenza di giudizio.

Tale atteggiamento appare solo in parte condivisibile, poiché, pur antepoendo la sostanza alla forma, comporta il rischio di una progressiva "cattura" dell'amministratore nel sistema di relazioni che guida l'operato dell'impresa con una conseguente perdita di indipendenza effettiva.

Viceversa, la scelta di non individuare un amministratore esecutivo incaricato del sistema di controllo interno, percorsa da 9 banche del campione, può essere opportunamente motivata dalla volontà di non elevare il grado di complessità del sistema dei controlli, evitando duplicazioni di

ruoli e responsabilità in presenza di disposizioni di vigilanza che impongono al sistema un assetto già robusto e definito e attribuiscono al CdA, nella sua collegialità, la responsabilità ultima dell'adeguatezza e della conformità del sistema. Un simile orientamento è riscontrabile però solo in un caso, mentre negli altri la motivazioni alla base di tale scelta è assente o insufficiente.

Ulteriori casi di non compliance riguardano la possibilità di prevedere nello statuto requisiti aggiuntivi di indipendenza per i sindaci, rigettata da alcune banche in virtù del fatto che le normative in vigore stabiliscono criteri già rigorosi.

In definitiva, anche con riferimento all'area explain si rilevano notevoli spazi di miglioramento della qualità dell'informativa al mercato; inoltre, emergono carenze giudicabili come rilevanti nell'adozione delle best practice con riferimento alla definizione di piani di successione degli amministratori esecutivi, ancora poco diffusi, e nell'impostazione del processo di autovalutazione. Meriterebbe anche una ulteriore riflessione la nozione di indipendenza di amministratori e sindaci, che appare in alcuni casi subordinata a valutazioni di carattere personale e relazionale con i singoli soggetti.

## **6. Conclusioni e implicazioni**

La ricerca ha inteso valutare la qualità dell'informativa sul governo societario pubblicata dalle banche italiane quotate nel triennio 2010-2012 attraverso una stima del grado di compliance "sostanziale" dei documenti alle best practice definite nel Codice di autodisciplina. In particolare, la similarità dell'informativa, da un anno all'altro e rispetto a documentazione già disponibile in rete, è stata considerata come indicatore di una limitata attenzione prestata dalle banche alla qualità della comunicazione in materia di governance, nonostante la rilevanza da questa assunta nei confronti del mercato.

I risultati dell'analisi empirica hanno evidenziato ampi margini di miglioramento nella produzione dell'informativa, cui possono corrispondere, in linea di principio, analoghe esigenze di revisione e affinamento dei sistemi di governance. In particolare, si è evidenziata una similarità rilevante delle Relazioni sul governo societario, nel tempo e rispetto ad altri documenti già presenti sui siti aziendali, che testimonia una limitata innovatività dei documenti societari nel triennio di osservazione e un investimento circoscritto nel miglioramento e nell'affinamento dell'informativa al mercato. In altri termini, le Relazioni sul governo societario forniscono nuove informazioni al mercato solo in misura ridotta e tendono a replicare il proprio contenuto nel corso degli anni, fatto salvo l'aggiornamento dei dati strutturali e di composizione degli organi. La similarità delle Relazioni sul governo societario rispetto a documenti disponibili, ma prodotti da entità terze rispetto alla banca, appare invece più ridotta nel triennio osservato ed è determinata in misura prevalente dalla presenza di sovrapposizioni dei documenti sulla governance rispetto alla normativa di vigilanza e ad altri documenti pubblici.

Il grado di similarità interna ed esterna delle Relazioni sul governo societario si dimostra più elevato nel caso di banche più piccole; tale risultato deve tuttavia tener conto che le banche di

minori dimensioni, appartenenti spesso a gruppi bancari, riprendono buona parte dell'informativa sul governo societario dai documenti redatti dalla holding o da altre banche appartenenti al gruppo.

L'esame del livello e delle modalità di rappresentazione delle aree informative fondamentali della Relazione, individuate sulla base del format di Borsa Italiana, evidenzia ulteriori importanti ambiti di miglioramento nella disclosure dei profili di effettivo funzionamento degli organi aziendali, nel corso dei singoli esercizi. In altri termini, a fronte di documenti che tendono a diventare sempre più corposi e articolati, il livello di approfondimento degli elementi che caratterizzano le modalità operative del consiglio di amministrazione, dei comitati e, più in generale, del governo societario, restano spesso limitati a brevi notazioni di carattere strutturale e regolamentare. Le Relazioni sulla governance sembrano quindi frutto più di un atteggiamento da *"tick the box"* che non di una reale volontà di rappresentazione chiara e completa dell'operato degli organi aziendali.

Analogamente, le motivazioni addotte a fronte delle scelte di non adesione o adozione parziale del Codice testimoniano spesso un atteggiamento non ancora maturo e poco innovativo rispetto alle scelte di governance, e lasciano sottendere in alcuni casi processi in corso di definizione o incompiuti e un atteggiamento generale di recepimento passivo dei principi del Codice se non addirittura forzature nell'interpretazione degli stessi.

A fronte delle carenze rilevate, non si osservano peraltro ancora, nel contesto italiano, meccanismi di contrasto o di enforcement efficaci che rispondano a logiche di mercato. In effetti, a fronte di un crescente impatto dei sistemi sanzionatori (Schwizer, 2013), non si osservano sviluppi significativi in termini di intervento ed engagement degli azionisti e in particolare degli investitori istituzionali, ancora poco presenti nel capitale delle banche quotate italiane. Una maggiore partecipazione del mercato al processo di valutazione dell'adeguatezza della governance potrebbe invece rappresentare un elemento vincente ai fini dell'efficacia del controllo sui processi di *"comply or explain"*. L'obiettivo finale potrebbe essere quello di avere meno regole e maggiori conseguenze in caso di mancato rispetto delle stesse, per effetto dell'azione congiunta e coerente della vigilanza e del mercato mirata alla valutazione dei profili sostanziali e non solo di quelli formali del funzionamento dei sistemi di governo societario.

Nel complesso, i risultati finali dell'analisi possono essere di interesse per regulators, autorità di vigilanza ed operatori del settore bancario, contribuendo a rappresentare il grado di compliance "sostanziale" delle banche alla autodisciplina in materia di corporate governance e ad evidenziare possibili aree di miglioramento sul fronte della trasparenza verso il mercato. Essi possono qualificarsi, inoltre, quale punto di partenza per la redazione di linee guida utili agli intermediari finanziari italiani quotati per migliorare la qualità delle informazioni sul governo societario, eventualmente, differenziate in ragione della dimensione e della complessità del business aziendale.

La presente ricerca è certamente suscettibile di miglioramenti. Indagini empiriche successive, infatti, potrebbero ampliare le dimensioni del campione di analisi e spingersi a rappresentare il fenomeno in termini cross-country (a parità di settore) al fine di cogliere eventuali diversità di comportamento delle banche sul fronte della trasparenza verso il mercato. Inoltre, studi ulteriori potrebbero indagare le possibili determinanti aziendali del grado di compliance "sostanziale" della



banca (ad esempio, assetti societari, indipendenza del board, diversità del board, etc.) per individuare eventuali possibili best practice nella redazione della informativa sul governo societario ed offrire un contributo alla diffusione di una “reale“ cultura della trasparenza della governance societaria nel settore finanziario.

## **Bibliografia**

- Akkermans D., Van Ees H., Hermes N., Hooghiemstra R., Van der Laan G., Postma T., et al. (2007), Corporate governance in the Netherlands: An overview of the application of the Tabaksblat code in 2004, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 1106–1118.
- Allen & Overy (2012), *Corporate Governance Comparative Study*, September.
- Alvaro S., Lupini B., (2013), Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull’ordinamento italiano, *Quaderni Consob*, Aprile.
- Arcot S., Bruno V., Faure-Grimaud A. (2010), Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, Vol. 30(2), pp.193–201.
- Arcot S., Valentina Bruno V., Grimaudy A.F. (2009), *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?*, July, SSRN paper.
- Association of British Insurers, (2012), *Comply or Explain - Investor Expectation and current practice*, December.
- Assonime (2004), *Guida alla compilazione della Relazione sulla corporate governance*, Febbraio.
- Assonime (2012), *La corporate governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, Febbraio.
- Assonime (anni vari), *Analisi dello stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate*.
- Banca d’Italia (2008), *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, Marzo.
- Banca d’Italia (2011), *Analisi delle modifiche statutarie delle banche di recepimento delle disposizioni di vigilanza in materia di corporate governance: tendenze di sistema e best practices osservate*.
- Banca d’Italia (2012), *Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, Roma, Gennaio.
- Banca d’Italia, *Relazione Annuale, Anno 2011*.
- Bianchi M., Ciavarella A., Novembre V., Signoretti R, (2010), Una valutazione della compliance con il Codice di Autodisciplina delle società quotate, in *Bancaria Special Issue Wolpertinger Conference*.
- Commissione Europea (2010), *Europa "2020": Una Strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*.
- Commissione Europea (2011), *Green Paper, “The EU corporate governance framework”*, 164 final, Brussels, 5.4.2011 & *Results of the public consultation*: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/corporate-governanceframework\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate-governanceframework_en.htm).
- Commissione Europea (2012), *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario - una disciplina moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*.
- de Beaufort V. (2013), *Analysis of some answers given during the consultation on the Green book on Corporate governance of the European Commission on the “Comply or Explain” Principle*, *International Journal of Governance*, Vol. 3, Issue 1, March.
- EBA (2011), *Guidelines on Internal Governance*, London, September.

Financial Reporting Council (2012), Revisions to the UK Corporate Governance Code and Guidance on Audit Committees, Consultation Document, April.

Hooghiemstra R., van Ees H. (2011), Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, Vol. 5, pp.480–498.9.

Lindblom C. K. (1994), *The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure*, Critical Perspectives on Accounting Conference, New York.

MacNeil I., e Li X. (2006). “‘Comply or explain’”: Market discipline and non-compliance with the combined code. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, pp. 486–496.

OECD (2009), *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, February.

RiskMetrics Group (2009), *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, September.

Saccomanni F. (2012), *Il governo societario e la sana e prudente gestione delle banche*, Settembre, Roma.

Schwizer P. (2013), *Regole, equilibri e sfide culturali nell’evoluzione della corporate governance della banca commerciale*, forthcoming.

Seidl D., Sanderson P., Roberts J. (2013), Applying the ‘comply-or-explain’ principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance, *Journal of Management and Governance*, Vol. 17, pp. 791–826.

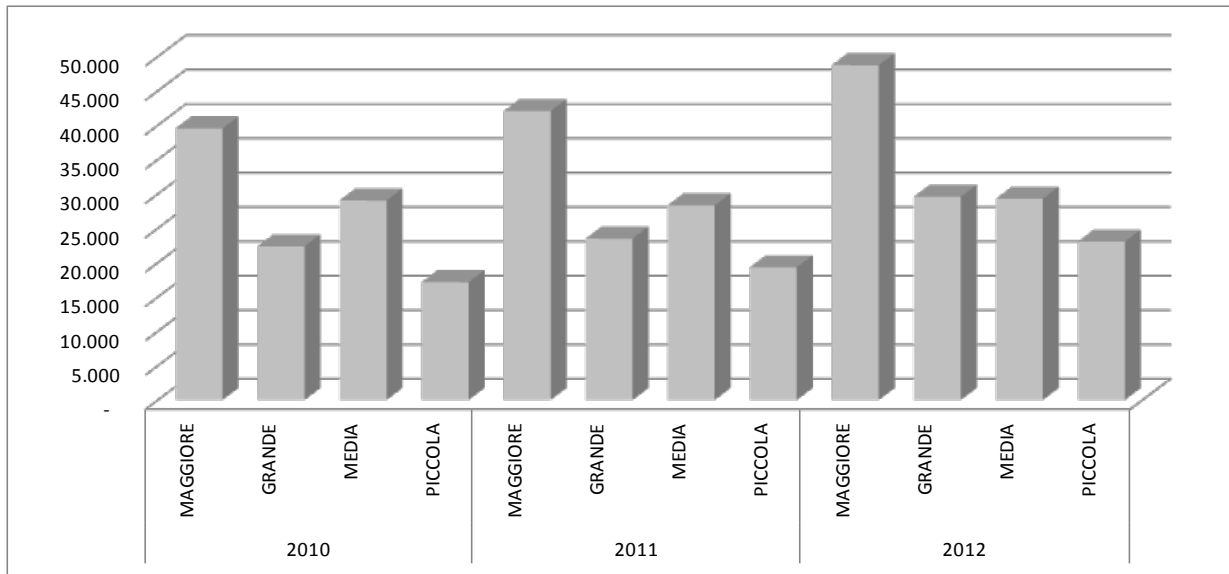
Suchman M. C. (1995), *Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches*. *Academy of Management Review*, Vol. 20, pp,571–610.

The European Voice of Directors (ecoDa) (2012), *Comply or Explain*, Report ecoDa Annual Conference.

Weil, Gothshal, Manges, (2002) *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its members*. Final Report (on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General), Weil, Gotshal & Manges LLP.

## APPENDICE

**Grafico 1 - Numero di parole contenute nelle Relazioni sul governo societario distinto per dimensione della banca nel triennio 2010-2012**



**Tabella 1 - Media degli Indici di similarità delle Relazioni sul governo societario distinti per singola banca, con indicazione delle statistiche descrittive delle distribuzioni**

(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)
BANCA	DIMENSIONE della BANCA	INDICE DI SIMILARITA' TRA LE RELAZIONI SULLA CG	INDICE DI SIMILARITA' TRA RELAZIONI SULLA CG E DOCUMENTI SOCIETARI	INDICE DI SIMILARITA' ISTITUZIONALE	INDICE DI SIMILARITA' TRA RELAZIONI SULLA CG	INDICE DI SIMILARITA' INTERNA ALLA BANCA	INDICE DI SIMILARITA' ESTERNA ALLA BANCA	GRADO DI NOVITA'
A	MEDIA	72,220%	18,193%	33,164%	31,738%	45,206%	29,229%	25,565%
B	PICCOLA	60,358%	21,888%	28,457%	11,790%	41,123%	13,416%	45,462%
C	PICCOLA	74,396%	45,309%	27,732%	13,268%	59,853%	16,887%	23,260%
D	PICCOLA	63,897%	8,136%	34,259%	18,298%	36,016%	31,479%	32,504%
E	PICCOLA	47,366%	0,000%	28,019%	4,831%	23,683%	13,114%	63,203%
F	MAGGIORE	60,371%	22,743%	14,920%	1,596%	41,557%	6,338%	52,105%
G	MEDIA	84,797%	0,000%	24,503%	0,283%	42,399%	8,545%	49,056%
H	GRANDE	26,092%	1,627%	11,413%	1,222%	13,860%	4,212%	81,929%
I	PICCOLA	56,525%	7,152%	28,034%	3,291%	31,839%	11,593%	56,568%
J	GRANDE	35,627%	25,907%	17,252%	0,778%	30,767%	6,010%	63,223%
K	PICCOLA	48,772%	53,430%	12,567%	0,000%	51,101%	4,189%	44,710%
L	PICCOLA	40,041%	5,496%	8,524%	1,670%	22,768%	3,398%	73,834%
M	PICCOLA	51,851%	1,476%	3,208%	0,329%	26,664%	1,179%	72,157%
N	MEDIA	38,000%	0,000%	27,333%	0,000%	19,000%	9,111%	71,889%
O	MAGGIORE	33,662%	23,349%	12,991%	1,050%	28,505%	5,022%	66,473%
P	PICCOLA	72,067%	6,748%	52,186%	24,192%	39,407%	26,583%	34,009%
Q	MEDIA	86,032%	10,970%	18,124%	19,565%	48,501%	16,297%	35,202%
R	MEDIA	63,304%	0,000%	40,624%	19,753%	31,652%	27,298%	41,050%
S	PICCOLA	48,285%	84,692%	18,565%	0,663%	66,488%	6,409%	27,102%
T	MAGGIORE	47,208%	17,682%	18,877%	5,652%	32,445%	8,176%	59,378%
U	PICCOLA	75,837%	0,000%	33,555%	7,805%	37,919%	17,622%	44,460%
V	GRANDE	65,667%	29,333%	11,667%	1,000%	47,500%	5,222%	47,278%
W	MAGGIORE	63,455%	4,378%	30,540%	19,112%	33,916%	23,884%	42,200%
X	GRANDE	70,440%	19,006%	13,154%	1,831%	44,723%	5,822%	49,456%
STATISTICHE DESCRITTIVE								
N.		24	24	24	24	24	24	24
MEDIA		57,76%	16,98%	22,90%	7,90%	37,37%	12,54%	50,09%
P25		47,33%	1,59%	13,11%	0,94%	30,20%	5,67%	39,59%
MEDIANA		60,36%	9,55%	21,69%	2,56%	36,97%	8,83%	48,17%
P75		70,85%	22,89%	28,98%	14,53%	44,84%	17,07%	63,21%
MIN		26,09%	0,00%	3,21%	0,00%	13,86%	1,18%	23,26%
MAX		86,03%	84,69%	52,19%	31,74%	66,49%	31,48%	81,93%
DEV.STD		16,27%	20,40%	11,45%	9,38%	12,47%	9,12%	16,36%

Note: La colonna (A) distingue con lettere alfabetiche le singole banche appartenenti al campione; la colonna (B) riporta la dimensione di ciascuna banca secondo la classificazione della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale 2011); la colonna (C) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità tra le Relazioni di governance pubblicate dalla stessa banca nel triennio 2010-2012; la colonna (D) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità tra le Relazioni e i documenti societari pubblicati dalla singola banca nel triennio 2010-2012; la colonna (E) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità istituzionale delle Relazioni sulla governance pubblicate dalla singola banca nel triennio 2010-2012; la colonna (F) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità tra le Relazioni sulla governance pubblicate dalla singola banca ed altre Relazioni societarie anche non appartenenti al campione osservato; la colonna (G) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità interno della singola banca relativo nel triennio 2010-2012, ottenuto calcolando la media aritmetica dei valori riportati nelle colonne (C) e (D); la colonna (H) riporta la media dei valori dell'Indice di similarità esterno della singola banca relativo nel triennio 2010-2012, ottenuto calcolando la media aritmetica dei valori riportati nelle colonne (F) e (G); nella colonna (H) è calcolato il grado di novità delle Relazioni, ottenuto come complemento a 100 del Indice di similarità interna, da cui viene decurtata la percentuale di similarità esterna; in basso sono riportate le statistiche descrittive delle distribuzioni.

**Tabella 2 - Risultati dei t test sulle differenze tra medie sulla distribuzione dei valori dell'Indice di similarità interna (tabella 2.A) ed esterna (tabella 2.B) del campione relativi al triennio 2010-2012**

**tabella 2.A**

```

-----
Group |      Obs      Mean   Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      0 |         8   .3416125   .0378605   .1070858   .2520866   .4311384
      1 |        16   .3897625   .0332139   .1328555   .3189688   .4605562
-----+-----
combined |        24   .3737125   .0254451   .1246552   .3210752   .4263498
-----+-----
diff |              -.04815   .0542273              -.1606105   .0643105
-----

diff = mean(0) - mean(1)                                t = -0.8879
Ho: diff = 0                                           degrees of freedom = 22
Ha: diff < 0                Ha: diff != 0                Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0425        Pr(|T| > |t|) = 0.3842        Pr(T > t) = 0.8079

```

---

**tabella 2.B**

```

-----
Group |      Obs      Mean   Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      0 |         8   .08085   .0229359   .0648724   .0266153   .1350847
      1 |        16   .1477187   .0239885   .0959542   .0965884   .1988491
-----+-----
combined |        24   .1254292   .0186216   .0912271   .0869074   .163951
-----+-----
diff |              -.0668687   .0377906              -.1452416   .0115041
-----

diff = mean(0) - mean(1)                                t = -1.7695
Ho: diff = 0                                           degrees of freedom = 22
Ha: diff < 0                Ha: diff != 0                Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0453        Pr(|T| > |t|) = 0.0907        Pr(T > t) = 0.9547

```

**Tabella 3 - Valutazione della compliance sostanziale relativa alle Relazioni sul governo societario pubblicate dal campione nel 2012**

(A) BANCA	(B) DIMENSIONE della BANCA	(C) PRINCIPI DEL CODICE SOTTOPOSTI A VALUTAZIONE																(D) Totale	(E) Totale%
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
		Emittente (elem. Qualificanti)	Mission Emitt. etc	Cumulo incarichi	Amm. Independent e (criteri)	Amm. Independent riunioni	LID	Induction program	Funz Cons. Modalità svolg. Riunioni	Funz. Cons. Ister valutazione adeguatezza assetto org.	Funz. Cons. Criteri individ. Operaz. Rilievo strateg.	Autoval. Board Esito	Autoval. Processo	Autoval. Consul. Esterni	Autov. Orientamen ti su figure professionali	Comitato remunerazi oni funz.	Comitato Controlli e rischi Funz		
A	MEDIA	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	1	10	62,50%
B	PICCOLA	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	31,25%
C	PICCOLA	0	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1	1	8	50,00%
D	PICCOLA	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	1	0	1	8	50,00%
E	PICCOLA	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	8	50,00%
F	MAGGIORE	0	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	11	68,75%
G	MEDIA	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	12,50%
H	GRANDE	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	6	37,50%
I	PICCOLA	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	3	18,75%
J	GRANDE	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	5	31,25%
K	PICCOLA	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6,25%
L	PICCOLA	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	4	25,00%
M	PICCOLA	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	2	12,50%
N	MEDIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.	n.a
O	MAGGIORE	1	0	0	1	1	0	0	1	0	0	1	0	0	1	1	1	8	50,00%
P	PICCOLA	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3	18,75%
Q	MEDIA	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	0	4	25,00%
R	MEDIA	1	1	1	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	8	50,00%
S	PICCOLA	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	0	5	31,25%
T	MAGGIORE	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	12,50%
U	PICCOLA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.	n.a
V	GRANDE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	4	25,00%
W	MAGGIORE	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	3	18,75%
X	GRANDE	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	7	43,75%
STATISTICHE DESCRITTIVE																			
N.		5	7	17	9	8	4	0	4	4	4	8	8	5	7	15	12	22	22
MEDIA																		5,32	33,24%
P25																		3,00	18,75%
MEDIANA																		5,00	31,25%
P75																		8,00	50,00%
MIN																		1,00	6,25%
MAX																		11,00	68,75%
DEV.STD																		2,82	17,61%

Note: La colonna (A) distingue con lettere alfabetiche le singole banche appartenenti al campione; la colonna (B) riporta la dimensione di ciascuna banca secondo la classificazione della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale 2011); la colonna (C) distingue i 16 principi del Codice di autodisciplina sottoposti a valutazione nell'ambito della verifica sull'area c.d. comply; la colonna (D) riporta il totale della valutazione di compliance (numero di frequenze) attribuita alla banca rispetto ai principi osservati; la colonna (E) esprime il totale della colonna (D) in percentuale; infine, nella parte sottostante della tabella sono riportate le statistiche descrittive del campione rispetto al fenomeno osservato.

**Tabella 4 - Valutazione delle aree explain contenute nella Relazione sul governo societario pubblicate dal campione nel 2012**

(A) BANCA	(B) DIMENSIONE della BANCA	(C) Adesione al Codice	(D) Valutazione motivazioni	(E) Numero elementi "explain"	(F) Di cui: con motivazioni insufficienti o non appropriate	(G) Di cui: con motivazioni sufficienti o appropriate	(H) Grado % di non adeguatezza delle motivazioni (F/E)
A	MEDIA	SI		1	0	1	0,00%
B	PICCOLA	SI		4	3	1	75,00%
C	PICCOLA	SI		2	1	1	50,00%
D	PICCOLA	SI		1	1	0	100,00%
E	PICCOLA	SI		3	0	3	0,00%
F	MAGGIORE	SI		3	2	1	66,67%
G	MEDIA	PARZIALE	0	5	4	1	80,00%
H	GRANDE	NO	0	4	2	2	50,00%
I	PICCOLA	SI		3	2	1	66,67%
J	GRANDE	NO	0	5	4	1	80,00%
K	PICCOLA	SI		2	1	1	50,00%
L	PICCOLA	SI		2	2	0	100,00%
M	PICCOLA	SI		1	1	0	100,00%
N	MEDIA	NO	-	-	-	-	n.a.
O	MAGGIORE	SI		2	1	1	50,00%
P	PICCOLA	SI		3	2	1	66,67%
Q	MEDIA	PARZIALE	SI	7	1	6	14,29%
R	MEDIA	SI		4	4	0	100,00%
S	PICCOLA	SI		4	2	2	50,00%
T	MAGGIORE	SI		2	2	0	100,00%
U	PICCOLA	n.a.	-	-	-	-	n.a.
V	GRANDE	SI		1	0	1	0,00%
W	MAGGIORE	SI		2	1	1	50,00%
X	GRANDE	SI		1	0	1	0,00%
<b>STATISTICHE DESCRITTIVE</b>							
N.				22	22	22	22
Media				2,82	1,64	1,18	56,79%
P25				2,00	1,00	1,00	50,00%
MEDIANA				2,50	1,50	1,00	58,33%
P75				4,00	2,00	1,00	80,00%
MIN				1,00	0,00	0,00	0,00%
MAX				7,00	4,00	6,00	100,00%
DEV.STD				1,59	1,26	1,30	35,20%

Note: La colonna (A) distingue con lettere alfabetiche le singole banche appartenenti al campione; la colonna (B) riporta la dimensione di ciascuna banca secondo la classificazione della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale 2011); la colonna (C) indica se la banca ha aderito al Codice e in quale misura (parziale/totale); la colonna (D) esprime la valutazione sulla area explain relativa alla mancata o parziale adesione al Codice espressa dalla banca; la colonna (E) quantifica le aree explain contenute nelle singole Relazioni sulla governance; le colonne (F) e (G) quantificano le motivazioni (explain) ritenute, rispettivamente, inappropriate/insufficienti ed appropriate/sufficienti; la colonna (H) esprime il grado di inappropriatezza delle aree explain contenute nelle Relazioni osservate calcolato come rapporto tra la colonna (F) e la colonna (E) in percentuale; infine, nella parte sottostante della tabella sono riportate le statistiche descrittive del campione rispetto al fenomeno osservato.