

La corporate governance delle banche italiane: è tutto oro quello che luccica?

DANIELA VENANZI

Abstract:

Per l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile (2015) l'adozione delle *best practices* di *corporate governance* (CG) è un fattore chiave di comportamenti sostenibili delle imprese al fine di accrescere ricchezza e resilienza dei sistemi economici mondiali. In aggiunta, l'approccio ESG (*environmental, social, governance*) sta assumendo crescente importanza nella gestione delle imprese italiane. E tuttavia, l'adesione ai principi del Codice di CG da parte delle imprese italiane quotate sembra essere più formale che effettivo in varie aree, generando comportamenti di *box-ticking* e *box-checking* ai principi del Codice (quelli più facilmente applicabili e verificabili), rispettivamente da parte di operatori e di supervisor. Questo studio contribuisce a evidenziare il gap tra *compliance* effettiva vs formale su un campione di società finanziarie italiane quotate, considerate "campioni" nella CG.

Corporate governance of Italian banks: not all that glitters is gold

The 2030 Agenda for Sustainable Development by United Nations (2015) considers the adoption of the best practices of corporate governance (CG) a key-driver for a sustainable behaviour of companies to improve wealth and resilience of economic systems worldwide. In addition, ESG (environmental, social, governance) approach has been becoming important in Italian firms' management. However, the compliance to the CG Code by the Italian listed companies seems to be more formal rather than substantial/effective in some areas, producing a sort of box-ticking and box-checking behaviours to the Code requirements (those more easily applicable/verifiable), respectively by operators and supervisory institutions. This study contributes to highlight the gap between effective and formal compliance to CG Code in a sample of Italian listed financial companies considered "CG champions".

Università degli Studi Roma Tre,
email: daniela.venanzi@uniroma3.it

Per citare l'articolo:

Venanzi D. (2023), "La corporate governance delle banche italiane: è tutto oro quello che luccica?", *Moneta e Credito*, 76 (302): 113-132.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17965>

JEL codes:
G21, G34, G28

Keywords:
corporate governance, Italian financial firms, independence of board members, formal vs. effective compliance, quality of disclosure

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

La qualità della *corporate governance* (d'ora in poi CG) è per imprese e banche un imperativo imprescindibile nel capitalismo odierno.

Come indicato dalla *Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite* (2015), l'adozione delle migliori pratiche di CG rappresenta un fattore chiave del comportamento sostenibile di banche e imprese per migliorare la ricchezza delle economie e la loro resilienza agli shock economico-finanziari. È inoltre il principale strumento di prevenzione e controllo dei conflitti di interessi: il consiglio di amministrazione e gli organi di controllo devono garantire gli interessi di tutti gli azionisti contro i potenziali comportamenti illeciti e di espropriazione da parte di manager/amministratori esecutivi, espressione dell'azionista di

controllo (a danno degli azionisti di minoranza), oppure portatori di un potere proprio consolidatosi negli anni (a danno di un azionariato disperso e scarsamente attivo).

Per le banche, poi, la CG assume carattere ancora più rilevante, per le implicazioni sulla stabilità del sistema finanziario e la tutela dei risparmiatori di decisioni errate o comunque distorte da conflitti di interessi.

È però un tema dalle molte facce, per vari motivi. È un concetto sfuggente, il cui ambito si è ampliato a dismisura negli ultimi anni: si pensi al focus recente su tematiche di *environmental, social, governance* (ESG) e di *engagement* degli investitori (cfr. Direttiva SHRD II del 2017), con l'effetto di spostare l'attenzione verso gli aspetti più moderni (sostenibilità, ecc.) ma anche più fumosi, distraendo da quelli più basilari, che sono però anche quelli di impatto più diretto sui comportamenti delle imprese in termini di qualità/trasparenza dei processi decisionali e di tutela degli investitori. L'approccio ESG è argomento di moda: c'è quindi il rischio che diventi strumento di reputazione/immagine con il quale rimediare a squilibri/fallimenti del moderno capitalismo, piuttosto che effettiva adozione di buone pratiche nel governo delle imprese e di comportamenti trasparenti e virtuosi verso investitori e mercati finanziari. Gli scandali societari dei primi del 2000 e della crisi finanziaria 2008-2009 ci insegnano che il gap tra adesione formale a regole/codici di condotta e effettive pratiche interne di governo è caratteristica comune a molti di essi (Balestreri e Venanzi, 2021); a titolo di esempio, in Enron, la retorica dell'etica era la principale preoccupazione del suo *chief executive officer* (CEO) e riempiva centinaia di pagine del codice interno, ma mancò l'etica nei comportamenti; Parmalat aderiva al codice Preda, il pioniere dei codici di autodisciplina in Italia, eppure la governance lacunosa è stata una delle cause principali del suo default. Il pilastro governance dell'approccio ESG è quello oggi meno di moda, se non quando declinato in funzione degli altri due, forse perché analizzato e discusso da molto più tempo.

Da ultimo, in quasi tutti i paesi del mondo (secondo OECD, 2021, in 47 delle 50 giurisdizioni analizzate), accanto a normative e regolamenti, sono presenti i Codici di CG, l'adesione ai quali è su base volontaria, ma se adottati, prevedono (nel 94% dei paesi del campione OECD) la regola del *comply-or-explain*. Questi Codici definiscono dei principi di buone pratiche: la non obbligatorietà consente flessibilità di adesione/applicazione,¹ ma nello stesso tempo può favorire deviazioni dalle buone pratiche (Arcot e Bruno, 2011). E questo soprattutto perché (anche per i motivi che precedono) tendono (nei fatti, seppure non negli obiettivi) a enfatizzare gli aspetti formali e procedurali delle buone pratiche di CG, definendo adempimenti e vincoli di natura spesso meccanica, che favoriscono comportamenti di *box-ticking* e *box-checking*, rispettivamente da parte degli operatori (imprese e banche che li adottano) e da parte dei regolatori-supervisor (che li controllano). Si osserva notevole attenzione alle procedure e agli adempimenti formali (numero minimo di componenti indipendenti del consiglio di amministrazione, numero minimo di componenti del genere meno rappresentato, numero di riunioni, tipo e numero di comitati endoconsiliari, ecc.), e meno alla sostanza degli effettivi comportamenti assunti (ecoDA, 2015).

L'obiettivo di questo studio è quello di mostrare che l'adesione formale ai Codici di CG non necessariamente comporta quella sostanziale e soprattutto non necessariamente implica trasparenza e chiarezza nella relazione annualmente resa sulla CG agli azionisti (attuali e potenziali), sia per quanto attiene alle pratiche conformi ai principi del Codice sia nell'*explaining* dei casi di *non-compliance* ad alcuni principi.

¹ La diversità di assetti proprietari e dimensioni, per esempio, mina la validità del principio "*one size fits all*" e quindi giustifica adattamento e proporzionalità nell'adozione.

L'analisi che si propone ha uno scopo solo esemplificativo, essendo limitata a 13 società finanziarie, quelle che nel 2021 sono risultate eccellenti (nei 3 segmenti di mercato considerati: FTSE, MID CAP e SMALL CAP) secondo l'*excellence index* sulla CG di Ambrosetti (The European House Ambrosetti, 2022), e a due soli aspetti dei sistemi di CG, riguardanti l'area della composizione/funzionamento del board: l'indipendenza degli amministratori e l'informativa pre-consiliare.

Se l'ipotesi fosse verificata, cioè si riscontrasse un gap tra adesione formale e adesione effettiva alle buone pratiche (e connessa trasparenza nell'informativa agli azionisti e al mercato), si potrebbe considerare un campanello di allarme sufficiente a suggerire approfondimenti nell'analisi degli effettivi comportamenti; se confermata anche in campioni e aree di attenzione più vasti, ne discenderebbe come implicazione per i regolatori/supervisori la necessità di cambiare rotta e orientarsi verso strumenti/incentivi che favoriscano un'adesione effettiva e non solo di facciata alle buone pratiche di CG.

1. Il quadro teorico su *compliance/non-compliance*

La letteratura teorica internazionale applicabile a questo ambito può riferirsi a diversi filoni.

In primo luogo, le teorie che spiegano le possibili risposte delle imprese alle pressioni istituzionali e la qualità della conseguente *disclosure*. Le due teorie principali utilizzate sono la teoria dell'agenzia e quella dei segnali (Shrives e Brennan, 2015), che spiegano in particolare i comportamenti estremi di piena *compliance* e di *non-compliance* dichiarata/spiegata: in base alla teoria dell'agenzia prevale il self-interest del management, che comunque deve dimostrare agli azionisti che le pratiche di CG adottate dalla società sono appropriate; nel caso della teoria dei segnali, l'obiettivo è ridurre le asimmetrie informative e quindi i manager si impegnano a spiegare la *non-compliance* in base alle specificità della singola impresa: in un contesto di *comply-or-explain*, anche la *non-compliance*, se ben argomentata, è legittima ed equiparabile alla *compliance*.

La teoria istituzionalista (DiMaggio e Powell, 1983) e la teoria della *resource-dependence* (Zahra e Pearce, 1989) consentono di spiegare meglio anche comportamenti intermedi di *compliance* parziale e di *non-compliance* occultata o spacciata per *compliance*. La prima tende a suggerire la convergenza verso la *compliance*, almeno in un arco temporale di medio-lungo termine (sia per perseguire le migliori pratiche, sia per riluttanza a confezionare spiegazioni convincenti alla *non-compliance*); tuttavia i manager possono usare vari strumenti per rendere la *non-compliance* meno visibile. La teoria della *resource-dependence* aiuta a spiegare perché in certe aree si possono riscontrare comportamenti di *non-compliance* più o meno occultati, ad esempio quando una risorsa è considerata chiave e quindi prioritaria per l'interesse della società (il consigliere non esecutivo, ma non più indipendente, per l'expertise che possiede sulla banca grazie alla permanenza nel ruolo per un periodo troppo esteso). Oliver (1991) fonde in un approccio integrato queste due ultime teorie, individuando quattro tipologie di strategie di risposta (*acquiescence*, *compromise*, *avoidance/concealment*, *defiance/manipulation*) e individuando anche alcuni fattori predittivi delle diverse risposte date dalle società. Per esempio, tattiche che possono dar luogo a *compliance* parziale perché si cerca un compromesso tra interessi di una molteplicità di *stakeholders* (si pensi al ruolo rilevante come categoria di *stakeholder* che hanno i regolatori nel caso delle banche, con

obiettivi di stabilità/solidità del sistema non sempre coincidenti con quelli degli operatori) e gli interessi interni, oppure una *compliance* limitata agli standard minimi imposti dal Codice. Le strategie intermedie (tra piena conformità e massima resistenza) possono essere maggiormente probabili in presenza di moderata coerenza tra pressioni istituzionali e obiettivi interni (fattore predittivo *consistency*) ovvero perché le pratiche richieste sono considerate non vantaggiose in termini di performance/rischio dell'impresa (fattore predittivo *efficiency*).

È interessante notare, a questo proposito, che mentre nel caso delle imprese non finanziarie gli studi internazionali che indagano gli effetti della CG sulla performance di mercato delle imprese sia in merito a singoli meccanismi della governance interna, sia con riferimento a indicatori compositi di qualità della CG (che prendono in considerazione set ampi di criteri) in generale rilevano effetti positivi statisticamente significativi (si veda, per un quadro sistematico, Balestreri e Venanzi, 2021), meno certi e univoci sono i legami tra caratteristiche del board e performance di mercato per le banche (per una review completa di questo aspetto si veda Fernandes et al., 2018). Per esempio, la maggiore opacità e complessità del business bancario potrebbe spiegare la relazione negativa (Pathan e Faff, 2013; Wang et al., 2012) o a U rovesciata (de Andres Alonso e Vallelado, 2008) tra quota di consiglieri indipendenti nel board e performance della banca: il ruolo del board non è solo quello di monitoraggio dell'organo esecutivo, ma altrettanto importante è il ruolo di advisory, che un amministratore non indipendente, che siede da molti anni nel board della banca, potrebbe svolgere meglio per l'esperienza e le conoscenze specifiche maturate nel ruolo.

Un altro filone attiene alla qualità in generale della narrazione non finanziaria e alla connessa *disclosure*, che può essere riferita, nella nostra analisi, sia alla qualità della narrazione della Relazione sulla CG, sia alla qualità delle spiegazioni fornite, nel caso di *non-compliance* (in applicazione del principio del *comply-or-explain*).

In questo ambito, molti studi individuano e misurano indicatori di qualità (spesso utilizzando software di *content analysis*) (Beattie et al., 2004). Shrives e Brennan (2015) propongono un *framework* di sette componenti che impattano sulla comprensibilità, la comparabilità, la leggibilità e la completezza della *disclosure: location* (se per esempio la *disclosure* è collocata in un punto unico e ben visibile e fornita tutta insieme piuttosto che frammentata in vari punti della relazione, con richiami più o meno precisi), *comprehensiveness*, *extend of mimicry*, *length* (la lunghezza potrebbe essere sintomo di sforzo e impegno dedicato, anche se forse rileva maggiormente la schematicità/logicità della trattazione, seppure più breve, piuttosto che una narrazione più estesa ma ripetitiva e inconcludente), *complexity*, *specificity*, *attestation* (lo stampo di qualità dato da qualche organo di controllo o dallo stesso board). L'utilizzo di tattiche volte a ridurre la leggibilità e comprensione della narrazione configura una sorta di "manipolazione visiva", che è una manifestazione di scarsa trasparenza.

In merito alla qualità delle spiegazioni nel caso di *non-compliance*, Arcot e Bruno (2005 e 2011) individuano (su un campione di 245 società UK in un arco temporale di 7 anni) sei categorie di spiegazioni, da quella meno informativa a quella più dettagliata e specifica: 1) nessuna; 2) generale: frasi standard e generiche; 3) *in-line*: cita il Codice, con vaghe intenzioni; 4) limitata: dettagli generici e non riferiti alla società; 5) transitoria: circostanze particolari e temporanee; 6) genuina: argomenta in modo dettagliato e specifico il perché della *non-compliance*.

Sulla stessa linea, altri studi (Shrives e Brennan, 2017; Achtenhagen et al., 2018; Thanasis et al., 2018) si concentrano sulle strategie retoriche adottate a spiegazione della *non-compliance*, che ordinano in un *continuum* da un massimo di trasparenza/argomentazione

(*meaningful*) ad un massimo di opacità/omissione (*misleading*). La tassonomia di Shrives e Brennan (2017), partendo dalle evidenze osservate nelle relazioni sul governo societario di due campioni di cento imprese quotate UK ciascuno, in due periodi successivi, correlati a due step differenziati di regolamentazione-autodisciplina, individua ben nove tipologie di strategie retoriche: 1) azione correttiva assunta o promessa; 2) *bolstering*, ovvero distogliere l'attenzione dalla *non-compliance* riferendo fatti positivi sulla qualità della CG dell'impresa; 3) minimizzazione degli effetti negativi; 4) trascendenza, nel senso di "il-fine-giustifica-i-mezzi"; 5) attribuzione della *non-compliance* a cause esterne/transitorie; 6) arruffianamento dei vigilanti/supervisor; 7) *self-promotion* (nel senso di "siamo-campioni-delle-buone-pratiche-di-CG"); 8) intimidazione/sfida; 9) occultamento/negazione della *non-compliance*. L'adozione delle strategie retoriche più opache/omissive configura una sorta di "manipolazione tematica" della narrazione/*disclosure*.

Il dibattito (rilevante soprattutto in ambito istituzionale) sulle carenze dei modelli di governance degli intermediari finanziari in Europa è antico, con ritorno di attenzione dopo gli scandali societari della crisi del 2008-2009 (Commissione Europea 2010, 2011, 2012, 2014; EBA, 2011). L'enfasi in questo dibattito è proprio sul divario tra forma e sostanza nell'adesione ai principi dei Codici di CG. Con riferimento all'Italia, Bianchi et al. (2011), per esempio, in merito alle previsioni del Codice sulle operazioni con parti correlate (che è un'area di conflitti di interessi cruciale), rilevano un divario importante tra *compliance* apparente e *compliance* effettiva: a fronte di una *compliance* formale dell'87% (entusiasticamente rilevata da Assonime), solo il 33% delle società mostra una effettiva *compliance*, in termini di implementazione effettiva delle buone pratiche. Di Battista et al. (2014), rilevano limitata attenzione delle banche alla qualità della comunicazione in materia di governance e motivazioni scarse/non coerenti con il Codice nei casi di *non-compliance* confermando, con riferimento alle banche italiane, evidenze di studi in ambito europeo (Risk-Metrics Group, 2009; EcoDA, 2015). Si evidenzia anche l'assenza, a fronte di un crescente impatto dei sistemi sanzionatori, di meccanismi di contrasto e di *enforcement* efficaci, per esempio tramite intervento/*engagement* degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali (Schwizer, 2014), come controllo lato mercato sull'adesione effettiva alle buone pratiche di governo societario.

Su questo versante, anche in anni più recenti, la regolazione/vigilanza continua ad evidenziare i rischi di adesione formale ai Codici e di una inefficace governance interna.

Le linee guida EBA (European Banking Association) e ESMA (European Securities and Market Authority) (ultima versione: 2021) sui requisiti professionali e morali dei banchieri, per esempio, introducono il concetto di *independence of mind*, ovvero indipendenza di giudizio (distinta dall'indipendenza in base ai criteri), che dovrebbero possedere tutti i componenti del board, sia che siano stati definiti indipendenti o meno in base al Codice. Affermano le linee guida EBA e ESMA (EBA e ESMA, 2021, p. 26): "Il fatto che un membro è considerato 'indipendente' non significa che dovrebbe essere automaticamente considerato 'indipendente di giudizio', giacché il membro potrebbe non disporre delle competenze comportamentali richieste." In particolare, sembra essere uno stimolo per un salto di qualità nel valutare l'indipendenza effettiva il riferimento alle competenze comportamentali dei componenti del board, perché spingono a superare (da parte degli organi di controllo/vigilanza) la verifica formale ex ante dei requisiti e richiedono strumenti di indagine e controllo sulla sostanza dei comportamenti. Tali competenze sono così mirabilmente definite (EBA e ESMA, 2021, pp. 26-27):

Nel valutare l'indipendenza di giudizio gli enti dovrebbero valutare se tutti i membri del board abbiano o meno le competenze comportamentali necessarie, tra cui: i) coraggio, convinzione e forza per valutare e contestare efficacemente le decisioni avanzate da altri membri del board; ii) essere in grado di porre domande ai membri dell'organo di gestione con funzione di gestione; e iii) essere in grado di resistere alla "mentalità di gruppo".

Il successivo punto delle linee-guida sancisce che nel valutare le competenze comportamentali di un membro, la relativa condotta passata e presente, in particolare nell'ambito dell'ente, dovrebbe essere presa in considerazione. In altre parole, si dovrebbero analizzare gli effettivi comportamenti assunti all'interno degli organi, l'attivismo sviluppato nel controllare e valutare le decisioni proposte dai vertici esecutivi, la forza, coerenza, continuità e qualità delle argomentazioni avanzate rispetto al *group-thinking* (Balestreri e Venanzi, 2017).

Altro esempio sono i recenti pronunciamenti del Financial Reporting Council in UK. Prima (FRC, 2021) ha pubblicato un documento che ha l'obiettivo di aiutare le società a migliorare la trasparenza nella loro Relazione sulla CG (in applicazione del Codice) e fornire suggerimenti e linee-guida su come ottenere spiegazioni di qualità nei casi di *non-compliance*; queste linee-guida sono una reazione alle evidenze empiriche di un campione casuale di 100 società UK che mostrano come "[...] troppe società si sforzano di dichiarare una stretta adesione al Codice. L'approccio formale che ne deriva porta ad utilizzare un linguaggio stereotipato e una comunicazione inefficace, che manca di sostanza e effettiva informazione sulle pratiche di governance".² Successivamente (FRC, 2022), nel rendicontare sulla *compliance* al Codice delle società UK aderenti, chiede alle società un comportamento attivo, ovvero di non limitarsi a riferire sull'adesione (formale) al Codice, ma sull'applicazione dei principi del Codice ai fini dell'organizzazione, spostando il focus dai *means* agli *outcomes*: "Un reporting sulla CG di qualità dovrebbe mostrare con chiarezza come il board ha applicato con successo i principi del Codice per ottenere effettivi risultati per la società, gli azionisti e tutti gli *stakeholders*".³ Da sottolineare che nel relazionare sull'adesione al Codice valuta positivamente l'aumento rispetto agli anni precedenti del numero di società *non-compliant* (con adeguate spiegazioni della *non-compliance*) come segnale di effettiva e non apparente applicazione del principio del *comply-or-explain*, come già evidenziato da EcoDA (2015) in altri paesi europei.

Da ultimo, a conferma che l'efficacia della CG delle banche europee è tema ancora critico (su cui restano ampi spazi di miglioramento), i risultati aggregati dello SREP (Supervisory Review and Evaluation Process) 2022 della BCE (ECB, 2023) evidenziano che nessuna delle banche significative raggiunge un punteggio di 1 (valore massimo nella scala da 1 a 4) dell'*internal governance score* (che valuta, tra l'altro, l'efficacia del board, anche con riferimento all'indipendenza dei suoi componenti) e che ben il 73% ha un punteggio di 3.

2. Il framework istituzionale e l'adesione al Codice delle quotate italiane: forma o sostanza?

Il rafforzamento dei meccanismi di *internal governance* rappresenta uno strumento importantissimo di prevenzione e controllo dei conflitti di interessi. Assumono rilevanza, in

² "[...] too many companies strive to declare strict compliance with the Code. Such a formulaic approach leads to boilerplate language, and ineffective reporting that lacks substance and information about governance outcomes" (FRC, 2021, p. 2).

³ "High-quality reporting should show in a clear manner how the board has successfully applied the Principles of the Code to achieve effective outcomes for the company, shareholders and other stakeholders" (FRC, 2022, p. 6).

questo ambito, l'indipendenza dei componenti del board, i loro poteri di intervento/supervisione sull'operato dei manager, i meccanismi di organizzazione e funzionamento del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo interno, ecc.

Il consiglio di amministrazione (d'ora in poi cda) e gli organi di controllo devono garantire gli interessi di tutti gli azionisti (attuali e potenziali) contro i comportamenti illeciti e di espropriazione dei manager/amministratori esecutivi, espressione dell'azionista di controllo (a danno degli azionisti di minoranza) oppure portatori di un potere proprio (in presenza di azionariato disperso) consolidatosi negli anni (è frequente in Italia il caso di lista di consiglieri presentata dal cda uscente, in sede di rinnovo degli organi, specialmente nelle banche). In Italia la normativa in questo ambito ha riguardato prevalentemente l'efficacia del funzionamento del board, l'ampliamento dei poteri dell'organo di controllo, i requisiti di indipendenza degli amministratori e dei controllori, la rappresentanza delle minoranze negli organi di gestione e controllo, gli obblighi di informazione da parte degli amministratori esecutivi sulla gestione e sulle operazioni con parti correlate al cda e all'organo di controllo.

In questo ambito, tuttavia, più che la regolazione, svolgono un ruolo rilevante i Codici di autodisciplina, volti a rafforzare la tutela degli investitori prevista dalla legge. In Italia, in particolare, svolge un ruolo rilevante, per le società quotate all'MTA, il Codice di autodisciplina redatto dal Comitato Italiano per la Corporate Governance (d'ora in poi CICG), costituito dalle associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime e Confindustria), da Borsa Italiana e da Assogestioni. Il CICG ha quale scopo istituzionale la promozione del buon governo societario delle società italiane quotate, assicurandone l'allineamento alle *best practices* internazionali, monitorando annualmente lo stato di attuazione del Codice da parte delle società aderenti (che devono, nella Relazione sugli assetti proprietari e sul governo societario, parte integrante del bilancio, applicare le regole secondo il principio del *comply-or-explain*) e indicando le modalità più efficaci per favorire un'applicazione sostanziale delle sue raccomandazioni.

Tra gli indici compositi che misurano la qualità della CG (Aggarwal et al., 2009; Gompers et al., 2003), in Italia ha un ruolo di *benchmark* l'indice di eccellenza della governance (*EG index*) che viene misurato annualmente dall'Osservatorio Ambrosetti sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia (The European House Ambrosetti, 2022). I dati più recenti sono riferiti al 2021 e attengono ad un campione che include 33 società del segmento FTSE-MIB, 59 società del segmento MID-CAP e 43 società SMALL-CAP, per un totale di 135 imprese, finanziarie e no, sulla base di dati tratti da fonti pubbliche, quali i bilanci e le relazioni sulla CG e sulla remunerazione delle società del campione.

L'indice considera 5 aree chiave dell'*EG index* – 1) struttura/rappresentanza dell'azionariato; 2) composizione/funzionamento del cda; 3) meccanismi di remunerazione/incentivazione; 4) sistema dei controlli e di gestione del rischio; 5) governance della sostenibilità – ciascuna articolata in un certo numero di *key performance indicators* (KPI), a cui sono attribuiti dei pesi per il calcolo dell'indice complessivo. Molti dei KPI fanno riferimento ed enfatizzano, per ovvi motivi, gli aspetti che richiedono adempimenti di tipo meccanico e facilmente verificabili delle buone pratiche di CG. A titolo di esempio, l'area che riguarda la composizione/funzionamento del cda comprende: i) numero di consiglieri indipendenti nel cda; ii) *diversity* del cda; iii) tempo dedicato alle riunioni del cda; iv) tasso di partecipazione dei consiglieri alle riunioni del cda e dei comitati endoconsiliari; v) numero medio di altre cariche assunte dai consiglieri; vi) processo della board *self-evaluation*.

È evidente come si tratti di requisiti auspicabili (se confrontati, per esempio, con soglie appropriate), ma che ci dicono molto poco sulla effettiva qualità e trasparenza dei processi

decisionali e sulla reale tutela degli azionisti (tutti, anche di minoranza) che il cda attua sulle decisioni assunte.

L'enfasi sulla forma più che sulla sostanza nell'adesione ai principi del Codice si può dedurre anche dalle relazioni (in vari anni) dei vigilanti, CICG e Consob, nonché dalle criticità e aree di miglioramento nell'applicazione delle buone pratiche segnalate dal CICG annualmente alle società aderenti.

Sulla base di quanto emerge dall'ultima Relazione (CICG, 2022) relativa al 2021, l'adesione al Codice (che è l'ultima versione, attiva a partire dall'esercizio 2021) delle società quotate appare soddisfacente: il 95% delle società italiane quotate (il 90% del listino integrale che comprende anche le società di diritto estero) e il 99% della relativa capitalizzazione (il 73% di quella del listino integrale) aderiscono al Codice.

Il tasso di applicazione delle raccomandazioni del Codice si attesta al 72%, ed è più elevato per le imprese di maggiore dimensione: 83% per le grandi, 67% per le minori; la media, tuttavia, non spiega la distribuzione per classi dimensionali del tasso di adesione: infatti, un 30% delle piccole ha un tasso di applicazione superiore al tasso medio delle medio-grandi. Maggiori i tassi di adesione per le imprese che subiscono il potere disciplinante del mercato, quali le imprese a proprietà non concentrata (rispetto a quelle in cui ci sono uno o più azionisti di controllo) o con quota più ampia di flottante (oltre il 70%); idem, per le imprese del settore finanziario (78%) e le maggiori del settore utility, che sono sottoposte alla vigilanza regolamentare (e per le quali alcune raccomandazioni del Codice sono norme di legge).

Tuttavia, da un'analisi più dettagliata delle raccomandazioni con maggiori o minori tassi di adesione, emerge che sono maggiormente applicati i principi e le raccomandazioni che si traducono in regole meccaniche, come per esempio quelle relative alla composizione/struttura del board, alla presenza dei comitati endoconsiliari indicati dal Codice e ai criteri di loro composizione, ecc. Soffrono, invece, di maggiore criticità applicativa le raccomandazioni attinenti all'efficace funzionamento del board (tra cui l'informativa pre-consiliare) e alla valutazione delle professionalità dei suoi componenti, nonché quelle che riguardano l'indipendenza degli amministratori: cioè quelle in cui l'applicazione del principio richiede adempimenti sostanziali, e ha effetti più incisivi e tangibili sull'efficacia dei principi di buon governo e sulla limitazione dei conflitti di interessi (sono anche le raccomandazioni che il Codice definisce con dettaglio più stringente). Tra queste, per esempio, spiccano due evidenze (che attengono direttamente agli aspetti di CG di cui ci occupiamo nello studio empirico qui condotto):

- 1) il ricorso frequente all'applicazione "sostanzialista" (cioè alla prevalenza della sostanza sulla forma) del principio dell'indipendenza degli amministratori, in merito al quale (vedi oltre) le raccomandazioni del Codice definiscono con elevato dettaglio le situazioni in cui l'indipendenza sarebbe certamente compromessa: in alcune società sono cioè considerati indipendenti i consiglieri, nonostante ricorrano le condizioni sintomatiche di violazione dell'indipendenza indicate dal Codice. Da evidenziare come l'interpretazione sostanzialista sull'indipendenza operi sempre e solo in un verso: porta a fare parecchie eccezioni rispetto alle fattispecie a rischio di indipendenza elencate dal Codice, ma non si riscontra mai il caso di eccezioni in senso opposto, cioè di amministratori considerati non indipendenti, per il verificarsi di fattispecie ulteriori rispetto a quelle previste nel Codice;
- 2) il rispetto formale del principio della definizione ex ante del termine per l'informativa pre-consiliare (fattore cruciale per una partecipazione informata e consapevole dei consiglieri alle riunioni del cda) mostra percentuali elevate, ma viene però ampiamente disatteso nella pratica. Le società aderenti al Codice (che spiegano la *non-compliance* sul punto)

adducono ragioni di riservatezza per la mancata tempestività: si tratta di eccezione incoerente con la *best practice* e con gli obblighi di riservatezza che già gravano sui componenti degli organi sociali; inoltre, il richiamo a tali ragioni risulta incongruo rispetto alla prassi, dichiarata espressamente dalla società, di utilizzare piattaforme on-line o strumenti equivalenti che hanno il pregio di assicurare ulteriori livelli di tutela della riservatezza delle informazioni trasmesse ai consiglieri.

3. Quesiti di ricerca e campione

L'analisi qui condotta mira a verificare se nei casi di eccellenza della CG come misurata dall'indice Ambrosetti del 2021 (The European House Ambrosetti, 2022), la *compliance* delle società al Codice sia effettiva e non solo formale: l'ipotesi assunta è che l'indicatore di Ambrosetti, come altri indici compositi di qualità della CG, tenda a concentrarsi sugli adempimenti formali ai principi del Codice, ovvero quelli che richiedono comportamenti esecutivi e meccanici, tralasciando gli aspetti più di sostanza, che richiedono rielaborazioni e analisi specifiche e prevedono comportamenti proattivi da parte delle imprese. Sono anche adempimenti che è più facile verificare da parte dei vigilanti, in maniera più immediata e diretta. Non è un caso che la Consob metta a disposizione delle società un facsimile di Relazione, nella quale sono indicati anche gli stili dei riquadri dove rispondere ai diversi principi/criteri e indicare/spiegare le eventuali disapplicazioni, totali o parziali. Si comprende ovviamente lo spirito sottostante (velocizzare i controlli e le comparazioni tra società), ma nello stesso tempo non si può ignorare l'effetto che questo produce sugli operatori, in termini di eccesso di "proceduralizzazione" del controllo, che autorizza ad essere esteso tale e quale anche nella fase dell'adempimento.

Si prendono in esame le 9 società finanziarie che risultano ai primi tre posti della classifica per l'indice complessivo, nei tre corrispondenti segmenti di mercato, (Intesa Sanpaolo, Generali e Unicredit per il FTSE MIB, Illimity Bank, Anima Holding, doValue per il MID-CAP e Dea Capital, Banca Carige e Banca Sistema, per lo SMALL-CAP) e le ulteriori 4 società (delle 9 complessive) tra quelle che occupano i primi tre posti per l'indice parziale riferito all'area composizione-funzionamento del cda, che è quella pertinente ai principi del Codice su cui ci focalizziamo in questo studio: Fincobank per il FTSE MIB (oltre a Unicredit e Generali già inserite), MPS e Farmafactoring per il MID-CAP (oltre Illimity già inserita) e Equita Group per lo SMALL-CAP (insieme a Dea Capital e Banca Sistema, già incluse). Si è poi inclusa nell'analisi anche Banca Generali (Gruppo Generali), perché il report Ambrosetti non chiarisce se fa riferimento al gruppo o alla banca del gruppo.

Si sono analizzate nel dettaglio⁴ le Relazioni sugli assetti proprietari e la CG del 2022 di queste società (riferite all'esercizio 2021),⁵ con adesione quindi alla nuova versione del Codice, rilasciata in data gennaio 2020 (in vigore a partire dall'esercizio 2021).

L'analisi ha considerato le società finanziarie (principalmente banche), in virtù del fatto che l'eccellenza misurata dovrebbe essere ancora più robusta, in quanto nel caso delle società finanziarie le regole sono più stringenti e molti dei principi del Codice di CG sono anche norme della vasta regolamentazione del settore: TUB, TUF, circolare 285 di Banca d'Italia e

⁴ L'analisi è stata condotta manualmente, senza ricorso a strumenti software: metodo ritenuto più affidabile e comunque, dato il numero ridotto di società, meno soggetto a rischi di incoerenza nella valutazione.

⁵ Quando richiamati nella relazione, si sono analizzati anche altri documenti societari (statuto, regolamento sul funzionamento del cda, ecc.).

regolamento applicativo della Direttiva Comunitaria CRD IV sul *fit&proper* (requisiti professionali e morali dei banchieri), nonché le recenti linee-guida di applicazione in ambito europeo di quest'ultima emanate dalla BCE e da EBA ed ESMA (2021).

L'analisi, come già detto, si è concentrata su due sole aree della CG, tra quelle più disattese in sede di applicazione e quelle che in misura più diretta impattano sulla qualità e trasparenza dei processi decisionali a tutela di tutti gli azionisti: l'indipendenza degli amministratori, che dovrebbe garantire indipendenza e oggettività dei comportamenti, e la congruità/tempestività dell'informativa pre-consiliare, che dovrebbe consentire agli amministratori di svolgere nel cda un ruolo informato e consapevole.

Il Codice, in merito ai due aspetti, fissa i principi/raccomandazioni di seguito brevemente illustrati.

Per quanto attiene all'indipendenza (art. 2, Principio 6, Raccomandazioni 5-6-7), oltre a definire un numero minimo di amministratori indipendenti (in funzione di dimensione e se con proprietà concentrata o meno) elenca in maniera molto dettagliata (nella Raccomandazione 7) le circostanze (minime) che compromettono l'indipendenza dell'amministratore come segue:

- a) se è un azionista significativo della società;
- b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un amministratore esecutivo o un dipendente:
 - della società, di una società da essa controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo;
 - di un azionista significativo della società;
- c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia amministratore esecutivo, o in quanto partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nei tre esercizi precedenti, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:
 - con la società o le società da essa controllate, o con i relativi amministratori esecutivi o il top management;
 - con un soggetto che, anche insieme ad altri attraverso un patto parasociale, controlla la società; o, se il controllante è una società o ente, con i relativi amministratori esecutivi o il top management;
- d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, da parte della società, di una sua controllata o della società controllante, una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto al compenso fisso per la carica e a quello previsto per la partecipazione ai comitati raccomandati dal Codice o previsti dalla normativa vigente;
- e) se è stato amministratore della società per più di nove esercizi, anche non consecutivi, negli ultimi dodici esercizi;
- f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo della società abbia un incarico di amministratore;
- g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale della società;
- h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti.

In aggiunta, richiede al cda di predefinire, almeno all'inizio del proprio mandato, i criteri quantitativi e qualitativi per valutare la significatività di cui alle precedenti lettere c) e d). Nel caso dell'amministratore che è anche partner di uno studio professionale o di una società di consulenza, l'organo di amministrazione deve valutare la significatività delle relazioni professionali che possono avere un effetto sulla sua posizione e sul suo ruolo all'interno dello studio o della società di consulenza, anche indipendentemente dai parametri quantitativi.

Per quanto sopra detto in merito agli aspetti di forma e di sostanza, è evidente che l'attenzione va posta non tanto al rispetto del vincolo numerico (adempimento formale facilmente verificabile e quindi difficilmente disapplicabile), ma alla fissazione ex ante di criteri congrui per valutare la significatività dei rapporti e della remunerazione aggiuntiva e parimenti all'informativa fornita agli azionisti e al mercato sulla loro applicazione analitica e trasparente. Nella Raccomandazione 10, infatti, il Codice aggiunge (CICG, 2020, p. 9):

L'esito delle valutazioni di indipendenza degli amministratori [...], di cui alle Raccomandazioni 6 e 9, è reso noto al mercato subito dopo la nomina mediante apposito comunicato e, successivamente, nella relazione sul governo societario; in tali occasioni sono indicati i criteri utilizzati per la valutazione della significatività dei rapporti in esame e, qualora un amministratore o un componente dell'organo di controllo sia stato ritenuto indipendente nonostante il verificarsi di una delle situazioni indicate nella Raccomandazione 7, viene fornita una chiara e argomentata motivazione di tale scelta in relazione alla posizione e alle caratteristiche individuali del soggetto valutato.

Per quanto attiene all'informativa pre-consiliare (art. 3, Principio IX, Raccomandazione 11), il Codice stabilisce che l'organo di amministrazione adotti un regolamento che definisce le regole di funzionamento dell'organo stesso, incluse le procedure per la gestione dell'informativa agli amministratori. Il cda deve cioè fissare preventivamente in apposito regolamento quali sono i termini per far pervenire la documentazione a supporto delle decisioni ai membri del cda, prima della riunione, e deve anche dare conto (nella relazione annuale sulla CG) del rispetto o meno delle procedure relative a tempestività e adeguatezza dell'informazione fornita.

Due ulteriori principi a completamento delle aree indagate:

- a) il Codice richiede (Raccomandazioni 13 e 14) che si nomini un amministratore indipendente quale *lead independent director* (LID), che dovrebbe rappresentare un punto di riferimento/coordinamento degli amministratori indipendenti, nei casi in cui il presidente dell'organo di amministrazione è il CEO o è titolare di rilevanti deleghe gestionali o è un azionista di controllo, ovvero (nelle società grandi: per il Codice quando la capitalizzazione supera il miliardo di euro nei tre esercizi precedenti) se lo richiede la maggioranza degli amministratori indipendenti, anche fuori dei casi citati sopra;
- b) il Codice richiede (Raccomandazione 5) che nelle società grandi gli amministratori indipendenti si riuniscano, in assenza degli altri amministratori, con cadenza periodica e comunque almeno una volta all'anno per valutare i temi ritenuti di interesse rispetto al funzionamento dell'organo di amministrazione e alla gestione sociale.

Si tratta di principi che sembrerebbero suggerire di costruire comunanza e coordinamento di azioni/comportamenti da parte degli amministratori indipendenti, che dovrebbero favorire la traduzione dell'indipendenza (in base ai criteri) in indipendenza dei comportamenti, nel solco delle linee-guida EBA ed ESMA sopra richiamate. L'azione collettiva e coordinata degli indipendenti potrebbe essere infatti più forte di quella individuale e quindi essere maggiormente in grado di tradursi in resistenza (adeguatamente argomentata) alla mentalità di gruppo.

Più nel dettaglio, in considerazione dei principi e criteri del Codice, si sono cercate nelle Relazioni analizzate le risposte ai seguenti quesiti, in merito alle due aree di focus dell'analisi:

- 1) è rispettato il vincolo numerico di indipendenti nel cda?
- 2) sono definiti ex ante i criteri quali-quantitativi per valutare la significatività delle relazioni commerciali, finanziarie e professionali?
- 3) sono congrui?

- 4) sono definiti ex ante i criteri per valutare la significatività della remunerazione aggiuntiva rispetto al compenso per la carica di cui si valuta l'indipendenza del consigliere?
- 5) sono congrui?
- 6) si dà conto analiticamente dell'applicazione nel concreto dei criteri di significatività ai singoli consiglieri?
- 7) si segnala la durata della carica degli amministratori definiti indipendenti?
- 8) si sono svolte riunioni dei soli amministratori indipendenti?
- 9) è stato nominato il LID? È spiegato il motivo dell'eventuale elusione/disapplicazione?
- 10) sono evidenziati chiaramente i casi di *non-compliance*?
- 11) quale è la qualità della spiegazione dei casi di *non-compliance*?
- 12) si fornisce informazione di dettaglio sulla lettera annuale del CIGG?⁶
- 13) si evidenziano i miglioramenti assunti nella CG in conseguenza delle indicazioni della lettera?
- 14) la Relazione rispetta e in che grado il facsimile fornito dalla Consob? Quanto è estesa? La lunghezza in pagine è correlata alla dimensione della società? La narrazione in essa contenuta è trasparente o adotta forme di manipolazione visiva?
- 15) i tempi dell'informativa pre-consiliare sono stabiliti ex ante?
- 16) sono congrui rispetto alla complessità delle riunioni del cda?
- 17) sono rispettati ex post?
- 18) che motivazioni sono fornite per il mancato rispetto?
- 19) sono indicati strumenti compensativi nel caso di non rispetto dei termini?

4. Principali risultati

Di seguito si discutono le principali evidenze emerse.

- *Vincolo numerico di indipendenti nel cda*

In generale il vincolo numerico (come atteso) è rispettato, anzi in molti casi eccede il vincolo posto dal Codice: ovvero, almeno la metà per le grandi non controllate, almeno un terzo per le controllate, almeno due per le non grandi. Nelle Relazioni è molto enfatizzata la marcata presenza di indipendenti, riscontrandosi in questo caso un comportamento fortemente mimetico tra le società: la presenza degli indipendenti, anche oltre la soglia del Codice, sembra essere una patente di legittimazione di qualità e non distorsione dei processi decisionali, a cui non è possibile sottrarsi. Tuttavia, spesso, alcuni indipendenti sono tali solo in base alla normativa (TUF, TUB, ecc.) e non anche in base al Codice (dove i requisiti per l'indipendenza sono più dettagliati e stringenti), per cui l'eccedenza rispetto alla quota definita dal Codice è in alcuni casi solo apparente; tra l'altro, all'interno della Relazione la distinzione a volte non è chiarita/spiegata ovvero viene contraddetta in punti diversi del testo.

- *Definizione e congruità dei criteri quali-quantitativi di significatività delle relazioni commerciali/finanziarie/professionali e della remunerazione aggiuntiva*

Le soglie quantitative per valutare la significatività delle relazioni non sono definite nel 40% dei casi (tra cui le due banche principali: in doValue si afferma che sono state definite ma non riportate nella relazione) in cui si indicano criteri qualitativi e generici, omettendo di definire soglie monetarie perché, quando spiegata la *non-compliance* (solo nel caso delle due banche principali) indurrebbero automatismi sconsigliabili: qui potremmo, dalla tassonomia

⁶ Annualmente il Presidente del CIGG invia una lettera di raccomandazioni (generale per tutte) alle società aderenti, evidenziando le criticità riscontrate nell'analisi delle Relazioni sulla CG dell'ultimo esercizio.

di Shrives-Brennan (2017), rinvenire strategie retoriche di occultamento/negazione e di sfida, cioè di critica implicita alla definizione di soglie numeriche raccomandata dal Codice. È interessante notare come le due banche maggiori siano anche tra quelle che nel confezionare la Relazione si distaccano maggiormente dallo schema di riferimento della Consob, quasi ad affermare autonomia e forza contrattuale nei confronti dei vigilanti, nonché pratiche più evolute di CG (la Relazione presenta aspetti grafici e di layout molto scenici). Nel caso delle altre società si tratta di *non-compliance* occultata: nel caso di doValue si rivendica esplicitamente la discrezionalità del cda “[...] nel valutare la specifica situazione tenendo conto del miglior interesse della società” a rinforzo della non esplicitazione delle soglie.

Le soglie numeriche, quando definite, sono molto variegate, come importo assoluto o relativo, oppure come base di riferimento rispetto alla quale sono definite. Spesso sono definite rispetto ad una base di riferimento non congrua: la significatività delle relazioni del singolo amministratore o della società/studio a cui appartiene dovrebbe essere definita avendo a riferimento l’entità di attività/passività/ricavi/compensi del consigliere percipiente (persona fisica o società) e non della società che le corrisponde (come pure non sembra appropriato un importo assoluto). Analogamente, nel caso della significatività della remunerazione aggiuntiva, dovrebbe essere il compenso percepito per la carica in riferimento alla quale si sta valutando l’indipendenza e non ricavi/compensi del percipiente *tout court*: il fattore che potrebbe minare l’indipendenza dell’amministratore (effetto cattura) è il suo interesse a compiacere l’organo esecutivo perché da questo derivano incarichi interni ulteriori, di maggiore interesse pecuniario per l’amministratore. Da notare, inoltre, che anche quando il riferimento è corretto, in alcuni casi non si segue il criterio di significatività suggerito da CICG,⁷ ma soglie più ampie.

In tutti i casi di *non-compliance*, questa non è chiaramente esplicitata nella Relazione e in alcuni casi neppure motivata. Generali definisce la soglia numerica, ma salvo casi particolari (non indicati quali) in cui si è valutato caso per caso, facendo prevalere la sostanza sulla forma.

- *Dettaglio su applicazione nel concreto dei criteri di significatività*

In generale, lo stile utilizzato nella narrazione è di stampo assertivo-notarile: si assicura che i criteri sono stati applicati, che le dichiarazioni di indipendenza sono state acquisite dagli amministratori interessati, si dettaglia (con dovizia di particolari) il timing delle verifiche di indipendenza condotte nell’anno e i controlli effettuati dagli organi di controllo interni (l’attestazione supplisce alla esplicitazione dell’applicazione). Assente, salvo in qualche caso sporadico, il dettaglio sull’applicazione nel concreto dei criteri con riferimenti specifici alle relazioni commerciali/finanziarie/professionali e agli incarichi interni che riguardano i componenti indipendenti del board. In alcuni casi sono forniti i profili e i curricula degli indipendenti nella Relazione, in altri casi si rinvia al sito web della società o ad altri documenti della società (alcuni ad uso interno), attivando una sorta di ‘caccia ai curricula’ da parte del lettore che volesse verificare l’esistenza delle relazioni, ma raramente si forniscono informazioni di raccordo tra le relazioni intrattenute e gli incarichi interni ricoperti (con relativa remunerazione), da un lato, e il filtro dei criteri di significatività applicato, dall’altro. Qui potremmo ravvisare una sorta di *compliance* parziale (*compromise strategy*): si definiscono i criteri per valutare la significatività delle relazioni, ma si mantiene opacità nella loro applicazione, bilanciando tra la raccomandazione del Codice su questo ultimo punto (più vaga)

⁷ Che è quello definito da Assonime: se pari o superiore a quello per la carica (cfr. CIGG, 2022, nota 104).

e l'interesse interno a mantenere flessibilità/discrezionalità di applicazione dei criteri (applicazione caso per caso).

- *Informazione su durata della carica degli amministratori definiti indipendenti*

Secondo i vigilanti (Relazioni CICG e Consob in vari anni) la durata della carica superiore ai nove anni è una delle fattispecie a rischio di indipendenza maggiormente riscontrata. Dall'esame qui svolto, molto raramente è un criterio analizzato nel dettaglio, con informazioni fornite sulla sua *compliance* o meno. Il lettore (se è autonomamente informato del requisito) deve andare a rintracciare nei curricula degli amministratori indipendenti la durata della carica. Spesso l'informazione è occultata distinguendo nella Relazione, anche con contraddizioni in punti diversi del testo, tra l'indipendenza rispetto al Codice e l'indipendenza (più lasca) rispetto al TUF (che non prevede il vincolo dei nove anni). In una società due amministratori sono indicati come indipendenti pure se la durata nella carica supera i nove anni, in un'altra il superamento dei nove anni si avrà nella coda dell'incarico. In un'altra ancora, per gli amministratori definiti indipendenti è riportata la data di prima nomina, ma è errata (è confusa con la data di nascita). La frequente *non compliance* non esplicitata su questo aspetto, supponendo la buona fede dei comportamenti, potrebbe essere spiegata, seguendo la teoria della *resource-dependence*, in termini di maggiore esperienza che la *tenure* comporta e quindi di inconsistenza percepita del requisito del Codice con la qualità delle decisioni per la banca.

- *Riunioni di soli indipendenti*

In 8 casi su 14 è prevista solo una riunione annua, segnalando (forse) che il principio tende ad essere interpretato più come un vincolo da rispettare che non una opportunità da cogliere. Solo in un caso (Unicredit) le riunioni dei soli indipendenti hanno stessa frequenza e timing delle riunioni del cda; in tre casi (Banca Sistema, Carige e Illimity) non richiesta perché non grande, nell'altro caso (Anima) nessuna riunione: in questo ultimo caso la *non-compliance* non è chiaramente esplicitata nella Relazione e la spiegazione è generica e non pertinente con l'obiettivo che questo principio mira a perseguire ("ci sono già tanti indipendenti nel cda e nei comitati endoconsiliari..."). Si potrebbero rinvenire almeno tre delle strategie retoriche della tassonomia di Shrikes e Brennan (2017) in questo caso: occultamento (non è indicata la raccomandazione del Codice violata), minimizzazione di effetti negativi e *bolstering*.

- *Nomina LID*

Il LID sembra essere uno strumento scarsamente utilizzato dalle società eccellenti per la CG. Solo due (MPS e Dea Capital) lo nominano perché ricorrono i casi indicati dalla Raccomandazione 13 del Codice. Le altre non grandi (Banca Sistema, Equita, Illimity, Banca Farmafactoring, Carige e doValue) non lo nominano perché non ricorrono i presupposti.

Anche cinque grandi (Generali, Intesa, Unicredit, Fineco, Anima) non lo nominano perché non ricorrono i presupposti, tra cui è annoverata anche la non richiesta da parte degli indipendenti; Banca Generali non lo nomina pur essendo il presidente non indipendente e ricoprendo da oltre dieci anni ruoli esecutivi nella controllante. Sebbene la raccomandazione sia (quasi) strettamente rispettata, sembrerebbe comunque ignorato che nello spirito del Codice nelle società grandi il LID è raccomandato (CICG, 2021, p. 7) come strumento di riferimento/coordinamento degli indipendenti. Questa tendenza sembra rinforzare quanto detto in precedenza in merito alle riunioni dei soli indipendenti, che è misura che si ricollega a questa: vincoli da rispettare piuttosto che opportunità da cogliere per rendere più incisiva e

coordinata l'azione degli amministratori indipendenti. Per entrambe le previsioni del Codice, nella maggior parte delle società del campione prevale una adesione da "minimo sindacale".

- *Dettaglio su lettera CICG e azioni correttive conseguenti*

Si osservano tre diverse tipologie di comportamenti in merito a questo punto, che potrebbe considerarsi una cartina di tornasole di come il processo di adesione al Codice sia consapevolmente perseguito o, piuttosto, una formalità da adempiere: il feedback da parte del CICG potrebbe infatti rappresentare un'occasione importante per l'auto-verifica e il *fine-tuning* dell'adesione al Codice. Nei casi più sbrigativi (Generali, Intesa, Anima, Farmafactoring, Carige, Illimity e Banca Sistema), poche righe di riferimento alla lettera senza commenti se non un rinvio generico alla *compliance* alle varie aree, come dettagliato nella Relazione (Shrives e Brennan, 2017, parlano in questo caso di "*hunt-the-thimble disclosure*", come variante della strategia di occultamento). Il caso opposto (Dea Capital, Equita, MPS e Banca Generali) è quello di buona trasparenza e dettaglio: sono spiegate le indicazioni fornite nella lettera e le azioni nel dettaglio assunte in risposta. Il terzo caso (Unicredit, Fineco e doValue) è una via di mezzo: indicazione più o meno generica delle aree indicate nella lettera, generica affermazione di assenza di criticità e di totale *compliance*, strategia di *self-promotion* delle due banche più grandi (autocompiacimento: "siamo-bravi").

- *Relazione: lunghezza, format Consob e qualità della narrazione*

Dieci società seguono fedelmente il format di Relazione sulla CG della Consob (Banca Generali recepisce anche gli stili dei riquadri), quattro (Intesa, Unicredit, Generali, Equita) se ne distaccano. Cento in media le pagine della Relazione; si rileva una discreta correlazione tra lunghezza della Relazione e dimensione della società, con eccezioni: Relazione di 150 pagine di una società non grande (Farmafactoring) e minimi di 52 pagine di Anima, grande in base al Codice. Idem una correlazione inversa tra adesione al format e dimensione della società: formati meno aderenti allo schema Consob e layout molto accattivanti (strumento di immagine?) delle Relazioni di Generali, Intesa e Unicredit. Per quanto attiene alla qualità della narrazione, si rinvencono alcuni casi di manipolazione visiva: *i*) informazione spezzettata in più punti (per esempio con riferimento ai criteri per la valutazione dell'indipendenza dei consiglieri), con contraddizioni tra i frame forniti in punti diversi della Relazione; *ii*) strategie di *hunt-the-thimble* e di *cv hunting*: rinvii vaghi e generici a punti della Relazione o a documenti esterni ad essa.

- *Definizione ex ante e congruità dei termini per informativa pre-consiliare*

La congruità dei termini per l'informativa a supporto dei processi decisionali dei componenti del cda è una variabile cruciale per la qualità e la trasparenza delle decisioni adottate, in considerazione anche della complessità degli ordini del giorno del board. Tutte le società del campione riferiscono termini fissati ex ante: nei casi più virtuosi 5 giorni (Fineco), in media 2-3 giorni. Visto che la congruità dipende da quanto è denso l'ordine del giorno della seduta del cda e da quanto complesse le decisioni da assumere, stupisce che termini più estesi non siano adottati dalle società più grandi, nelle quali peraltro si arguisce la complessità delle tematiche trattate e delle decisioni da assumere dalla frequenza delle riunioni dei cda e dalla loro durata. Tutte citano l'eccezione nei casi di urgenza: termini più prossimi, anche il giorno prima o genericamente "appena possibile" o addirittura in sede di riunione, rinviando al presidente (anche quando non indipendente) l'informazione ai componenti del cda. È

interessante notare come alcune società (tra cui quelle con termini più brevi) assicurino che i termini sono stati giudicati adeguati dal cda stesso.

- *Rispetto dei termini predefiniti per informativa pre-consiliare, relativa spiegazione e soluzioni adottate quando non rispettati*

La situazione non migliora se si guarda al rispetto ex post dei termini: alcune società non riferiscono proprio in merito, nei fatti risultando *non-compliant* con il Codice, ma occultando la *non-compliance*. Altre usano formule generiche: di norma, in media, generalmente, sostanzialmente rispettati, oppure salvo casi di giustificati motivi. Anche in questo caso le eccezioni lasciano gradi libertà alla società, che la *compliance* viceversa elimina. Una società cita, minimizzando, alcune eccezioni al rispetto dei termini occorse nell'esercizio, che però, ahimè, riguardano decisioni cruciali per la società quali per esempio il parere sul piano strategico, i risultati di periodo, fasi chiave di operazioni straordinarie. I motivi del non rispetto dei termini sono omessi o rinviati a generiche esigenze di riservatezza, inconsistenti in sé, come ben rileva la Relazione del CIG (cfr. § 2 sopra).

- *Esplicitazione della non-compliance e qualità della spiegazione*

Nonostante si siano analizzate le società finanziarie eccellenti per la CG secondo l'indice Ambrosetti, permangono aree di *non-compliance* o di parziale *compliance* che, come evidenziato sui singoli punti discussi in precedenza, riguardano l'indipendenza, i criteri per accertarla e la loro applicazione, gli strumenti di coordinamento dell'azione degli indipendenti (riunioni esclusive e LID), il rispetto dei termini dell'informativa pre-consiliare. La *non-compliance*, tuttavia, è solo raramente indicata chiaramente, con riferimento esplicito al principio-raccomandazione del Codice violato: quindi *compliance* apparente. E questo anche nei casi in cui la Relazione riporta con dovizia di particolari il testo del Codice o della normativa rilevante. Le spiegazioni fornite quando l'adesione non è conforme al Codice sono generiche, adducono motivazioni non pertinenti alla ratio sottostante al principio, minimizzano gli effetti negativi.

Si aggiunge, in merito all'indipendenza, il caso di Generali in cui il punto critico (presunta violazione dell'indipendenza) riguarda la modalità con cui si considera significativo l'azionista e quindi le relazioni con questo dei consiglieri, che possono minare l'indipendenza. Sembrerebbe essere questo un punto debole del Codice che non fissa soglie numeriche per la significatività dell'azionista (Balestreri e Venanzi, 2022). Il Codice definisce genericamente azionista significativo (CIG, 2020, p. 3) “[...] il soggetto che direttamente o indirettamente (attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona) controlla la società o è in grado di esercitare su di essa un’influenza notevole o che partecipa, direttamente o indirettamente, a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti esercitano il controllo o un’influenza notevole sulla società”. Nel caso citato si considerano non significativi due azionisti che detengono ciascuno oltre il 5% del capitale votante (che è generalmente la soglia che si adotta per definire una parte correlata), quando la proprietà è non concentrata e gli azionisti rilevanti (sopra il 3% del capitale) sono quattro (tra cui i due considerati non significativi, che fanno parte peraltro di un patto di sindacato che raggiunge una quota simile a quella del primo azionista rilevante). Stupisce che la Relazione non ritenga necessario fare chiarezza sul punto. Si comprende lo spirito del Codice (la necessità di valutare caso per caso la significatività), ma nello stesso tempo non si possono ignorare gli ampi margini di discrezionalità lasciati alla sua applicazione.

5. Preliminari conclusioni e implicazioni di policy

L'analisi condotta ha evidenti limiti: campione di società limitato⁸ e due sole aree di CG analizzate. E tuttavia la realtà che emerge potrebbe almeno instillare qualche dubbio su quanto sia effettiva l'adesione al Codice delle società finanziarie italiane e la qualità della loro CG: al di là del posizionamento al top nell' EG index di Ambrosetti delle società indagate e nonostante si tratti in prevalenza di banche (sotto il radar della regolazione), sono presenti vari ambiti di limitata (solo formale?) applicazione dei principi-criteri del Codice, o quanto meno di opacità nell'informare gli azionisti e il mercato su di essa e nello spiegare i motivi della elusione/disapplicazione (confermando peraltro, dieci anni dopo, criticità già rilevate in Di Battista et al., 2014).

Si potrebbero trarre alcune indicazioni di policy:

- a) i vigilanti dovrebbero andare oltre l'adesione dichiarata (o di facciata) ed entrare nel merito, per distinguere i comportamenti seri e rigorosi da quelli "solo apparentemente" conformi. In particolare, per quanto attiene all'indipendenza, dovrebbero pretendere dalle società di esplicitare con massima trasparenza nella Relazione l'applicazione chiara e dettagliata dei criteri predefiniti dal Codice e dalle società stesse (per valutare la significatività delle relazioni e della remunerazione aggiuntiva) a tutti i consiglieri definiti indipendenti o comunque almeno a quelli la cui indipendenza appare più dubbia, per esempio nei casi sensibili di potenziali relazioni rilevanti (per esempio top manager di società non finanziarie, che potrebbero essere debitrice della banca) o di rilevanza della remunerazione aggiuntiva (consiglieri con lunga lista di incarichi anche passati in società collegate/controllate dalla banca). Meglio un minore numero di consiglieri indipendenti, ma indipendenti per davvero;
- b) in prospettiva, per valutare l'indipendenza degli amministratori, potrebbe essere giunto il momento per i supervisor di attrezzarsi per l'analisi diretta dei comportamenti effettivi degli indipendenti nell'ambito specifico del board in esame, come suggerito da EBA ed ESMA (cfr. infra § 1). Nel caso delle banche, per esempio, sottoposte alla vigilanza della BCE o delle banche centrali, questo controllo potrebbe essere fatto dai c.d. *joint supervisory teams* (JST), analizzando per esempio i verbali delle riunioni degli organi, almeno sulle questioni di maggiore rilevanza, da integrare con colloqui diretti con gli amministratori indipendenti e con i componenti dell'organo di controllo o con la partecipazione a incontri periodici programmati. Sembrerebbe una proposta "irrealistica" e non praticabile per l'enorme mole di lavoro che richiede. Eppure, consideriamo due aspetti: 1) non servirebbe la lettura di tutti i verbali, ma sarebbe sufficiente leggere quelli che prevedono all'ordine del giorno argomenti "cartina di tornasole", per esempio il sistema della remunerazione premiale del CEO (il membro che esprime con competenza critiche o propone soluzioni alternative o correzioni mostra massima indipendenza di giudizio, perché si tratta di un tema che tocca direttamente gli interessi – le tasche – del CEO, che è colui che dispensa le cariche all'interno del gruppo e stila la lista del cda in sede di suo rinnovo), oppure pareri su operazioni a carattere straordinario, quali per esempio fusioni o acquisizioni; 2) esistono ormai, anche a buon prezzo, software di *content analysis* che consentono in tempi rapidi (una volta stabilito dall'analista il criterio di ricerca) il controllo e le analisi statistiche di migliaia di pagine di documenti. Verbali con dibattito e argomentazioni critiche fondate sarebbero segno di trasparenza e attivismo degli amministratori indipendenti: l'adozione di questa pratica da parte dei vigilanti potrebbe incentivare il

⁸ Si noti, tuttavia, che sono in numero più della metà delle banche quotate di diritto italiano.

- dibattito consigliare, limitando la pratica (sconsigliabile perché non trasparente) di sanatoria dei dissensi preventiva/esterna alle riunioni del board;
- c) regolatori e vigilanti dovrebbero provare a fornire alle società indicazioni/incentivi che depotenzino il focus attuale (sia del Codice che dell'adesione ad esso) sui processi e spingano piuttosto ad una maggiore attenzione ai fini e ai risultati che si possono ottenere/si sono ottenuti con l'adozione delle buone pratiche. Per esempio, chiedendo alle società di definire, misurare e monitorare (su un arco temporale adeguato) l'impatto atteso, per macroaree di principi e pratiche di CG, sulla performance, sulla riduzione del rischio, sulla qualità delle decisioni assunte: è un compito certamente non facile, ma potrebbe indurre/stimolare le banche ad una maggiore attenzione alle opportunità che una buona governance potrebbe consentire. In parallelo, sviluppando studi/analisi empiriche che mostrino la coerenza dei principi/raccomandazioni del Codice con il miglioramento della performance, la riduzione del rischio, la migliore qualità dei processi decisionali, come di recente fatto ad esempio da OECD (2022) nella riformulazione dei principi di CG: la consultazione pubblica della nuova versione (in fase di rilascio) è accompagnata da studi/analisi che supportano la diffusione e coerenza dei principi con la qualità dei processi decisionali;
 - d) come emerso, prevalgono comportamenti intermedi di *compliance* parziale, apparente o *non-compliance* occultata, piuttosto che di *non-compliance* esplicitamente dichiarata e appropriatamente spiegata. Ipotizzando che la ragione di questi comportamenti non sia il *self-interest* dei decisori (distorto da conflitti di interessi) o la volontà di mantenersi gradi di libertà, flessibilità applicativa, aree grigie di applicazione caso-per-caso, una ragione potrebbe anche dipendere dalla difficoltà a percepire come e quando la *non-compliance* è legittimata ed equiparabile alla *compliance* e quali spiegazioni possono essere considerate appropriate. Il Codice italiano definisce chiaro il principio di che cosa va spiegato nel caso di *non compliance* (in linea con la Raccomandazione della Commissione Europea del 2014), ma lo fa nell'introduzione e genericamente per tutti i principi e le raccomandazioni, mentre potrebbe dare indicazioni/eseemplificazioni più specifiche sulle singole buone pratiche richieste, sulla falsariga del FRC in UK;
 - e) il Codice potrebbe enfatizzare il ruolo del LID e delle riunioni di soli indipendenti come strumenti di coordinamento e rafforzamento dell'azione dei consiglieri indipendenti, perché praticino una vera indipendenza dei comportamenti: l'azione collettiva e coordinata degli indipendenti è certamente più forte di quella individuale e maggiormente in grado di tradursi in resistenza (adeguatamente argomentata) alla mentalità di gruppo. Per esempio, estendendo la nomina del LID anche al caso di presidente non indipendente, oppure fissando un numero minimo di riunioni annue superiore a uno o ancora applicando la raccomandazione anche alle società non grandi (il rischio di non indipendenza effettiva non dipende dalla dimensione);
 - f) da ultimo, il Codice dovrebbe enfatizzare la rilevanza della lettera annuale del Presidente del CICG: la sua analisi da parte delle società potrebbe rappresentare un'occasione utile di auto-verifica dell'adesione al Codice e di *fine-tuning* delle pratiche adottate, traendo indicazioni per azioni correttive e dandone conto nel dettaglio nella Relazione. In questo caso, però, la lettera dovrebbe essere personalizzata (e non genericamente riferita a tutte le società), cioè dovrebbe evidenziare le specifiche criticità della CG della singola società ricevente (come peraltro avviene in alcuni paesi europei): la lettera personalizzata (e resa pubblica) e il dialogo costruttivo con le società aderenti sono strumenti cruciali di monitoraggio sulle pratiche di CG, coerenti con il *self-regulatory approach*. Un aspetto critico su questo punto è la credibilità dell'organismo che effettua il monitoraggio, che si lega all'assenza di conflitti di interessi (ecoDA, 2015). Ora, nel caso del CICG, la presenza delle associazioni di categoria delle società aderenti e di Borsa Italiana (ente privato, di cui

le aderenti sono clienti) può far sorgere dubbi sull'efficacia del monitoraggio, anche se la volontarietà dell'adesione al Codice è coerente con la responsabilità del monitoraggio in capo all'organismo di auto-regolazione. Il dibattito sul tema è aperto: miglioramenti in questo ambito potrebbero essere apportati, guardando per esempio alle scelte di altri paesi europei, come Germania, Francia, Danimarca, Belgio; a titolo di esempio, la presenza di indipendenti o organismi pubblici nell'organo che effettua il monitoraggio, un dialogo costante tra l'organismo di *self-regulation* e i vigilanti, un monitoraggio delle pratiche di CG più orientato sulle criticità piuttosto che sulle eccellenze, ecc.

Riferimenti bibliografici

- Achtenhagen L., Inwinkl P., Björktoorp J. e Källenius R. (2018), "More than two decades after the Cadbury Report: How far has Sweden, as role model for corporate-governance practices, come?", *International Journal of Disclosure & Governance*, 15(4), pp. 235-251.
- Aggarwal R., Erel I., Stulz R.M. e Williamson R. (2009), "Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences", *Review of Financial Studies*, 22(8), pp. 3131-3169.
- Arcot S. e Bruno V. (2005), "In letter but not in spirit: an analysis of corporate governance in UK", disponibile all'indirizzo internet: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.819784>
- Arcot S. e Bruno V. (2011), "Silence is not golden: governance standards, transparency, and performance", tesi di dottorato London School of Economics, disponibile all'indirizzo internet: https://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/sarcot_1105.pdf
- Balestreri A. e Venanzi D. (2021), *Conflitti di interessi e finanza – Come individuarli e prevenirli*, Milano: McGraw-Hill.
- Balestreri A. e Venanzi D. (2017), Documento di risposta alla consultazione pubblica di EBA ed ESMA, *Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*.
- Balestreri A. e Venanzi D. (2022), Documento di risposta alla consultazione pubblica di OECD, *Draft Revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.oecd.org/corporate/Balestreri-2022-review-principles-corporate-governance-comment.pdf>
- Beattie V., McInnes W. e Fearnley S. (2004), "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes", *Accounting Forum*, 28(3), pp. 205-236.
- Bianchi M., Ciavarella A., Novembre V. e Signoretti R. (2011), "Comply or Explain: Investor Protection Through the Italian Corporate Governance Code", *Journal of Applied Corporate Finance*, 43(1), pp. 107-123.
- CICG – Comitato Italiano per la Corporate Governance (2022), *Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 10° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina, Milano: Comitato per la Corporate Governance, Borsa Italiana, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2022.pdf>
- CICG – Comitato Italiano per la Corporate Governance (2021), *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 9° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina, Milano: Comitato per la Corporate Governance, Borsa Italiana, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2021.pdf>
- CICG – Comitato Italiano per la Corporate Governance (2020), *Codice di Corporate Governance*, Milano: Comitato per la Corporate Governance, Borsa Italiana, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>
- Commissione Europea (2010), *Europa 2020. Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, comunicazione della Commissione, COM(2010) 2020 final, 3 ottobre 2010, disponibile all'indirizzo internet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC2020>
- Commissione Europea (2011), *Libro Verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011) 164 final, 5 aprile 2011, disponibile all'indirizzo internet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0164>
- 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*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2012) 740 final, 12/dicembre 2012, disponibile all'indirizzo internet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740>
- Commissione Europea (2014), *Raccomandazione della Commissione del 9 aprile 2014 sulla qualità dell'informativa sul governo societario ('comply or explain')*, (2014/208/EU) 12 aprile 2014, disponibile all'indirizzo internet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208>

- de Andres Alonso P. e Vallelado E. (2008), "Corporate governance in banking: The role of the board of directors", *Journal of Banking & Finance*, 32(12), pp. 2570-2580.
- Di Battista M.L., Schwizer P. e Stefanelli V. (2014), "Banche e adesione al Codice di autodisciplina sulla corporate governance: forma o sostanza?", *Bancaria*, 4, pp. 40-56.
- DiMaggio P. e Powell W. (1983), "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, 48(2), pp. 147-160.
- EBA – European Banking Association (2011), *EBA Guidelines on Internal Governance*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/103861/e03ae4b3-1059-4d2a-a5ff-35a287f8c850/EBA-BS-2011-116-final-EBA-Guidelines-on-Internal-Governance-%282%29_1.pdf
- EBA – European Banking Association ed ESMA – European Securities and Market Authority (2021), *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave*, EBA/GL/2021/06, ESMA35-36-2319, 2 luglio 2021, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.eba.europa.eu/joint-esma-and-eba-guidelines-assessment-suitability-members-management-body-revised>
- ECB – European Central Bank (2023), *SREP 2022 Aggregate Results*, 8 febbraio, Frankfurt am Main: European Central Bank, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/srep/2023/html/ssm.srep202302_aggregateresults2023.en.html#toc1,
- ecoDA (The European Voice of Directors) (2015), *Corporate Governance Compliance and Monitoring Systems across the EU*, disponibile all'indirizzo internet: https://ecoda.eu/wp-content/uploads/2019/08/31719_EcoDa_CGC_report_v2.pdf
- Fernandes C., Farinha J., Martins F.V. e Mateus C. (2018), "Bank governance and performance: a survey of the literature", *Journal of Banking Regulation*, 19 (3), pp. 236-256.
- Financial Reporting Council (2021), *Improving the quality of comply-or-explain reporting*, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.frc.org.uk/getattachment/6a4c93cf-cf93-4b33-89e9-4c42ae36b594/Improving-the-Quality-of-Comply-or-Explain-Reporting.pdf>
- Financial Reporting Council (2022), *Review of Corporate Governance Reporting*, disponibile all'indirizzo internet: https://www.frc.org.uk/getattachment/6a896f6b-8f4a-4a19-8662-f87a269ffce3/Review-of-Corporate-Governance-Reporting_-2022.pdf
- Gompers P., Ishii J. e Metrick A. (2003), "Corporate Governance and Equity Prices". *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-156.
- OECD (2021), *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>
- OECD (2022), *Review of the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.oecd.org/corporate/review-oecd-g20-principles-corporate-governance.htm>
- Oliver C. (1991), "Strategic responses to institutional processes", *Academy of Management Review*, 16(1), pp. 145-179.
- Pathan S. e Faff R. (2013), "Does board structure in banks really affect their performance?", *Journal of Banking & Finance*, 37(5), pp.1573-1589.
- Schwizer P. (2014), "Regole, equilibri e sfide culturali nell'evoluzione della corporate governance della banca commerciale", in AA.VV. (a cura di), *La banca commerciale in Italia. Tradizione e innovazione*, Bancaria Editrice.
- Shrives P.J. e Brennan N.M. (2017), "Explanations for corporate governance non-compliance: A rhetorical analysis", *Critical Perspectives on Accounting*, 49, pp. 31-56.
- Shrives P.J. e Brennan N.M. (2015), "A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations", *The British Accounting Review*, 47, pp. 85-99.
- Thanasas G.L., Kontogeorga G. e Drogalas G.A. (2018), "Does the 'capstone' of the 'comply or explain' system work in practice? Evidence from Athens Stock Exchange", *Corporate Governance*, 18 (5), pp. 911-930.
- The European House Ambrosetti (2022), *Osservatorio Corporate Governance*, Diciottesima Edizione, Rapporto finale edizione 2022, Milano: The European House, Ambrosetti S.p.A.
- Wang W.K., Lu W.-M. e Lin Y.-L. (2012), "Does corporate governance play an important role in BHC performance? Evidence from the U.S.", *Economic Modelling*, 29(3), pp. 751-760.
- Zahra S. A. e Pearce J. A. (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model", *Journal of Management*, 15(2), pp. 291-334.