

# ACCEPTED MANUSCRIPT

## IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE TRA VINCOLI REGOLAMENTARI E VINCOLO DELLA CREAZIONE DI VALORE

Prof. Cesare Bisoni, Emerito di Economia degli Intermediari Finanziari, Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, Via Berengario, n. 51, Modena, mail [cesare.bisoni@unimore.it](mailto:cesare.bisoni@unimore.it)

Prof. Riccardo Ferretti, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, Viale Allegri, n. 9, Reggio Emilia, mail [riccardo.ferretti@unimore.it](mailto:riccardo.ferretti@unimore.it)

Giugno 2019

*Titolo in inglese*

Bisoni Cesare and Riccardo Ferretti, *The Board of Directors between the devil and the deep sea: bank regulation and value creation*

*Abstract – in inglese*

The Board of Directors of banks always had to reconcile the objective of creating value for the shareholders with regulatory constraints. In the last few years the task has become more difficult due to the growing incisiveness of the regulation and supervisory activities, to the changes that have occurred in the shareholding structure of banks and in the rules that define shareholders' rights and their interaction with the banks, to the greater attention paid to the requests made by stakeholders, above all in terms of the sustainability of the bank's objectives and the ethical behavior of its representatives, to the growing need to produce nonfinancial information of better quality. The paper tries to highlight the impacts that all this has produced on the activity of the Board of Directors in terms of complexity and responsibility and, as a consequence, of skills and time commitment required to its members. This involved a change in the process of identifying suitable candidates; given this necessity, the Authorities have defined more restrictive criteria in terms of individual characteristics and new rules with regard to the qualitative and quantitative composition of the Board.

*Keywords – in inglese:* Banks, Board of Directors, Corporate Governance, Regulation, Shareholders, Stakeholders, Sustainability

*JEL Classification –* A13, G21, G23, G32, G34, M14

Cesare Bisoni e Riccardo Ferretti (2019), Il consiglio di amministrazione tra vincoli regolamentari e vincolo della creazione di valore, *Banca Impresa Società* / a. XXXVIII, n. 2, pp. 229-250.

## IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE TRA VINCOLI REGOLAMENTARI E VINCOLO DELLA CREAZIONE DI VALORE

Il Consiglio di Amministrazione delle banche si è sempre trovato nella condizione di dover conciliare l'obiettivo della creazione di valore per i propri azionisti con i vincoli regolamentari ma negli anni più recenti il compito si è fatto più arduo. Ciò a motivo della crescente incisività della regolamentazione e dell'attività di vigilanza, dei cambiamenti che si sono manifestati nell'azionariato delle banche e nelle norme che definiscono i diritti degli azionisti e la loro interazione con le banche, della maggiore attenzione posta alle richieste avanzate dagli *stakeholders* soprattutto in termini di sostenibilità degli obiettivi della banca e di comportamenti etici da parte dei suoi esponenti, della crescente necessità di produrre un'informativa, non solo finanziaria, di migliore qualità.

I tradizionali vincoli regolamentari e di creazione di valore hanno pertanto assunto connotazioni diverse: da un lato, la crescente e più incisiva regolamentazione impone, anche in termini gestionali, una ben maggiore attenzione rispetto al passato; dall'altro, l'obiettivo della creazione di valore deve essere perseguito nel rispetto delle attese, non solo di tipo finanziario, degli azionisti e degli *stakeholders*.

La presente relazione si propone di evidenziare gli impatti che tutto ciò ha prodotto sull'attività del Consiglio di Amministrazione in termini di complessità e di responsabilità e, quindi, di competenze e di impegno di tempo richiesti ai suoi membri. Questo ha comportato un cambiamento nel processo di individuazione dei candidati a farne parte e di tale necessità si sono fatte carico in primis le autorità che hanno definito, da un lato, criteri più restrittivi in termini di caratteristiche individuali e, dall'altro, nuove regole di composizione quali-quantitativa del Consiglio.

### **1. L'impatto della regolamentazione e dei cambiamenti di scenario sulla composizione e sul funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei Comitati**

Nel corso degli ultimi anni, in particolare dall'avvio della cosiddetta Basilea 4, vi è stata un'accentuazione degli interventi regolamentari - aventi l'obiettivo di aumentare la resilienza del sistema bancario - che ha prodotto miglioramenti nella quantità e qualità dei mezzi propri, nei livelli di liquidità, nella qualità degli attivi, nei sistemi di controllo e gestione dei rischi, nell'organizzazione e pianificazione strategica delle banche. La maggiore sicurezza e solidità delle banche ha un costo in termini di minore redditività, con effetti negativi sia sulla patrimonializzazione sia sulla creazione di valore per gli azionisti.

È cresciuta, inoltre, l'importanza assegnata dalle autorità ai temi di *governance*. Molte istituzioni - in particolare la Commissione Europea, l'OECD, il Comitato di Basilea e la European Banking Authority - sono intervenute nel tempo, dettando regole o fornendo indicazioni ispirate dall'esigenza di garantire il buon funzionamento e la stabilità del settore bancario, di salvaguardare i diritti degli azionisti e degli *stakeholders*, di stabilire un clima di fiducia e trasparenza per favorire gli investimenti di lungo periodo<sup>1</sup>. I temi di *governance* sono anche tra le priorità del Single Supervisory Mechanism tanto che sono oggetto di valutazione ai fini dello SREP.

---

<sup>1</sup> OECD: *The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies* (G20-OECD 2015, 7).

In Italia il punto di riferimento in materia è rappresentato dal Codice di Autodisciplina varato dal Comitato per la Corporate Governance (Comitato per la Corporate Governance, 2018), a cui partecipano le principali associazioni di impresa e di investitori istituzionali.

Le regole legano l'efficacia e l'efficienza del Consiglio di Amministrazione alla qualità dei componenti e alla sua composizione in termini di diversità di genere, di competenze e di esperienze (ESMA-EBA 2017; European Central Bank 2018a). La diversità è giudicata un elemento molto importante poiché la presenza di più punti di vista dovrebbe consentire, all'interno del Consiglio, una discussione più vivace e produttiva sull'ampia gamma dei temi che fanno periodicamente parte dell'agenda (Vella 2014, 302-303). Pur ammettendo che la diversità sotto il profilo indicato rappresenta un punto di forza, soprattutto quando è accompagnata da un'elevata qualità personale dei membri, non è detto che essa accresca necessariamente il livello di "challenge" nei confronti del management, e ciò anche a causa della presenza di significative asimmetrie informative.

Le continue innovazioni regolamentari e il loro maggiore grado di complessità impongono al Consiglio di Amministrazione di dedicarvi un tempo crescente, sia per prenderne conoscenza sia per verificare la *compliance* delle azioni con le norme. Ciò, da un lato, richiede che i membri dispongano di competenze - anche tecniche - prima non strettamente necessarie e, dall'altro, genera il rischio che si dedichi sempre meno tempo e minore attenzione alle questioni strategiche e allo sviluppo dell'impresa, ponendo quasi in secondo piano il business, l'assunzione di rischi coerenti con gli obiettivi di remunerazione del capitale e i piani di successione, spesso trascurati (Assonime 2018, 9) ma della cui importanza c'è una crescente consapevolezza; in altre parole, i temi strategici chiave la cui soluzione, soprattutto in un periodo di grandi cambiamenti, deve garantire la sostenibilità della banca nel lungo periodo.

Che l'attuale sia un periodo di grandi cambiamenti è sottolineato anche dal rapido sviluppo di nuove tecnologie che impongono alle banche di rivedere i propri modelli di business e di valutazione dei rischi. Livelli aggiuntivi di complessità sono, infatti, determinati dal crescente rischio di attacchi informatici, che espongono le banche anche a danni alla reputazione oltre che di natura economica (Ambrosetti 2018, 7); è compito del Consiglio di Amministrazione verificare nel continuo la capacità dell'organizzazione di prevenire e, nel caso, reagire prontamente e efficacemente. In quest'ottica è indispensabile che la banca si doti di un piano per gestire le crisi, lo tenga costantemente aggiornato e il Consiglio si assicuri che ciò avvenga. Tali sviluppi, con i connessi rischi, richiedono, in molti casi, uno specifico arricchimento delle competenze all'interno del Consiglio di Amministrazione.

L'attività del Consiglio è oggi più complessa che in passato anche a motivo della persistente crisi, che rende le valutazioni e le decisioni più difficili. Le decisioni di natura strategica devono essere prese in condizioni di scenario meno decifrabili poiché l'incertezza regna un po' ovunque: nella durata della crisi o meglio nella capacità di molte economie cosiddette avanzate di tornare a crescere; nell'instabilità dei mercati che impone di effettuare valutazioni con gradi di rischio e di

---

Basel Committee on Banking Supervision: *Effective corporate governance is critical to the proper functioning of the banking sector and the economy as a whole. Banks perform a crucial role in the economy by intermediating funds from savers and depositors to activities that support enterprise and help drive economic growth. Banks' safety and soundness are key to financial stability, and the manner in which they conduct their business, therefore, is central to economic health. Governance weaknesses at banks that play a significant role in the financial system can result in the transmission of problems across the banking sector and the economy as a whole. The primary objective of corporate governance should be safeguarding stakeholders' interest in conformity with public interest on a sustainable basis. Among stakeholders, particularly with respect to retail banks, shareholders' interest would be secondary to depositors' interest* (Basel Committee on Banking Supervision 2015, 3).

European Banking Authority: *Trust in the reliability of the financial system is crucial for its proper functioning and a prerequisite if it is to contribute to the economy as a whole. Consequently, effective internal governance arrangements are fundamental if institutions individually and the banking system they form are to operate well* (European Banking Authority 2019,4).

incertezza maggiori; nella pressione dei controlli e della regolamentazione, che nel settore finanziario è, come si è detto, forte e crescente ed è fonte di costi e di vincoli sempre maggiori.

Poiché l'individuazione dei fattori di successo e la scelta del modello di business sono più complicati, il raggiungimento degli obiettivi definiti dal piano strategico è più sfidante. È, quindi, necessario che il Consiglio di Amministrazione sia posto nelle condizioni di effettuare un monitoraggio continuo: la possibilità di disporre di analisi e previsioni accurate rappresenta un vantaggio competitivo importante. Nel caso di eventi imprevedibili come esito, ma certi nel manifestarsi, è indispensabile che il Consiglio disponga di scenari alternativi e possa poi velocemente adattare, in base allo scenario reale, le proprie scelte strategiche e le proprie decisioni tattiche.

In sostanza l'incertezza geo-politica e quella regolamentare accrescono il livello dei rischi e, di conseguenza, richiedono agli organi di governo della banca e al management una focalizzazione su questi temi e una capacità di prevedere e anticipare gli eventi ben maggiore che in passato. La possibilità di rispondere con successo a questa sfida è tanto più elevata quanto più Consiglio e management sono coesi, evitando di trascurare inconsapevolmente i temi di business, dal cui successo dipendono le sorti della banca e l'apprezzamento degli investitori.

La qualità dei membri del Consiglio è pure decisiva e può determinare il successo o l'insuccesso dell'impresa. Altrettanto importante è garantire la qualità del management nel tempo e fare in modo che la banca non rimanga senza guida in caso di abbandono del Chief Executive Officer o dei principali managers. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione deve assicurarsi che siano in atto adeguati piani di successione e che la banca sia in grado di attrarre dall'esterno persone di qualità aperte al cambiamento.

Le informazioni fornite al Consiglio di Amministrazione sono, alla luce della nuova situazione, e delle conseguenti responsabilità, molto più numerose rispetto al passato. Il maggior flusso di informativa - che potrebbe essere migliorato in termini di tempestività e di fruibilità della documentazione fornita (Vella 2014, 328; Comitato per la Corporate Governance, 2018, 78; Assonime 2018, 6) - si dovrebbe ripercuotere favorevolmente sul livello della discussione durante le riunioni del Consiglio e sulla capacità dei suoi membri di approfondire gli argomenti e, quindi, di contribuire non solo alla discussione ma anche alle decisioni. Ciò può essere facilitato da presentazioni del management focalizzate sugli aspetti critici e sulle decisioni da prendere.

La conseguenza immediata è la crescita del tempo richiesto ai membri del Consiglio di Amministrazione per comprendere appieno e approfondire i contenuti della documentazione fornita. Di questo forse non si ha piena coscienza ma si tratta di una questione molto rilevante perché ha effetti sul *time commitment* dei singoli membri, sulla qualità del contributo che essi sono in grado di fornire e sulle responsabilità individuali (Ambrosetti 2018, 27). Il problema non può essere risolto solo ponendo un limite al numero degli incarichi in capo ai singoli membri del Consiglio. Si potrebbe anche ipotizzare che nelle organizzazioni più grandi e complesse e nei gruppi bancari l'incarico sia incompatibile con altre attività, ma sono evidenti i risvolti in termini di compenso. Il tema della remunerazione è certamente delicato poiché ha connessioni con la performance della banca, con le condizioni politiche generali e con la tendenza in atto - favorita dalle crisi bancarie recenti - a giudicare comunque eccessivi i compensi riconosciuti agli esponenti bancari.

In quest'ottica maggiore importanza può essere assegnata ai Comitati - in particolare quelli dedicati ai controlli e rischi e alla *governance* - per il ruolo di analisi e di sostegno alle decisioni che possono svolgere a favore del Consiglio di Amministrazione. Perché ciò accada occorre che siano garantite la competenza e l'esperienza dei membri sui temi oggetto dell'attività del Comitato. Tale attività deve però trovare esito in un adeguato report in sede di riunione del Consiglio di Amministrazione; se questo, come spesso succede, è di carattere generale o troppo sintetico, è compromessa la visione complessiva dei problemi e viene meno il ruolo collegiale del Consiglio nella fase deliberativa.

È importante che il Consiglio di Amministrazione e i Comitati siano in grado di valutare nel continuo l'efficienza e l'efficacia della propria attività (Carretta, Farina, Schwizer 2015) nel rispondere alle esigenze che nel tempo si presentano, anche in funzione dei mutamenti che si manifestano nell'ambiente in cui opera la banca e, conseguentemente, nelle scelte strategiche ed operative.

In assenza di specifici indicatori diretti a misurare la performance del Consiglio di Amministrazione, dovrebbe venire in soccorso il processo di autovalutazione annuale, solitamente effettuato con il supporto di società di consulenza specializzate. La sua efficacia è peraltro dubbia in quanto la materia è meno regolata di altre aree della *governance* e, quindi, le banche godono di ampia discrezionalità sia nel definire i contenuti e le modalità di raccolta delle opinioni, sia nel trattamento dei risultati e nella loro diffusione all'interno e all'esterno della banca (Comitato Italiano per la Corporate Governance 2018, 53; Assonime 2018, 8). Riguardo ai contenuti, le aree investigate riguardano spesso solo il funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei Comitati, la partecipazione e il *commitment* dei loro membri, le dinamiche interne; quasi mai ci si apre a temi di natura strategica, culturali o relativi alle relazioni con l'esterno. In più, raramente i risultati inducono a interventi di modifica della situazione esistente. Infine, poiché tende a prevalere l'aspetto di confidenzialità, dato che si tratta di temi "sensibili", ne consegue che l'autovalutazione può essere di utilità, in alcuni casi, nel migliorare l'efficacia dell'attività del Consiglio ma, data la scarsa trasparenza, non risponde alle esigenze degli azionisti, che si trovano spesso nella condizione di dover eleggere gli amministratori non disponendo di sufficienti informazioni.

Negli ultimi tempi i Consigli di Amministrazione di alcune banche italiane hanno scelto di seguire la via della presentazione in assemblea di una propria lista di amministratori con la motivazione di pervenire ad una composizione ottimale del Consiglio sotto il profilo della diversità di genere, delle competenze, delle esperienze e dell'indipendenza attraverso una procedura le cui caratteristiche sono esplicitate in modo trasparente. Questa scelta è vantaggiosa, in particolare, quando si è in presenza di un azionariato molto frammentato, il che rende più difficile pervenire ad una composizione del Consiglio con le caratteristiche richieste. Permane però il rischio di autoreferenzialità e di perpetuazione nel tempo del Consiglio di Amministrazione nella sua presente composizione; quando ciò si manifesta - come è successo per altre vie nel caso di alcune banche popolari - possono affermarsi modelli di *governance* non ottimali.

Nella misura in cui ai Comitati è affidato un ruolo importante, anche oltre quello assegnato dalla normativa, un'attività di coordinamento tra il Presidente del Consiglio di Amministrazione e i Presidenti dei Comitati può essere di grande utilità, anche per verificare che tutti i temi rilevanti abbiano appropriata trattazione. Inoltre, al fine di garantire che sia dato adeguato spazio all'aggiornamento continuo del Consiglio e alla discussione informale dei cambiamenti in atto nell'industria e delle questioni strategiche rilevanti, possono sorreggere periodici *off-site meetings*. Analoghi benefici sono apportati da programmi di *induction* (Schwizer, Casiraghi, Stefanelli 2015), in particolare se dedicati a temi, come la sostenibilità e l'etica, su cui è richiesto oggi un maggiore coinvolgimento degli amministratori.

## **2. I mutamenti nell'azionariato delle banche e l'impatto sulla *governance***

La *governance* delle banche maggiori è fortemente influenzata dal mutamento che, da qualche tempo, si sta registrando nel loro azionariato: hanno perso quota, soprattutto per effetto dei numerosi aumenti di capitale che si sono resi necessari, gli azionisti storici; in alcuni importanti casi si tratta di Fondazioni di origine bancaria, orientate a una visione di lungo periodo volta al mantenimento di forti legami con il territorio di riferimento ma, proprio per questo - data l'esigenza di corrispondere ai ricorrenti bisogni che lo stesso territorio manifesta - interessate anche a percepire dividendi con continuità. A queste banche si sono avvicinati azionisti provenienti dal mercato - di natura diversa tra loro e quindi con obiettivi diversi - alcuni dei quali interessati alla

performance immediata della banca, altri (quali i fondi attivisti) interessati a cogliere le occasioni di guadagno che si presentano, altri ancora interessati alla creazione di valore nel lungo termine (Ambrosetti 2018, 6). Da qui l'esigenza per le banche di definire un'allocatione del capitale che combini la visione di lungo periodo con l'esigenza di soddisfare le richieste di ritorno in termini di creazione di valore e distribuzione di dividendi. Gli azionisti provenienti dal mercato, in particolare, richiedono che i *drivers* attraverso cui tale creazione di valore viene perseguita siano esplicitati, possibilmente discussi in modo trasparente e adeguatamente misurati. In proposito, va tenuto conto che oggi essi dispongono, molto più che in passato, di strumenti conoscitivi che li pongono in una posizione favorevole per avanzare le loro richieste e valutare se la strategia della banca è coerente con gli obiettivi proposti. Comunque, tutti gli azionisti, a qualsiasi categoria appartengano, premono perché si affermino regole di *governance* che garantiscano che i loro interessi siano tenuti in debito conto e sia possibile, nel rispetto dei rispettivi ruoli, un'interazione con il Consiglio di Amministrazione.

È quindi necessario che il Consiglio sia costantemente aggiornato sui rapidi mutamenti che si manifestano nel mercato per tenerne conto nella definizione delle opzioni strategiche e organizzative e nelle scelte, in modo da rispondere alle richieste che dal mercato stesso provengono e per far sì che gli azionisti percepiscano un allineamento del Consiglio e del management nel perseguimento degli obiettivi.

Va poi considerata l'affermazione, nei tempi più recenti, in molti paesi, di posizioni politiche che tendono a garantire maggiormente i diritti degli azionisti; si pensi, in particolare, al varo della Shareholder Rights Directive II (SRD II)<sup>2</sup> che risponde, in parte, alla lentezza nel rinnovamento dei codici di *corporate governance* o ai ritardi nella loro adozione da parte delle banche e, in parte, alla scarsa trasparenza dei rapporti tra banche e azionisti e alla volontà di ampliare il controllo sui sistemi di remunerazione dei top managers della banca, limitando gli spazi di manovra sui sistemi incentivanti, che devono essere sempre più correlati agli obiettivi di creazione di valore e di sostenibilità della banca nel medio lungo termine.

L'attenzione del Consiglio di Amministrazione sull'evoluzione geo-politica - soprattutto in tempi di grande incertezza come quelli attuali - è fondamentale per valutare per tempo condizioni che, soprattutto in considerazione della crescente diffidenza nei confronti di coloro che governano le banche, possono tradursi in regole tali da rendere più difficile il perseguimento degli obiettivi aziendali.

Va però sottolineato che se le regole privilegiano il contenimento del rischio e la solidità della banca, e il loro rispetto presuppone un significativo incremento nei costi di organizzazione e applicazione del sistema dei controlli, può generarsi un conflitto rispetto alle richieste di profittabilità degli azionisti.

### **2.1. Il rapporto con gli azionisti**

Se l'evoluzione normativa, regolamentare e di vigilanza ha senza dubbio accresciuto, come si è detto, la solvibilità delle singole banche e la resilienza dell'intero sistema, ha anche comportato effetti negativi sui costi operativi (maggiori costi di *compliance*) e su alcune componenti di ricavo (via *derisking*) che, unitamente ad altri fattori di contesto (bassi tassi d'interesse, ingresso di nuovi competitors, aumento degli NPE), hanno compresso la redditività delle banche a livelli inferiori al costo del capitale (Sironi 2018) e conseguentemente il loro valore di mercato. Le stesse autorità di controllo hanno più volte sottolineato la necessità di recuperare adeguati tassi di profittabilità attraverso una revisione dei modelli di business e maggiore efficienza operativa e nella selezione del credito (Barbagallo 2016). Dal resto, «*Banks' safety and soundness and, more generally, the*

---

<sup>2</sup> Direttiva (UE) n. 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017.

*stability of the banking industry, not only depend on banks' solvency and liquidity, but also on their ability to generate adequate profits. A bank that is not able to generate an adequate return on equity tends to lose shareholders, diminish its market cap and gradually decrease its solvency. In other words, a bank that is not adequately profitable cannot guarantee its sustainability over time (Sironi 2018; 53).»*

I primi interessati ad un ritorno alla capacità di creare valore sono ovviamente gli azionisti delle banche. Gli stimoli in tal senso esercitati dai soci sugli amministratori sono tanto più efficaci quanto maggiore è l'impegno degli stessi nel monitoraggio della gestione e nel dialogo con i vertici aziendali. L'obiettivo, come si è detto, deve riguardare il perseguimento di una redditività sostenibile nel lungo periodo piuttosto che effimeri risultati di breve periodo. Un'iniziativa in questa direzione è l'approvazione della citata SRD II, volta proprio ad incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti, tenuto conto del peso crescente degli investitori istituzionali e degli *asset managers* nell'azionariato delle società quotate.

## **2.2. La Shareholder Rights Directive II**

La SRD II modifica la Direttiva n. 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Questo impegno (cosiddetto *engagement*) è ritenuto parte essenziale del modello di governo societario delle società quotate in quanto leva per migliorarne non solo i risultati finanziari ma anche quelli ambientali, sociali e di *governance*.

In questo contesto, la SRD II attribuisce un ruolo di rilievo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, sempre più presenti, come già evidenziato, nell'azionariato delle società quotate. In capo ad essi, e ai consulenti in materia di voto, vengono posti, in un'ottica "comply-or-explain", diversi obblighi di trasparenza sulla loro politica di impegno (Capo I ter). In particolare, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono tenuti, da un lato, a sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento; dall'altro, a comunicare al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno (art. 3 octies). La politica descrive le modalità con cui essi monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno. Il reporting delle modalità di attuazione include una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto e l'indicazione di come hanno votato nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti.

Attraverso queste disposizioni, il legislatore europeo stimola gli investitori istituzionali (imprese di assicurazione o di riassicurazione, fondi pensione), i gestori di attivi (Sgr, Sicav e Sicaf) e i consulenti in materia di voto ad esercitare un concreto monitoraggio delle scelte compiute dagli amministratori delle società in portafoglio e di esercitare i propri diritti sociali con l'obiettivo di orientare le società partecipate verso una creazione di valore adeguata e sostenibile nel lungo periodo. La crisi finanziaria del biennio 2007-2008 avrebbe infatti fra le sue cause un insufficiente *engagement* degli azionisti nel contrastare l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei manager e lo sbilanciamento verso risultati di breve periodo.

L'iter di recepimento nel nostro ordinamento è in corso e il termine ultimo è fissato al 10 giugno 2019. I riferimenti normativi in materia sono contenuti nell'art. 1, comma 1 e nel relativo Allegato A della Legge 25 ottobre 2017, n. 163 ("Legge di delegazione europea 2016/2017"), nonché nel disegno di legge di delegazione europea 2018 (il "Ddl 2018"), approvato dalla Camera dei Deputati il 13 novembre 2018 ed ora assegnato al Senato. Il 19 novembre 2018, il Ministero dell'Economia

ha posto in consultazione lo schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva, con invio delle osservazioni entro il 18 dicembre. Il Consiglio dei Ministri, nella riunione del 7 febbraio 2019, ha approvato in esame preliminare lo schema di decreto legislativo. Riguardo la trasparenza in tema di engagement, lo schema, all'art. 3, comma 2, adegua il TUF alle previsioni della Direttiva, introducendo nel Capo II del Titolo III della Parte IV, una nuova Sezione I-ter (Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto) costituita dagli artt. 124/ter – 124/novies. La disciplina dei termini e delle modalità di assolvimento degli obblighi di comunicazione è demandata ad appositi regolamenti delle competenti autorità (Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip)<sup>3</sup>.

La SRD II offre dunque un quadro normativo a quella interazione crescente fra investitori professionali e società quotate che le autorità e il mercato da tempo considerano funzionale alla sostenibilità delle gestioni aziendali ed ai correlati codici di autodisciplina (Valenise 2019), che individuano le *best practices* per una relazione fruttuosa e rispettosa dell'assetto regolatorio. Ci si riferisce ai codici di corporate *governance* e ai codici di *stewardship* rivolti, rispettivamente, alle società quotate e agli investitori.

### **2.3. I codici di corporate governance e di stewardship**

In molti paesi esistono codici di corporate *governance* e di *stewardship* elaborati, vuoi dalle autorità di vigilanza o da enti di emanazione governativa, vuoi da soggetti privati rappresentativi di varie categorie di operatori del mercato finanziario, vuoi infine dagli investitori istituzionali o da loro associazioni (Alvaro, Maugeri, Strampelli 2019). L'essenza e lo scopo di tali codici, così come la loro interconnessione, sono ben sintetizzati nel preambolo ai Global Governance Principles redatti dall'International Corporate Governance Network (ICGN Global Governance Principles 2017) dove si legge: «*The ICGN Global Governance Principles (GGP) serve as ICGN's primary standard for well-governed companies <...> The GGP is focused around company governance and how board directors should promote successful companies, thereby creating sustainable value creation for investors while having regard to other stakeholders. The GGP should be read alongside the ICGN Global Stewardship Principles (GSP) which set out best practices in relation to investor governance and stewardship obligations, policies and processes. These two documents promote ICGN's long-held position that both companies and investors share a mutual responsibility to preserve and enhance long-term corporate value, and thereby contribute to sustainable capital markets and societal prosperity.*»

Prima di analizzare la situazione italiana, è bene precisare che secondo alcuni (Alvaro, Maugeri, Strampelli 2019; 15-17) i termini *stewardship*, *activism* e *engagement* rappresentano concetti diversi. La *stewardship* ha un connotato funzionale rappresentando l'insieme delle attività di controllo che un soggetto esercita sull'operato di un altro soggetto, nel caso specifico tutte le iniziative che gli investitori istituzionali attuano per controllare le azioni poste in essere dalle società partecipate al fine di tutelare l'interesse dei propri clienti. L'*engagement* è invece: «una delle attività costitutive del più ampio concetto di *stewardship* (anche se rappresenta l'attività più importante e senza la quale non potrebbe esserci *stewardship*). In effetti, l'attivismo degli investitori istituzionali, oltre a comprendere un dialogo propositivo (cosiddetto "purposeful dialogue") con il Consiglio di Amministrazione di una società partecipata, condotto nella stragrande maggioranza dei casi nell'ambito di riunioni ad essi riservate, sembra racchiudere al suo interno tutta una serie di altre iniziative, con finalità di monitoraggio e collaborazione con le società oggetto di investimento, che rientrano nel concetto di attivismo e non in quello di *engagement*.» *Engagement* e *activism*

---

<sup>3</sup> Alla data di consegna della presente relazione per la pubblicazione degli Atti del Convegno risulta che Il Consiglio dei Ministri, nella riunione dell'8 maggio 2019, ha approvato la versione definitiva del decreto (Decreto Legislativo 10 maggio 2019 n. 49, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 10 giugno 2019).

connotano invece il diverso comportamento di due tipologie di azionisti: «da un lato, gli investitori istituzionali “tradizionali” (fondi pensione, fondi UCITS, assicurazioni, fondi sovrani non speculativi né aggressivi), per i quali, a valle di una attività di *monitoring*, la decisione di esercitare i diritti partecipativi ha carattere reattivo, esplicandosi come conseguenza di vicende puntuali di cattiva gestione societaria; dall’altro, i fondi speculativi (fondi *hedge*, fondi di *private equity*, fondi sovrani “aggressivi”, ecc.) i quali, dopo aver selezionato potenziali target (ossia emittenti a loro avviso sottovalutati dal mercato perché caratterizzati da un governo societario inefficiente), si adoperano, oltre che con un costante *monitoring*, anche attivamente esercitando pressione sugli amministratori affinché siano programmati cambiamenti nell’assetto di governo e nelle politiche di impresa.»

Per quanto riguarda il Codice di Autodisciplina formulato dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana, l’art. 9 (Rapporti con gli azionisti) pur trattando soprattutto il tema dell’assemblea dei soci raccomanda al Consiglio di Amministrazione di “instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli” (Principio 9.P.2.). Si sottolinea come sia nell’interesse dell’emittente stesso mantenere un dialogo continuativo con tutti gli azionisti e in particolare con gli investitori istituzionali. Nulla si aggiunge su contenuti e modalità; l’unica raccomandazione è che il tutto avvenga nel rispetto della disciplina sulla divulgazione di informazioni privilegiate (Comitato per la Corporate Governance 2018).

I Principi Italiani di Stewardship adottati da Assogestioni si ispirano all’EFAMA Code for External Governance, approvato dall’European Fund and Asset Management Association, e si rivolgono alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli per stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e le società quotate in cui esse investono. I Principi offrono linee guida per il monitoraggio, l’*engagement* e il voto nelle società quotate oggetto d’investimento in merito a: i) strategia e performance delle partecipate; ii) questioni ordinarie di *corporate governance*, quali costituzione, elezione, successioni e remunerazione del Consiglio di Amministrazione; iii) approccio alla responsabilità sociale d’impresa; iv) gestione dei rischi. Il codice prevede l’adozione di una politica d’impegno documentata e la sua comunicazione al pubblico (Principio 1); il monitoraggio delle partecipate (Principio 2); la definizione delle circostanze che richiedono un intervento attivo, corredate di tempistiche e modalità, ad esempio incontri con il management, con le strutture di investor relation, con i consulenti dell’emittente, con i membri degli organi di amministrazione e/o controllo (Principio 3); la valutazione di eventuali collaborazioni con altri investitori istituzionali (Principio 4); la definizione di strategie per l’esercizio consapevole dei diritti di voto nelle società partecipate (Principio 5); la registrazione dell’esercizio dei diritti e la loro divulgazione (Principio 6). Sostanzialmente si tratta di indicazioni in armonia con le previsioni della SRD II. Vale la pena sottolineare come nell’ambito delle attività di monitoraggio (Principio 1), di intervento e *engagement* (Principio 2) le società di gestione debbano chiedere agli emittenti quotati partecipati e ai loro consulenti di assicurare che eventuali informazioni che potrebbero compromettere la capacità di negoziare le azioni di detti emittenti non siano comunicate senza preventivo consenso. In aggiunta, la procedura che disciplina gli incontri con gli organi sociali delle partecipate deve prevedere espressamente l’impegno dei membri di tali organi a non divulgare informazioni sensibili o riservate in occasione degli incontri stessi. Nelle ipotesi di collaborazione con altri investitori (Principio 4) si invita a porre particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto (Assogestioni 2016).

#### **2.4. Le criticità e le conseguenze dell’engagement**

Le cautele appena citate evidenziano come certe forme di *engagement* siano esposte a criticità di ordine giuridico. Da un lato, la cooperazione con altri investitori non deve assumere connotazioni tali da integrare gli estremi del concerto rilevante ai fini OPA; dall’altro, è lecito chiedersi come si ponga il dialogo fra amministratori e investitori rispetto alla disciplina degli abusi di mercato, un

dialogo generalmente privato (“behind-the-scenes”), sia alla luce del rischio di una comunicazione “selettiva” di informazioni privilegiate, sia perché l’acquisizione di tali informazioni, anche garantendone la riservatezza, impedisce all’investitore di negoziare le azioni coinvolte fino a che l’informazione non sia resa pubblica dall’emittente. Diverse analisi (Strampelli 2018; Alvaro, Maugeri, Strampelli 2019) arrivano tuttavia alla conclusione che né la regolamentazione delle OPA né quella degli abusi di mercato limitino in misura significativa l’attività di *engagement*, soprattutto se condotta in conformità ai codici di *stewardship*.

L’*engagement* degli investitori professionali per una creazione di valore sostenibile nel lungo termine delle partecipate non può essere dato per scontato pur in assenza di limiti giuridici. In primo luogo, non tutti gli investitori professionali hanno obiettivi di lungo termine, si pensi ai fondi c.d. attivisti o speculativi che perseguono esplicitamente risultati in tempi brevi<sup>4</sup>. In secondo luogo, anche gli investitori istituzionali “tradizionali” possono non avere stimoli sufficienti ad impegnarsi in un’attività comunque costosa. Le argomentazioni più ricorrenti sono (Alvaro, Maugeri, Strampelli 2019; 7-8):

- l’elevata movimentazione del portafoglio gestito, con conseguente preferenza per la liquidità rispetto alla *voice*;
- l’elevata diversificazione del portafoglio, con conseguente sproporzione tra costi di monitoraggio (raccolta di informazioni specifiche sull’impresa, comunicazione con gli amministratori, organizzazione di eventuali sollecitazioni delle deleghe) e ricavi conseguibili in caso di successo, attesa la ridotta consistenza del singolo investimento, sia in termini assoluti sia in relazione alla complessiva dimensione del portafoglio;
- il rischio di *free-riding* da parte degli altri azionisti e soprattutto dei gestori concorrenti che abbiano investito nella stessa società; la penuria di risorse, sia di persone sia di mezzi, dedicate al monitoraggio delle società in portafoglio, da cui discende la mancanza di una conoscenza adeguata delle caratteristiche specifiche della singola impresa e del singolo mercato nel quale essa opera (come attesta il frequente ricorso alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*);
- i conflitti di interesse nascenti dalle relazioni d’affari intrattenute con l’emittente dal gruppo di appartenenza dell’investitore istituzionale, il quale difficilmente intraprenderà allora iniziative di contrapposizione con il management.

A ciò si aggiunga la crescita esponenziale dei fondi passivi. Da un certo punto di vista, l’obbligo di mantenere l’investimento in certi titoli finché gli stessi fanno parte dell’indice di riferimento dovrebbe rendere questi fondi particolarmente interessati alle sorti di lungo periodo delle società partecipate e quindi propensi a svolgere attività di *engagement*. Da un altro, il loro successo fra il pubblico degli investitori è legato soprattutto ai ridotti costi di gestione che mal si conciliano con i costi dell’*engagement*.

Se sul piano teorico vi può dunque essere qualche incertezza sull’esistenza di incentivi all’impegno di lungo termine per la gran parte degli investitori istituzionali e gestori di attivi, sul piano empirico è indubbio che stiano crescendo l’*engagement* e altre forme di attivismo di questi operatori verso le società partecipate e con esse una certa preoccupazione da parte dei vertici aziendali verso i fondi attivisti. Secondo un recente studio-sondaggio di AlixPartners tra i dirigenti di 500 società quotate in Europa: a) il 68% delle aziende è preoccupata per la crescita del fenomeno; b) sebbene il 65% ritenga che sia molto aumentata l’importanza di gestire il fenomeno, solo il 47% ha predisposto una strategia per affrontare l’intervento di un fondo attivista, mentre il 32% si dichiara impreparato (Olivieri 2019).

Resta il fatto che le modifiche nella composizione dell’azionariato a favore di *asset managers* e l’insoddisfacente redditività rendono le banche italiane oggetto di attenzione tanto dell’attivismo

---

<sup>4</sup> Bonisconi et al. (2018), analizzando la letteratura empirica in materia, rilevano come l’intervento dei fondi attivisti, crei valore per la società target non solo nel breve ma anche nel lungo periodo.

reattivo, quanto di quello più speculativo. Questo pone la necessità di sviluppare strutture organizzative, procedure e politiche di comunicazione diverse dai modelli classici di investor relation (Strampelli 2018; 194): «*While traditional investor relations activities are aimed at promoting the issuers' securities, the engagement by directors with key shareholders considered here usually aims to listen to shareholders in order to gain insights into their views, opinions, and concerns. <...> Ultimately, director-institutional investor dialogue is a means of limiting litigation or avoiding more aggressive forms of shareholder activism such as shareholder proposals, proxy contests, or withdrawal.*»

Tutto ciò implica un più diretto coinvolgimento dei membri del Consiglio di Amministrazione nell'attività di investor relations sulla base di una strategia di consultazione degli azionisti più significativi, magari tramite visite da parte di amministratori indipendenti. Secondo l'ex presidente della Security and Exchange Commission, Mary Jo White, l'engagement con gli azionisti si configura come un vero e proprio dovere degli amministratori.<sup>5</sup>

L'ascolto del punto di vista degli azionisti può accrescere la qualità del rapporto fra amministratori esecutivi e non esecutivi e fra questi ultimi e il management in almeno due aspetti (Beatty, 2017). Da un lato, l'acquisizione di prospettive strategiche dall'esterno, eventualmente diverse da quelle del top management, favorisce lo sviluppo di un'effettiva discussione interna al Consiglio di Amministrazione, in assenza della quale i benefici attesi dalla diversità restano pura teoria. Dall'altro, sapere che la performance del Consiglio è oggetto di monitoraggio nell'ambito dell'attività di *stewardship* induce i membri a sviluppare relazioni più trasparenti coi manager da cui fondamentalmente dipende il flusso informativo a loro disposizione. Una trasparenza che necessariamente deve estendersi ai meccanismi di autovalutazione del Consiglio affinché diventino un segnale di qualità per differenziarsi dai competitor nel raccogliere il gradimento degli investitori. Questi stessi meccanismi possono rendere meno esposta al rischio di autoreferenzialità l'attribuzione al Consiglio della facoltà di presentare una propria lista all'assemblea dei soci, così come accrescere la sensibilità verso i fattori ambientali, sociali e di *governance* (i temi cosiddetti ESG) nella funzione obiettivo della banca di riflesso all'importanza da essi assunta nelle politiche allocative di investitori istituzionali e gestori di attivi.

### **3. Sostenibilità ed etica: impatto sulla *governance* e sull'organizzazione della banca**

La *governance* delle banche, quindi, per quanto detto, non è più legata solo alla regolamentazione; hanno sempre più rilevanza le aspettative e le valutazioni degli azionisti - in particolare gli investitori/fondi - e più in generale degli *stakeholders*, in particolare i dipendenti, i clienti, la comunità in cui la banca opera.

Gli investitori - che recepiscono la sensibilità crescente su questi temi da parte dei loro clienti - e gli *stakeholders* mostrano una sempre maggiore attenzione verso i fattori ESG e, oltre ad utilizzare criteri di selezione degli investimenti conseguenti (Ambrosetti 2018, 15), valutano l'effettiva inclusione di questi temi nella strategia e nell'operatività della singola banca poiché li considerano determinanti per la sostenibilità dei risultati nel lungo periodo. Anche la Commissione Europea ha preso posizione attraverso un Piano d'Azione che ha l'obiettivo di favorire la destinazione di fondi verso l'economia sostenibile, gestire i rischi collegati ai fattori ambientali e promuovere una visione di lungo periodo nella definizione degli obiettivi strategici delle imprese. Ai fattori ESG, in passato, è stata dedicata scarsa attenzione da parte degli organi di governo delle banche - in particolare quelle italiane - e molti ritengono che ciò sia stata una delle cause delle crisi bancarie degli ultimi anni, con danni significativi sotto il profilo reputazionale. Emergono, quindi, per le banche, nuovi rischi collegati alle scelte rispetto a tali fattori e ai rapporti che si instaurano con gli azionisti e gli

---

<sup>5</sup> Remarks at the 10th annual Transatlantic Corporate Governance Dialogue, speech by chair Mary Jo White, US Securities and Exchange Commission, December 3, 2013, sec.gov.

*stakeholders*. La definizione di specifiche *policies* interne e la creazione di strutture dedicate all'identificazione e al monitoraggio di questi rischi, attraverso appropriati strumenti, è di grande utilità ai fini del completamento del quadro dei rischi di cui la banca - e innanzitutto il Consiglio di Amministrazione - deve essere consapevole e deve misurare e gestire, nell'ambito del complessivo *Risk Appetite Framework* (COSO-WBCSD 2018).

I valori che la banca assume come guida nella propria attività devono essere esplicitati e fatti propri da Consiglio di Amministrazione e management, devono trovare attuazione nelle scelte e nei comportamenti e devono poter essere verificati anche all'esterno poiché gli investitori sono interessati a capire se le loro aspettative sono tenute in debito conto.

Una recente indagine ha evidenziato che è cresciuta all'interno dei Consigli di Amministrazione - anche attraverso dedicati programmi di *induction* - la consapevolezza della necessità di dedicare (maggiore) attenzione ai temi ESG e del conseguente impatto in termini di *governance* e strategie oltre che di modelli di business, mentre è tuttora limitato l'effettivo *engagement* (Consob-Methodos 2018, 5-14).

In questo ambito si può porre il discusso tema del *corporate purpose*, ossia della massimizzazione del valore sociale dell'impresa in alternativa alla massimizzazione del valore per gli azionisti (Hart, Zingales 2017), tema che diventa rilevante soprattutto quando le dimensioni dell'impresa (e quindi della banca) sono tali da far godere alla stessa una posizione di forza significativa. Il problema va posto probabilmente in termini di contemperazione tra i due obiettivi (Masera 2006, 141 s.; Calandra Buonauro 2011, 530/l s.). In questo caso ci si deve chiedere come garantire che, all'interno del Consiglio di Amministrazione, l'obiettivo della massimizzazione del valore sociale dell'impresa, di interesse degli *stakeholders*, sia adeguatamente rappresentato e perseguito non a discapito dell'interesse degli azionisti. Secondo alcuni, la risposta sta nella regolamentazione piuttosto che nelle modalità di nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione.

Poiché fare della sostenibilità un fattore rilevante nelle decisioni strategiche delle banche determina un mutamento dal punto di vista della *governance*, delle scelte organizzative e degli investimenti, occorre, da un lato, che le strutture della banca condividano la scelta di considerare la sostenibilità un elemento critico di valutazione e, dall'altro, che le decisioni di investimento accettabili o preferibili dal punto di vista della sostenibilità non producano significativi effetti negativi sulla profittabilità della banca.

Riguardo all'etica, la maggior parte delle banche ha varato nel tempo codici di comportamento, comunicati all'esterno, che dovrebbero guidare i dipendenti nello svolgimento della loro attività quotidiana - nei confronti dei colleghi, dei clienti, della comunità - con l'obiettivo di garantire che la banca goda di una buona reputazione. Da qui a sostenere che vi sia una loro concreta applicazione è un passo lungo. Affinché non rimangano sulla carta è necessario che sia avviato un processo di identificazione di valori chiave, che essi siano condivisi dal Consiglio di Amministrazione, che il top management sia disponibile a farli propri dando dimostrazione, attraverso l'esempio, che essi costituiscono una guida nei loro comportamenti, che siano interiorizzati da parte dei dipendenti, i quali devono poter verificare che comportamenti quotidiani in linea con tali valori sono apprezzati da parte dei loro superiori e trovano conferma nelle politiche di remunerazione.

Da segnalare, in questo campo, le iniziative del Banking Standards Board e i risultati dell'indagine che annualmente viene svolta - in collaborazione delle banche inglesi - con l'obiettivo di accrescere, in materia, gli standard di comportamento e competenza nel settore bancario. L'indagine (Banking Standards Board 2017/2018, 68-70) mostra che:

- i dipendenti credono che la banca viva effettivamente i valori che ha definito quando agisce nell'interesse dei suoi clienti e i top managers si muovono in quella direzione;
- la percezione che i dipendenti hanno di essere trattati lealmente e con rispetto è strettamente legata al loro grado di benessere;

- un freno alla volontà dei dipendenti di esprimere le proprie opinioni è rappresentato dalla paura di subire conseguenze negative, oppure di non esser ascoltati.

La capacità di intervenire su questi punti è condizione per un effettivo miglioramento della situazione e la presa d'atto, da parte delle banche, dei risultati dell'indagine è un punto di partenza importante. L'utilità dell'indagine e la serietà con cui le banche prendono i risultati è dimostrato dal fatto che dal confronto con le indagini precedenti emerge che le criticità si riducono con il passare del tempo.

Il raggiungimento degli obiettivi prefissati si fonda su alcuni principi che mirano al rafforzamento della professionalità dei dipendenti, per cui deve essere assicurato che:

- ogni dipendente, a prescindere dal ruolo che riveste, sia motivato e preparato - anche attraverso appropriate regole e interventi formativi - ad agire negli interessi dei clienti e, più in generale, della comunità in cui la banca opera;
- la banca favorisca una cultura di sincerità, onestà, dibattito e sostegno;
- le iniziative orientate a rafforzare la professionalità dei dipendenti siano, oltre che coerenti con gli obiettivi, efficaci ed efficienti.

La valutazione delle banche si basa oggi anche sulle scelte che esse compiono riguardo a questi temi; al Consiglio di Amministrazione spetta definire una propria lista di priorità - anche in funzione dell'influenza che i singoli *stakeholder* possono esercitare sulla banca e sulle sue decisioni -, individuare le modalità attraverso cui affrontarli, verificare nel tempo i progressi compiuti e la loro coerenza con le scelte effettuate.

In questa attività possono venire in aiuto le analisi di scenario, prospettive e di benchmarking disponibili, i dati forniti dalle agenzie dedicate ai temi della sostenibilità e dell'etica, gli strumenti di ascolto, interni ed esterni, di cui si è dotata o si può dotare la banca. La costruzione di un'appropriata analisi di materialità - attraverso la raccolta di dati all'interno e all'esterno (*stakeholders*) della banca utilizzando i diversi canali disponibili e lo sviluppo di un'effettiva capacità di ascolto - è di aiuto nella definizione delle aree di interesse, delle priorità, dei rischi e delle opportunità (Consob 2017, 39). La complessità dell'attività richiesta per presidiare il processo comporta il coinvolgimento di quasi tutte le funzioni della banca, ma ciò rappresenta un punto di forza in quanto favorisce un'adesione completa al processo stesso.

Il Comitato del Consiglio di Amministrazione dedicato ai temi di *governance* - al quale potrebbe essere formalmente assegnata la competenza in materia di sostenibilità - ha un ruolo importante nell'analisi degli sviluppi del processo, nel fornire indicazioni riguardo ad approfondimenti su specifici argomenti, nell'attivare periodiche verifiche sui progressi ottenuti ed eventualmente richiedere interventi correttivi, nell'assicurare che il Consiglio di Amministrazione sia costantemente coinvolto nelle discussioni e nelle decisioni sui temi ESG (in particolare quelli che generano i maggiori rischi per la banca) e che di ciò si trovi adeguato riscontro nei verbali delle riunioni. È poi necessario che il Consiglio definisca il peso che i temi etici e la *compliance* con essi, ad esempio nei rapporti con i clienti, hanno nella valutazione della performance dei dipendenti e nella loro remunerazione.

Va sottolineato che il modo in cui il Consiglio di Amministrazione si pone sui temi ESG è diventato oggetto di attenta valutazione, da parte dei nuovi azionisti, anche in sede di assemblea annuale, soprattutto quando è all'ordine del giorno il rinnovo del Consiglio stesso.

Anche le autorità di vigilanza hanno accresciuto l'attenzione sui temi di sostenibilità ed etici sottolineando la necessità che le banche favoriscano lo sviluppo di una cultura che non tollera comportamenti scorretti e mette in primo piano la buona reputazione. E di ciò si deve trovare conferma nei sistemi di incentivazione, che devono premiare l'onestà e la rettitudine delle persone (Lautenschlager 2018)

#### 4. L'informazione finanziaria e non finanziaria

Il mutato quadro dei rapporti con gli investitori assegna un ruolo più importante all'informazione e impone un mutamento nelle modalità di comunicazione della strategia, degli obiettivi e dei risultati, sia di natura finanziaria che non finanziaria, e attribuisce, di conseguenza, maggiori responsabilità al Consiglio di Amministrazione.

La maggiore trasparenza richiesta a chi opera nelle banche, soprattutto quelle quotate, è sicuramente uno dei maggiori cambiamenti che hanno interessato l'attività degli organi societari ed è un passaggio fondamentale verso relazioni più aperte nei confronti degli azionisti, degli *stakeholders* e, più in generale, del mercato.

In sostanza, si è sensibilmente ridotta, anche a seguito della maggiore disponibilità di informazioni, la possibilità per la banca di scegliere i temi su cui concentrare la comunicazione.

In particolare, è diventata sempre più importante la comunicazione non finanziaria al mercato, poiché è crescente la richiesta da parte di azionisti e *stakeholders* di informazioni quantitative e qualitative meno "di rito", affidabili e sempre più analitiche (in particolare per quanto riguarda i temi ESG), dalle quali si possano cogliere le posizioni che il Consiglio di Amministrazione ha assunto e intende assumere per il raggiungimento di una sostenibile creazione di valore nel lungo periodo. L'analisi di materialità è lo strumento per identificare le informazioni rilevanti da includere nella rendicontazione e la qualità dei risultati è funzione del livello di coinvolgimento degli *stakeholders*, sia interni che esterni; inoltre essa è di grande utilità in ottica strategica perché facilita l'individuazione dei rischi e delle opportunità in campo ESG (KPMG-NED Community, 28). L'importante ruolo dell'informazione su questi temi ha avuto anche, qualche tempo fa, un riconoscimento in sede europea attraverso un'apposita Direttiva recepita nel 2016 in Italia<sup>6</sup>. L'indagine sopra citata ha dato conto dell'impatto della nuova normativa nel primo anno di applicazione, evidenziando che la gran parte delle imprese osservate hanno operato in un'ottica di pura *compliance*, mentre alcune di grandi dimensioni hanno dato avvio a un effettivo processo di cambiamento che ha riguardato la *governance*, le strategie e i modelli di business (Consob-Methodos 2018).

Sono di crescente interesse anche le informazioni relative al codice etico e alla sua concreta applicazione, così come la misurazione e la gestione dei rischi di natura non finanziaria - che dovrebbe essere parte rilevante del bilancio integrato, sempre più diffuso come strumento di trasmissione all'esterno delle scelte aziendali - in modo da consentire agli investitori una visione più completa delle scelte strategiche ed operative che guidano il business nella propria attività.

Una corretta e ampia diffusione all'esterno delle informazioni che sono di principale interesse degli azionisti, e sulle quali essi possono autonomamente esprimere il proprio giudizio, contribuisce a stabilire condizioni di fiducia tra questi e il Consiglio di Amministrazione, a facilitare la valutazione delle attività di quest'ultimo, a garantire che gli azionisti possano esercitare i propri diritti e, di conseguenza, a ridurre le campagne attiviste. È quindi necessario che il Consiglio, come peraltro suggerito anche dal Single Supervisory Mechanism (European Central Bank, 2018b), dedichi maggiore attenzione alla comunicazione che viene data all'esterno - sinora quasi sempre lasciata nelle mani del management - oggi resa più complessa dalla moltiplicazione dei canali di comunicazione.

---

<sup>6</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recepita con D. Lgs. n. 254, 30 dicembre 2016.

## Bibliografia

- S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli (2019). Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive, Consob, Quaderni Giuridici, n. 19.
- Ambrosetti-The European House (2018), L'osservatorio sull'eccellenza dei sistemi di governo in Italia. Rapporto finale.
- Assogestioni (2016), Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate.
- Assonime (2018), Report on Corporate Governance practices in Italy: An assessment of the Italian CG Code implementation.
- Banking Standards Board (2018), Annual Review 2017/2018.
- C. Barbagallo (2016). Banche e Vigilanza in Europa: il quadro attuale e le prossime sfide. Intervento al III Forum Fisac CGIL Nazionale Banche e Assicurazioni, Roma, 20 settembre.
- Basel Committee on Banking Supervision (2015), Guidelines Corporate governance principles for banks.
- D. R. Beatty (2017). How activist investors are transforming the role of public company boards, McKinsey, January.
- A. Bonisconi, M. Priori, R. Marini, N. Padovani (2018). Activist Hedge fund, CBA, ottobre.
- V. Calandra Buonauro (2011), Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori, Giurisprudenza Commerciale, n. 4.
- A. Carretta, V. Farina, P. Schwizer (2015), Evaluating the board of directors of financial intermediaries: competencies, effectiveness and performance, in A. Carretta, P. Schwizer (2015), Governance 2.0, Bancaria Editrice.
- Comitato per la Corporate Governance (2018), Codice di Autodisciplina.
- Comitato Italiano per la Corporate Governance (2018), Relazione 2018 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate.
- Commissione Europea (2018), Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile.
- Consob (2017), Report on corporate governance of Italian listed companies.
- Consob-Methodos (2018), Non financial information as a driver of transformation. Evidence from Italy.
- COSO-WBCSD (2018), Enterprise risk management.
- EFAMA (2011), Code for external governance. Principles for the exercise of ownership rights in investee companies.
- ESMA-EBA (2017), Final Report. Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key functions holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU.
- European Banking Authority (2019), Final Report on EBA guidelines [on outsourcing arrangements](#).
- European Central Bank (2018a), Banking Supervision, Guide to fit and proper assessment.
- European Central Bank (2018b), SSM thematic review on profitability and business models. Report on the outcome of the assessment.
- G20-OECD (2015) Principles of Corporate Governance.
- O. Hart-L. Zingales (2017), Companies should maximize shareholder welfare not market value, ECGI Working Paper Series in Finance, n. 251.
- ICGN Global Governance Principles (2017), International Corporate Governance Network 2017, 5th Edition.
- ICGN Global Governance Stewardship (2016), International Corporate Governance Network 2016.

KPMG-NED Community (2018), Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità.

S. Lautenschlaeger (2019), Risks to banks from inside and out, 14<sup>th</sup> Asia-Pacific High level Meeting on Banking Supervision, Sidney, 13 February.

R. Masera (2006), La corporate governance nelle banche, il Mulino.

A. Olivieri (2019). Attivisti, nel mirino 12 società italiane, Il Sole 24 Ore, 31 gennaio.

P. Schwizer, R. Casiraghi, V. Stefanelli, (2015), Effective governance and skilled boards: The rationale behind induction and training programs for directors, in A. Carretta, P. Schwizer (2015), Governance 2.0, Bancaria Editrice.

A. Sironi (2018). The evolution of banking regulation since the financial crisis: a critical assessment. November; Bocconi University, Department of Finance.

G. Strampelli (2018). Knocking at the boardroom door: a transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice, Virginia Law & Business Review, forthcoming vol. 12 (2).

P. Valensise (2019). Il recepimento della SRD II sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte, Dirittobancario.it, Gennaio.

F. Vella (2014), Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance, Banca Impresa Società, n. 2.

M. J. White (2013), Remarks at the 10th annual Transatlantic Corporate Governance Dialogue, December 3.