

# **Disclosure e creazione di valore nelle banche: un'analisi empirica sulle banche quotate italiane**

*Stefania Sylos Labini*

Università degli Studi di Foggia  
Via Caggese, 1 – 71100 Foggia (FG)  
e-mail: s.syloslabini@unifg.it  
tel. (+39) 0881.781740  
fax (+39) 0881.781752

## **1. Introduzione**

Nell'ambito del processo di evoluzione normativa che ha interessato negli ultimi anni il settore bancario e che è ancora oggi in continuo sviluppo, si collocano numerosi interventi volti a rafforzare la trasparenza delle banche<sup>1</sup>. Basti pensare al terzo pilastro introdotto da Basilea 2, al codice di autodisciplina introdotto da Borsa Italiana per le società quotate, alla direttiva MIFID, alle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche emanate da Banca d'Italia a marzo 2008.

In particolare, il terzo pilastro di Basilea 2 impone alle banche nuovi obblighi di trasparenza. Le banche infatti sono tenute a pubblicare informazioni riguardanti l'adeguatezza patrimoniale, l'esposizione ai rischi e i sistemi di gestione dei rischi. In Italia la nuova disciplina prudenziale per le banche, rivista a seguito delle modifiche intervenute nella regolamentazione internazionale, è contenuta all'interno della circolare n. 263 del 27/12/2006. La parte relativa all'informativa al pubblico è contenuta nel titolo IV.

Le disposizioni in materia di organizzazione e governo societario delle banche, invece, prevedono l'obbligo di redigere e inviare alla Banca d'Italia entro il 30 giugno 2009 un nuovo documento denominato 'progetto di governo societario', contenente una serie di informazioni riguardanti gli assetti statutari e di organizzazione interna.

Si tratta, in entrambi i casi, di norme che mirano ad accrescere il livello di disclosure delle banche verso l'esterno.

Numerosi studi sono stati realizzati sino ad oggi sia con riferimento alle possibili implicazioni di una maggiore trasparenza delle banche, sia al fine di misurare il livello di disclosure delle banche a livello nazionale e internazionale. Non è stata però ancora raggiunta univocità di pensiero in merito ai possibili effetti derivanti alle banche da una maggiore trasparenza. A partire da tali constatazioni e considerando gli ampi margini di approfondimento che la tematica tutt'oggi presenta, soprattutto con riferimento al contesto italiano, il presente lavoro si pone l'obiettivo di indagare se vi è un legame tra la trasparenza delle banche e la loro performance in termini di creazione di valore e se il livello di trasparenza delle banche si riflette sull'andamento delle quotazioni dei titoli azionari.

Le ipotesi da verificare dunque sono:

- l'esistenza di una correlazione diretta tra disclosure e performance delle banche (e quindi se la trasparenza possa essere intesa come uno dei fattori che concorrono alla creazione di valore delle banche);

---

<sup>1</sup> La trasparenza può essere intesa sotto diversi profili. In primo luogo, ci si può riferire alla trasparenza delle condizioni contrattuali nel rapporto tra una banca e la propria clientela. In secondo luogo, con il termine disclosure si può indicare il processo di diffusione di informazioni relative all'andamento di un'impresa. Vi è poi chi ritiene che i concetti di 'trasparenza' e 'disclosure' non siano coincidenti, e che la disclosure si traduca in trasparenza solo in presenza di informazioni accessibili e collocate entro un determinato contesto che le renda maggiormente comprensibili e utilizzabili da parte del fruitore (Greenspan, 2003). Nel presente contributo si utilizzano i termini 'disclosure' e 'trasparenza' indistintamente e con il significato di pubblicazione di informazioni attendibili da parte della banca destinate al pubblico indistinto di investitori.

- l'esistenza di una correlazione diretta tra trasparenza e quotazione dei titoli (e quindi se l'aumento del grado di trasparenza di una banca e il maggior volume e la qualità delle informazioni trasmesse al mercato, possano essere percepiti positivamente dal mercato stesso e tradursi in un rialzo delle quotazioni).

Seppure nella consapevolezza che esistono numerosi fattori che incidono sulla creazione di valore e sull'andamento dei corsi azionari, si ritiene utile verificare se il valore di una banca e l'andamento delle quotazioni si muovano nella stessa direzione del livello di disclosure, e quindi se sia ipotizzabile un legame tra tali variabili. In tal senso la presente analisi potrebbe porre le basi per approfondimenti futuri sul grado di intensità del legame ipotizzato.

## **2. La disclosure negli intermediari bancari**

Sino ad oggi sono stati realizzati numerosi studi volti a verificare le possibili implicazioni derivanti da una maggiore trasparenza delle banche. In passato si riteneva che la trasparenza dovesse essere utilizzata per fini regolamentari per ingenerare nel pubblico di investitori una maggiore fiducia nel sistema bancario (Mathewson, 1986). In seguito la trasparenza ha assunto un nuovo ruolo. A partire dalle principali istituzioni internazionali che hanno promosso un accrescimento della disclosure delle banche al fine di potenziare la disciplina del mercato (Fisher II Working Group<sup>2</sup> e Working Group on Enhanced Disclosure<sup>3</sup>) sono stati condotti una serie di lavori volti a verificare le effettive potenzialità della disclosure come meccanismo di controllo sulle banche. Alcuni autori hanno sostenuto che la disciplina del mercato, realizzata attraverso una maggiore trasparenza, può accrescere la fragilità del sistema bancario incrementando il fenomeno della 'corsa allo sportello' da parte dei depositanti e generando di conseguenza gravi inefficienze (Chen, Hasan, 2006).

Altri autori hanno, invece, legittimato la valenza della disclosure come strumento attraverso il quale accrescere il controllo sulle banche. In virtù di tale principio, quanto maggiori sono le informazioni che le banche sono obbligate a trasmettere all'esterno, tanto maggiore è la loro esposizione al giudizio del mercato e di conseguenza minore dovrebbe essere l'incentivo ad assumere comportamenti imprudenti. In particolare, se si pensa al terzo pilastro di Basilea 2, la finalità a cui rispondono i nuovi obblighi informativi relativi ai rischi delle banche è proprio quella di disincentivarle da gestioni eccessivamente rischiose che potrebbero generare crisi nell'intero sistema. Nier e Baumann supportano le politiche di governo volte al potenziamento della disclosure sostenendo che il grado di conoscibilità delle scelte di rischio delle banche e quindi la maggiore disclosure dei rischi incentiva le stesse a mantenere adeguati requisiti patrimoniali a fronte dei rischi assunti (Nier, Baumann, 2002). Nier, indagando sulla possibilità che la trasparenza accresca o riduca la stabilità del sistema bancario, giunge alla conclusione che le banche che diffondono maggiori informazioni sono le meno esposte al rischio di fallimento (Nier, 2005). Sono emersi inoltre riscontri empirici che individuano una probabilità più bassa di crisi sistemiche nei paesi in cui è presente una regolamentazione più stringente in tema di trasparenza e di revisione dei bilanci (Tadesse, 2005). Un passaggio ulteriore ha poi riguardato la stima dell'impatto di una maggiore disclosure sull'economia reale, dando risultati molto positivi in tal senso (Tadesse, 2006).

Altri autori ancora sono addivenuti a conclusioni intermedie, affermando che quando le banche detengono un pieno controllo sulla volatilità del loro portafoglio prestiti, allora la disclosure al pubblico riduce la probabilità di crisi bancarie, mentre quando le banche non controllano la loro

---

<sup>2</sup> Il 'Fisher II Working Group' è stato costituito a giugno del 1999 dai seguenti organismi: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Committee on the Global Financial System of the G-10 central banks (CGFS), International Association of Insurance Supervisors (IAIS) e International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). Il gruppo di lavoro è stato costituito con la finalità di fornire suggerimenti sugli interventi necessari a sviluppare il grado di disclosure degli intermediari sui rischi finanziari e di conseguenza la disciplina del mercato. Il gruppo ha pubblicato un documento in cui sono contenute alcune raccomandazioni relative alla disclosure (Final report, April 2001).

<sup>3</sup> BCBS, IAIS e IOSCO, per dar seguito alle raccomandazioni contenute nel 'Final report', hanno costituito il 'Working Group on Enhanced Disclosure'.

esposizione al rischio, la presenza di depositanti informati potrebbe accrescere la probabilità di fallimenti bancari (Cordella, Yeyati, 1997). A partire dalla constatazione che la disclosure è una condizione necessaria ma non sufficiente per una efficace disciplina del mercato (Herring, 2004), sono stati analizzati i presupposti essenziali affinché la trasparenza informativa si traduca in un concreto meccanismo disciplinante per le banche (Malinconico, 2007). Ad oggi il dibattito è ancora acceso: non si è raggiunto il pieno accordo sugli effetti derivanti da un accrescimento della disclosure delle banche e la comunità finanziaria risulta divisa tra sostenitori e oppositori di una maggiore trasparenza (Frolov, 2007). Esaminando il tema della trasparenza dalla prospettiva delle banche ci si interroga su quali possano essere gli effetti per le stesse in termini di costi/benefici. Importanti risultati sono stati raggiunti da Baumann e Nier che hanno dimostrato che le banche che diffondono maggiori informazioni presentano una minore volatilità dei titoli azionari rispetto alle banche meno trasparenti (Baumann, Nier, 2004). Ciò si traduce in un beneficio per le banche rappresentato dalla riduzione del costo del capitale. Tali risultati, però, non considerano i rilevanti costi diretti e indiretti legati ad una maggiore disclosure (Hyytinen, Takalo, 2002).

Una ulteriore riflessione che emerge dalla letteratura esistente riguarda l'attuale grado di disclosure delle banche che si attesta ancora su livelli bassi. Con riferimento specifico alla disclosure in tema di rischi, Geny e Mongiardino ritengono che "attualmente le segnalazioni di risk management non soddisfino gli standard necessari per essere veramente utili a investitori e analisti" (Geny, Mongiardino, 2006).

Per quanto concerne la misurazione della disclosure delle banche, sono state adottate metodologie diverse nel tentativo di superare i problemi connessi alla natura qualitativa della variabile disclosure e al fine di addivenire ad una misura quantitativa della stessa (Baumann, Nier, 2004; Drago, Mazzucca, 2005).

### **3. La misurazione della disclosure delle banche**

Nella costruzione dell'indicatore di disclosure si è tenuto conto dei seguenti assunti di base:

- 1) tra le informazioni diffuse dalle banche, quelle per cui la pubblicazione è resa obbligatoria sono le più rilevanti per il controllo delle banche stesse da parte delle Autorità di Vigilanza e del mercato;
- 2) dopo che è intervenuta l'obbligatorietà di certe informazioni, essa funge da fattore di livellamento tra le banche, riducendo le differenze in termini di disclosure<sup>4</sup>;
- 3) affinché l'indice di disclosure risulti significativo, esso dovrebbe rappresentare un fattore discriminante tra le banche.

In base al primo punto sarebbe opportuno costruire un indicatore di mandatory disclosure, mentre in base ai punti 2 e 3 sarebbe preferibile misurare un indice di voluntary disclosure.

Alla luce delle precedenti considerazioni si è ritenuto opportuno adottare una soluzione intermedia fra le due alternative menzionate. Si è quindi costruito l'indice di disclosure a partire dalle informazioni obbligatorie richieste nel terzo pilastro di Basilea relative alla gestione dei rischi<sup>5</sup> e dalle informazioni che le banche dovranno pubblicare all'interno del progetto di governo societario relative all'organizzazione e alla corporate governance. Si tratta in entrambi i casi di novità regolamentari per le quali non si è ancora realizzato il pieno adeguamento e per le quali, pertanto, ad oggi, è ancora ravvisabile un carattere di volontarietà.

Con riferimento agli obblighi di disclosure previsti nell'Accordo di Basilea 2, la Circolare n. 263 del 27/12/2006 della Banca d'Italia ammette deroghe per le banche e i gruppi bancari che, esercitando la facoltà prevista dalla disciplina comunitaria, optano per il mantenimento (non oltre il

---

<sup>4</sup> Il livellamento sotto il profilo della disclosure, però, potrebbe anche non realizzarsi; in primo luogo, alcune banche potrebbero decidere di diffondere maggiori informazioni rispetto a quelle rese obbligatorie; in secondo luogo, le banche potrebbero differenziarsi sotto il profilo della qualità delle informazioni diffuse (grado di dettaglio, accuratezza, ecc.).

<sup>5</sup> Una metodologia analoga è stata impiegata in un'analisi empirica condotta su quattro primarie banche europee per il periodo 2001-2003. Si veda Panetta, 2004.

1° gennaio 2008) del previgente regime prudenziale per il rischio di credito. Per tali banche non si applica, per il medesimo periodo, la nuova disciplina sugli obblighi informativi<sup>6</sup>.

Esaminando lo stato dell'arte delle banche italiane, emerge che la quasi totalità delle banche ha usufruito della deroga e quindi ad oggi il terzo pilastro non risulta ancora rispettato. Ciò emerge con evidenza dall'analisi dei bilanci delle banche. In particolare la Circolare n. 263 prevede che le informazioni eventualmente già pubblicate in altri documenti diffusi dalla banca (ad esempio, nel bilancio) siano incluse nell'informativa obbligatoria sui rischi e che le banche rendano noto nel bilancio (Nota integrativa, Parte E) il mezzo utilizzato per pubblicare le informazioni. Se ne deduce che tale informativa debba essere contenuta in un documento diverso e ulteriore rispetto al bilancio. La circolare, inoltre, prevede che la pubblicazione delle informazioni presenti un ordine ben preciso, rispettando la suddivisione per tavole suggerita. Ad oggi (alla data del 30/04/08) in nessuna delle banche esaminate viene elaborato un documento specificatamente dedicato alla gestione dei rischi<sup>7</sup>, né tantomeno viene rispettata la suddivisione per tavole.

Con riferimento, invece, al progetto di governo societario previsto dalle Disposizioni della Banca d'Italia del 4/3/08 riguardanti l'organizzazione e il governo societario delle banche, l'adeguamento è reso necessario entro il 30 giugno 2009. Entro tale data le banche saranno obbligate a redigere un nuovo documento denominato 'progetto di governo societario', contenente una serie di informazioni riguardanti gli assetti statutari e di organizzazione interna<sup>8</sup>.

Le banche attualmente attraversano una fase di transizione che dovrebbe condurle verso una maggiore trasparenza: sono stati introdotti nuovi obblighi informativi, ma il percorso di adeguamento alle nuove disposizioni normative non è stato ancora completato.

Proprio in considerazione del fatto che le banche sono in fase di adeguamento, ci si aspetta di individuare banche che già diffondono le informazioni – ora divenute obbligatorie – che quindi presenteranno livelli di disclosure più elevati e banche che non diffondono o diffondono in misura minore le stesse informazioni, alle quali saranno associati indici di disclosure più bassi. Una simile differenziazione delle banche in termini di disclosure può meglio supportare un'analisi finalizzata a verificare la valenza della disclosure come fattore di vantaggio competitivo per le banche. Per questo motivo, si è scelto di condurre l'analisi nel triennio 2005-2007, immediatamente dopo l'entrata in vigore delle nuove norme, in un momento in cui la diffusione delle informazioni individuate dal legislatore rappresenta ancora una scelta volontaria. Una volta che l'adeguamento sarà stato completato, il vantaggio competitivo della banca potrebbe ridursi, in ragione dell'uniformità raggiunta tra le banche<sup>9</sup>.

Si precisa, tuttavia, che è difficile ipotizzare il raggiungimento di una totale uniformità in ragione della differente qualità delle informazioni fornite dalle banche e della possibile diffusione di informazioni ulteriori rispetto a quelle obbligatorie. Anzi proprio la diffusione di informazioni ulteriori rispetto a quelle obbligatorie potrebbe tradursi in un vantaggio competitivo per le banche.

---

<sup>6</sup> Per tali banche continuano ad applicarsi le disposizioni relative al coefficiente di solvibilità, ai rischi di mercato, al requisito patrimoniale complessivo e alla concentrazione dei rischi contenute nella Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 Aprile 1999.

<sup>7</sup> Soltanto in un caso (Unicredit) è stata dedicata un'apposita sezione dedicata al risk management in cui si riportano dei documenti individuali riferiti ai rischi di credito, di mercato, di liquidità, operativi e reputazionali. I contenuti, però, ricalcano quelli della nota integrativa del bilancio.

<sup>8</sup> Le banche devono inviare il progetto a Banca d'Italia ma non sono obbligate a rendere pubblico il contenuto del progetto di governo societario; potranno eventualmente valutarne l'opportunità.

<sup>9</sup> Si potrebbe obiettare che una certa uniformità nella diffusione delle informazioni relative ai rischi e alla corporate governance delle banche è già presente. Le banche, infatti, redigono il bilancio e la nota integrativa attenendosi agli schemi contenuti nella Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005 della Banca d'Italia, e la relazione di corporate governance sulla base del format predisposto da Borsa Italiana. Ciò nonostante, ai fini della presente, analisi l'attuale grado di uniformità agevola la ricerca delle informazioni, senza inficiare i risultati e la scelta del metodo, in quanto, seppure entro schemi predefiniti, è ad oggi osservabile un elevato livello di differenziazione tra le banche nella divulgazione delle informazioni sia sui rischi che sull'organizzazione e il governo societario.

#### **4. Le determinanti della creazione di valore nelle banche**

Volendo definire il concetto di creazione di valore si potrebbe far riferimento alla capacità della banca di impiegare in maniera efficiente il capitale a disposizione, in modo da ottenere a parità di capitale impiegato rendimenti crescenti o a parità di rendimenti una riduzione di capitale impiegato. Una definizione meramente economico-finanziaria risulta però riduttiva in quanto si è ormai concordi nel ritenere che le performance economiche di un'impresa, in un'ottica di medio-lungo termine, siano influenzate da una serie di fattori intangibili, tra cui l'immagine o reputazione, il grado di fidelizzazione della clientela, la capacità di gestire le relazioni all'interno ed all'esterno dell'azienda, la soddisfazione e la competenza dei dipendenti.

A tali fattori si aggiunge la cultura aziendale, intesa come l'insieme di valori più o meno condivisi che guidano, a differenti livelli, il comportamento delle persone in azienda e si manifestano in atteggiamenti, simboli, tradizioni, abitudini e assunti di base di varia natura (Carretta, Previati, Schwizer, 2001), che viene ritenuta un importante elemento capace di riflettersi nelle performance di una banca (Carretta, Farina, Fiordelisi, Schwizer, 2006).

Ci si interroga a questo punto sulla possibilità che anche la disclosure contribuisca a creare valore nelle banche. A tal proposito Nagel individua nella comunicazione un fattore determinante per la quotazione di una banca e ritiene che dalla divulgazione di una quantità di informazioni maggiore rispetto a quanto richiesto dalla normativa possano derivare numerosi vantaggi tra cui l'aumento della credibilità del management e del numero di investitori a lungo termine, l'aumento di attenzione da parte degli analisti e della liquidità del titolo, la riduzione dell'instabilità dell'andamento del titolo (Nagel, 2001). L'immagine e la credibilità strategica e reddituale acquisita nei mercati finanziari, la capacità di gestire i rischi tipici dell'attività di intermediazione finanziaria, la qualità, l'efficienza e la competitività dei prodotti e servizi offerti, l'abilità di gestire le relazioni con i propri shareholders e stakeholders ed altri fattori ancora devono essere trasmessi e diffusi al pubblico da parte della banca affinché possano effettivamente contribuire alla creazione di valore (Dell'Atti, Pacelli, 2006).

Alla luce di tali considerazioni, si intende verificare:

- 1) se il livello di disclosure sia positivamente correlato con il rendimento dei titoli azionari. Un elevato livello di disclosure potrebbe infatti determinare un miglioramento delle aspettative degli investitori e quindi di riflesso un incremento dei corsi azionari. Le banche che presentano livelli di disclosure più elevati sarebbero in tal senso premiate dal consensus positivo del mercato che sarebbe disposto a corrispondere un prezzo più elevato;
- 2) se il livello di disclosure sia positivamente correlato con la performance della banca in termini di creazione di valore, in quanto si ritiene che un elevato livello di disclosure possa ingenerare un effetto positivo sulla reputazione della banca (attraverso la minore rischiosità percepita dal mercato) ed è condiviso che una buona reputazione di impresa riduce il premio al rischio richiesto dai propri azionisti (Dell'Atti, Pacelli, 2006). La riduzione del premio al rischio richiesta dagli azionisti va a ridurre il rendimento richiesto dal mercato al titolo azionario per cui il costo del capitale di rischio di una banca che gode di buona reputazione dovrebbe essere inferiore rispetto a quello di una banca che non gode di un'ottima immagine. Una reputazione positiva dell'impresa, quindi, riducendo il premio al rischio dell'investimento azionario, riduce la remunerazione richiesta dal mercato all'investimento azionario. In ragione delle motivazioni su esposte, le banche che presentano indici di disclosure più elevati dovrebbero presentare performance migliori in termini di creazione di valore.

## 5. Metodologia

Si descrive di seguito la metodologia adottata nell'analisi empirica distinta in due sezioni: la prima relativa all'indice di disclosure; la seconda relativa all'analisi di correlazione tra disclosure e altre variabili.

### 5.1 L'indice di disclosure

Il campione di banche esaminato è costituito dalle banche quotate italiane attive nell'anno di riferimento che redigono il bilancio consolidato. Le analisi sono state condotte sul triennio 2005 - 2007. In ragione delle numerose operazioni di aggregazione che hanno interessato il comparto nel periodo esaminato, la numerosità del campione è variabile (Tab. 1). Ciò non ha influenzato l'analisi se non nel confronto tra variabili riferite ad anni diversi. In tali casi, si è scelto - trattandosi nella maggior parte dei casi di operazioni di fusione per incorporazione - di considerare i dati relativi alla società incorporante<sup>10</sup>.

La scelta del periodo considerato è coerente con la circostanza che si tratta di un periodo di transizione verso l'adeguamento alle nuove norme.

L'indice di disclosure totale ( $ID_{tot}$ ) è stato calcolato come media semplice tra un indice di risk disclosure (identificato come  $ID_{area\ 1}$ ) e un indice di corporate governance disclosure<sup>11</sup> (identificato come  $ID_{area\ 2}$ ). Si è scelto di adottare la media semplice piuttosto che la media ponderata per evitare discriminazioni tra le due aree considerate in quanto si assume come ipotesi di base che esse abbiano la stessa importanza e quindi debbano avere lo stesso peso sull'indice totale.

---

<sup>10</sup> Nel calcolo della correlazione fra variabili di anni diversi (nello specifico 2006/2007) si è posto il problema di come trattare le banche che sono state oggetto di operazioni di aggregazione nel corso del 2007. Per le banche che sono state oggetto di operazioni di fusione per incorporazione si è considerata la banca incorporante; in particolare si sono considerate: nell'ambito della fusione BPU - Banca Lombarda e Piemontese in UBI banca, BPU banca; nell'ambito della fusione Unicredito Italiano Spa - Capitalia, Unicredit; nell'ambito della fusione Banca Intesa Spa - SanPaolo IMI Spa, Banca Intesa. Si è quindi proceduto a correlare l'indice di disclosure della banca incorporante con la variazione dei corsi azionari riferiti alla banca sorta dalla fusione. Non è stato possibile procedere secondo la modalità illustrata nel caso della fusione tra Banca Popolare di Novara e Verona e Banca Popolare Italiana-Banca Popolare di Lodi, in quanto tali banche non hanno realizzato un'operazione di fusione per incorporazione, ma una fusione propria.

<sup>11</sup> L'indice è così definito per semplicità ma si riferisce ad informazioni relative non soltanto alla corporate governance ma anche all'organizzazione di una banca.

**Tab. 1 – Campione esaminato**

2005-2006		2007
1	Banca Carige SpA	Banca Carige SpA
2	Banca Generali SpA	Banca Generali SpA
3	Banca Ifis SpA	Banca Ifis SpA
4	Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni
5	Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA	Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA
6	Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni	Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni
7	Banca Popolare di Milano ScaRL	Banca Popolare di Milano ScaRL
8	Banca CR Firenze SpA	Banca CR Firenze SpA
9	Banca Finnat Euramerica SpA	Banca Finnat Euramerica SpA
10	Banca Italease SpA	Banca Italease SpA
11	<b>Banca Lombarda e Piemontese SpA</b>	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA
12	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	Banca Popolare dell'Emilia Romagna
13	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni
14	Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni	Banca Profilo SpA
15	<b>Banca Popolare Italiana - Banca Popolare di Lodi</b>	Banco di Desio e della Brianza SpA
16	Banca Profilo SpA	Credito Emiliano SpA
17	<b>BPU Banca</b>	Credito Valtellinese Scarl
18	Banco di Desio e della Brianza SpA	<b>Intesa Sanpaolo</b>
19	<b>BP Verona e Novara</b>	Mediobanca SpA
20	<b>Capitalia SpA</b>	Meliiorbanca SpA-Meliiorbanca Group
21	Credito Emiliano SpA	<b>UniCredito Italiano SpA</b>
22	Credito Valtellinese Scarl	<b>UBI</b>
23	<b>Banca Intesa</b>	<b>Banco Popolare</b>
24	<b>SanPaolo IMI</b>	
25	Mediobanca SpA	
26	Meliiorbanca SpA	
27	<b>UniCredito Italiano SpA</b>	

Le banche evidenziate in grassetto sono state oggetto di operazioni di aggregazione divenute effettive nel corso del 2007. In particolare: il Gruppo Banca Lombarda e Piemontese e il Gruppo BPU sono confluiti nel Gruppo UBI banca a far data dal 1 aprile 2007; il Gruppo BPI - BPL e il Gruppo BP Verona e Novara sono confluiti nel Gruppo Banco Popolare a far data dal 1 luglio 2007; Banca Intesa e SanPaolo IMI sono confluiti nel Gruppo Intesa SanPaolo a far data dal 1 gennaio 2007; Capitalia è confluita in Unicredit Group a far data dal 1 ottobre 2007. La scelta di considerare all'interno del campione per il 2007 non Capitalia ma Unicredit Group è dettata dal fatto che la relazione infrannuale al 30/09/07 di Capitalia non contempla una parte relativa ai rischi.

## - ID area 1

L'indice di risk disclosure è stato costruito sulla base di una griglia di 61 informazioni desunte dalle 14 tavole informative previste nella Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 di Banca d'Italia. Si tratta di informazioni sia di tipo quantitativo che qualitativo. Rispettando la finalità generale di ricercare informazioni non ancora obbligatorie ma che lo saranno inderogabilmente a partire dal 2009, si sono adottati alcuni accorgimenti in riferimento a specifiche tabelle. Tali accorgimenti hanno riguardato le tavole contenenti informazioni differenziate in base alle metodologie adottate per la misurazione dei diversi tipi di rischi, per le quali si è necessariamente dovuto procedere ad una rielaborazione delle informazioni da inserire nella griglia di analisi<sup>12</sup>.

Si riporta di seguito la griglia di informazioni utilizzata con una suddivisione delle informazioni elementari raggruppate per tavola di appartenenza (Tab. 2).

**Tab. 2 – Griglia di informazioni relativa all'area 1 (gestione dei rischi)**

<b>Tavole</b>		<b>Sintesi informazione richiesta</b>
<b>Tavola 1 - Requisito informativo generale</b>	<b>1</b>	Obiettivi e politiche di gestione dei rischi
<b>Tavola 2 - Ambito di applicazione</b>	<b>2</b>	Denominazione della banca
	<b>3</b>	Differenze nelle aree di consolidamento
	<b>4</b>	Eventuali impedimenti al trasferimento di risorse infragruppo
	<b>5</b>	Riduzione dei requisiti patrimoniali
	<b>6</b>	Controllate non consolidate e ammontare aggregato delle loro deficienze patrimoniali
<b>Tavola 3 - Composizione del patrimonio di vigilanza</b>	<b>7</b>	Caratteristiche contrattuali degli elementi patrimoniali
	<b>8</b>	Patrimonio di base
	<b>9</b>	Patrimonio supplementare e di terzo livello
	<b>10</b>	Elementi negativi del patrimonio di vigilanza
<b>Tavola 4 - Adeguatezza patrimoniale</b>	<b>11</b>	Ammontare del patrimonio di vigilanza
	<b>12</b>	Metodo di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale
	<b>13</b>	Requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito
	<b>14</b>	Requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato
	<b>15</b>	Requisiti patrimoniali a fronte dei rischi operativi
	<b>16</b>	Coefficienti patrimoniali totale e di base
<b>Tavola 5 - Rischio di credito: informazioni generali</b>	<b>17</b>	Definizioni e metodologie contabili
	<b>18</b>	Esposizioni creditizie lorde totali e medie
	<b>19</b>	Distribuzione delle esposizioni per aree geografiche

<sup>12</sup> In particolare, le tavole 6 e 7, riferite al rischio di credito relative rispettivamente ai portafogli assoggettati al metodo standardizzato e ai metodi IRB, sono state accorpate in un'unica tavola relativa al rischio di credito all'interno della quale sono state individuate sette informazioni più generiche che prescindono dalla specifica metodologia prescelta. Si è trattato di una scelta necessaria in quanto ad oggi poche banche esprimono con chiarezza quale metodologia adotteranno e con riferimento a quali specifici portafogli, e in alcuni casi non fanno alcun riferimento in merito. Ciò che è osservabile ad oggi e che rileva ai fini della presente analisi è proprio se le banche diffondono questo tipo di informazione, se illustrano le metodologie interne adottate per la misurazione del rischio di credito, gli eventuali dati quantitativi rivenienti dai sistemi interni, il ricorso alle agenzie di rating esterne e così via. Analoghe considerazioni possono essere fatte in merito alla tavola 12 relativa al rischio operativo, all'interno della quale si è proceduto ad una rielaborazione delle informazioni al fine di evitare la distinzione tra banche che adotteranno il metodo base o standardizzato e le banche che adotteranno metodi AMA. Con riferimento alle tavole 10 e 23 - rispettivamente relative alle operazioni di cartolarizzazione e alle esposizioni in strumenti di capitale inclusi nel portafoglio bancario -, nel caso in cui la banca dichiari che non ha mai realizzato operazioni di cartolarizzazione o che non detiene strumenti di capitale nel portafoglio bancario allora si è considerata l'informazione 'non dovuta' e non si è computata ai fini del calcolo dell'indice di disclosure totale. La tavola 11 relativa ai rischi di mercato per le banche che adottano il metodo dei modelli interni (IMA) è stata rimodulata inserendo un'informazione riguardante la modalità di gestione dei rischi di posizione, cambio e posizioni in merci.



<b>Tavole</b>		<b>Sintesi informazione richiesta</b>
	<b>20</b>	Distribuzione delle esposizioni per settore economico
	<b>21</b>	Distribuzione delle esposizioni per vita residua contrattuale
	<b>22</b>	Esposizioni deteriorate/scadute e rettifiche di valore (per settore economico)
	<b>23</b>	Esposizioni deteriorate/scadute e rettifiche di valore (per aree geografiche)
	<b>24</b>	Dinamica delle rettifiche di valore complessive
<b>Tavole 6/7 - Rischio di credito: misurazione e gestione</b>	<b>25</b>	Adeguamento a Basilea 2
	<b>26</b>	Informazioni sull'impiego dei rating esterni
	<b>27</b>	Informazioni sull'impiego dei rating interni
	<b>28</b>	Distinzione tra modelli utilizzati a fini gestionali e modelli utilizzati per il calcolo del requisito patrimoniale
	<b>29</b>	Specificazione del metodo (base, irb base, irb avanzato) che si intende adottare per la misurazione del requisito a fronte rischio di credito
	<b>30</b>	Descrizione dei fattori che hanno avuto un impatto sulle perdite effettive del periodo precedente
<b>Tavola 8 - Tecniche di attenuazione del rischio</b>	<b>31</b>	Stime di perdita a fronte delle perdite effettive
	<b>32</b>	Politiche e processi in materia di compensazione in bilancio e "fuori bilancio"
	<b>33</b>	Politiche e processi per la valutazione e la gestione delle garanzie reali
	<b>34</b>	Descrizione dei principali tipi di garanzie reali accettate dalla banca
	<b>35</b>	Principali tipologie di garanti e di controparti in operazioni su derivati creditizi e il loro merito di credito
	<b>36</b>	Informazioni sulle concentrazioni del rischio di mercato o di credito nell'ambito degli strumenti di attenuazione del rischio di credito adottati
	<b>37</b>	Valore dell'esposizione totale coperto da garanzie reali finanziarie e da altre garanzie reali ammesse
<b>Tavola 9 - Rischio di controparte</b>	<b>38</b>	Valore dell'esposizione totale coperta da garanzie personali o derivati su crediti
	<b>39</b>	Descrizione delle politiche e metodologie utilizzate
<b>Tavola 10 - Operazioni di cartolarizzazione</b>	<b>40</b>	Fair value e garanzie
	<b>41</b>	Obiettivi e metodi dell'attività di cartolarizzazione
	<b>42</b>	Politiche contabili
	<b>43</b>	Denominazioni delle agenzie esterne
	<b>44</b>	Ammontare totale delle esposizioni in essere cartolarizzate
	<b>45</b>	Esposizioni deteriorate/scadute e perdite riconosciute
	<b>46</b>	Ammontare aggregato ripartito per tipologia di esposizione
	<b>47</b>	Ammontare aggregato ripartito in funzione delle fasce di ponderazione del rischio
<b>Tavola 11 - Rischi di posizione, rischio di cambio e rischio di posizioni in merci</b>	<b>48</b>	Cartolarizzazioni di esposizioni rotative con clausole di rimborso anticipato
	<b>49</b>	Sintesi delle operazioni di cartolarizzazione effettuate nel periodo
<b>Tavola 12 - Rischio operativo</b>	<b>50</b>	Descrizione dell'approccio e dei modelli utilizzati
	<b>51</b>	Descrizione del metodo adottato per il calcolo dei requisiti patrimoniali

Tavole	Sintesi informazione richiesta	
	52	Descrizione dei modelli gestionali di misurazione del rischio operativo
	53	Descrizione dell'uso di coperture assicurative nell'ambito della gestione di rischi operativi
	54	Stime quantitative dei rischi operativi
<b>Tavola 13 - Esposizioni in strumenti di capitale: informazioni sulle posizioni incluse nel portafoglio bancario</b>	55	Differenziazione delle esposizioni in funzione degli obiettivi perseguiti e metodologie di valutazione
	56	Valore di bilancio e fair value
	57	Tipologia, natura e importi delle esposizioni
	58	Utili e perdite complessivamente realizzati
	59	Plus/minusvalenze totali non realizzate
<b>Tavola 14 - Rischio di tasso di interesse sulle posizioni incluse nel portafoglio bancario</b>	60	Modalità di misurazione e gestione del rischio
	61	Impatto su utili e capitale economico di eventuali shock dei tassi

## - ID area 2

L'indice di corporate governance disclosure è stato costruito sulla base di una griglia di 15 informazioni desunte dalle disposizioni della Banca d'Italia del 4/3/08 riguardanti l'organizzazione e il governo societario delle banche<sup>13</sup>. Si riporta di seguito la griglia di informazioni utilizzata con riferimento all'area 2 (Tab. 3).

**Tab. 3 – Griglia di informazioni relativa all'area 2 (corporate governance)**

Categorie	Informazioni
<b>Modello di governance</b>	1 Modello di governance adottato e motivazioni della scelta
<b>Struttura organizzativa</b>	2 Compiti, poteri e composizione organi aziendali
	3 Sistema delle deleghe
	4 Regime del controllo contabile
	5 Sistemi di incentivazione e remunerazione contabile
	6 Flussi informativi
	7 Modalità di raccordo tra gli organi e le funzioni aziendali delle diverse componenti (gruppo)
	8 Diritti degli azionisti
<b>Diritti degli azionisti</b>	9 Diritto di recesso
	10 Quorum deliberativi dell'assemblea
	11 Quorum per l'impugnativa delle delibere assembleari e consiliari
<b>Struttura finanziaria</b>	12 Rappresentanza
	13 Categorie di azioni, limiti alla circolazione delle azioni, strumenti finanziari partecipativi, patrimoni destinati
<b>Modalità di gestione dei conflitti di interesse</b>	14 Operazioni con parti correlate, obbligazioni degli esponenti aziendali
<b>Sistema dei controlli</b>	15 Poteri degli organi
	16 Flussi informativi

<sup>13</sup> La griglia informativa è stata impostata sulla base di uno schema da sottoporre all'attenzione degli operatori del settore, diffuso dalla Banca d'Italia ad ottobre 2007. A marzo 2008 si è proceduto a confrontare lo schema provvisorio con le disposizioni definitive e a verificare che la parte relativa alle informazioni che dovranno essere contenute nel 'progetto di governo societario' fosse rimasta invariata. La verifica ha dato esito positivo, in quanto nei contenuti rilevanti ai fini della presente ricerca il documento è rimasto invariato; sono stati modificati soltanto alcuni aspetti riguardanti la redazione (ad esempio i termini).

Per entrambe le aree, nella valutazione delle informazioni si è adottato un range di valori compreso tra 0 e 2, assegnando un punteggio pari a zero in assenza dell'informazione, pari ad uno, in presenza di informazione incompleta, pari a 2 in presenza di un'informazione completa. Nella scelta del range di valori da assegnare alle banche si è deciso di adottare una variabilità di punteggio molto bassa per ridurre al massimo la discrezionalità di valutazione. La riduzione della soggettività di giudizio, però, va a discapito della differenziazione tra le banche che risulta attenuata. Ad ogni modo si ritiene che la scelta sia coerente con un livello di differenziazione tra le banche accettabile e che rappresenti un primo tentativo di misurazione di un fenomeno qualitativo suscettibile di futuri perfezionamenti.

Per il calcolo dell'indice di disclosure relativo all'area 1 (gestione dei rischi) le informazioni sono state ricercate nei bilanci annuali consolidati tranne i casi in cui essi non erano disponibili perché non reperibili o non ancora diffusi (relativamente al 2007). In quest'ultimo caso si è fatto riferimento alle relazioni infrannuali disponibili, se complete di una parte relativa ai rischi. Per la costruzione dell'indice relativo all'area 2 (corporate governance) si sono esaminate le relazioni di corporate governance e i regolamenti assembleari, oltre che le note integrative dei bilanci consolidati<sup>14</sup>. Gli indici di disclosure ottenuti sono riportati nell'Appendice A.

## 5.2 L'analisi di correlazione

La seconda parte dell'analisi è consistita nell'indagare il possibile legame esistente tra disclosure e alcune variabili attraverso un'analisi di correlazione. Le variabili oggetto di analisi, oltre l'indice di disclosure in precedenza descritto, sono state:

- il rendimento percentuale del titolo espresso come variazione dei corsi azionari;
- la redditività misurata dall'indice ROAE (Return On Average Equity);
- la dimensione delle banche misurata dal margine di intermediazione;
- la creazione di valore misurata come differenza tra il ROAE e il costo del capitale.

I dati relativi al margine di intermediazione e ai corsi azionari sono riportati nell'Appendice B<sup>15</sup>. La variazione annuale dei corsi azionari è stata calcolata rapportando la differenza tra il prezzo del titolo a dicembre e il prezzo del titolo a gennaio di uno stesso anno al prezzo medio annuo (calcolato come media dei prezzi rilevati mensilmente).

Il ROAE è un indicatore che esprime il grado di redditività media annuale della banca<sup>16</sup>. Il costo del capitale è stato calcolato con il metodo basato sul Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>17</sup>. In base a tale modello, la formula di calcolo del costo del capitale per l'impresa, è la seguente:

$$R_i = K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$R_i$  è il rendimento richiesto dal mercato al titolo azionario  $i$ , ossia il costo di reperimento del capitale per l'impresa ( $K_e$ ).  $R_f$  indica invece il rendimento di un'attività priva di rischio. Per questa variabile si è fatto ricorso al tasso Euribor a 6 mesi; in particolare, la variabile  $R_f$  risulta pari a 2,263 nel 2005, a 3,269 nel 2006 e a 4,406 nel 2007<sup>18</sup>.

$R_m$  rappresenta il rendimento medio atteso per investimenti similari. Per tale variabile si è utilizzato l'indice relativo al settore bancario rilevato sul sito di Borsa Italiana. In particolare, si è calcolata la

<sup>14</sup> Nel caso in cui non erano disponibili le relazioni di corporate governance non è stato possibile procedere al calcolo dell'indice.

<sup>15</sup> Per alcune variabili si è ritenuto di estendere le analisi anche ai primi mesi del 2008. Con riferimento a tali dati, ed anche ad alcuni dati relativi al 2007, è osservabile una certa lacunosità che potrà essere colmata in futuro, quando tutti i dati saranno resi disponibili.

<sup>16</sup> Tale dato è stato reperito nella banca dati Bankscope.

<sup>17</sup> Si veda Sironi, 2005.

<sup>18</sup> Tali valori sono stati ottenuti calcolando la media dei tassi Euribor a 6 mesi (su 365 giorni) rilevati mensilmente.

media tra le variazioni dell'indice registrate nel triennio 2005-2007, ottenendo così un valore pari al 12,96%.

Il fattore  $\beta$  è stato invece calcolato, in ciascuno dei tre anni esaminati, applicando la seguente formula:

$$\beta = \text{COV}(R_i, R_m) / \text{VaR}(R_m)$$

Il beta indica la sensibilità del rendimento della singola azione nei confronti del rendimento di mercato. Il beta relativo a ciascuna banca del campione è stato ottenuto calcolando il rapporto tra covarianza tra rendimenti mensili dello specifico titolo azionario e rendimenti mensili dell'indice relativo al settore bancario, e varianza dei rendimenti mensili dell'indice relativo al settore bancario. I valori ottenuti sono riportati nell'Appendice C.

Le analisi di correlazione sono state effettuate nella piena consapevolezza dei limiti che esse presentano. L'eventuale correlazione positiva tra le variabili esaminate, qualora dimostrata, si limita ad indicare un possibile legame esistente tra i due fenomeni osservati, ma non dice nulla sulle relazioni causa-effetto. Il coefficiente di correlazione lineare assume valori compresi nell'intervallo da -1 a +1. Se il coefficiente assume un valore pari a +1, si è in presenza di una perfetta correlazione positiva (al crescere dei valori di soddisfazione di un parametro, anche l'altro vede crescere, con perfetta regolarità, i propri valori di soddisfazione). Se il coefficiente è pari a -1 si è in presenza di una perfetta correlazione negativa (al crescere di una variabile, l'altra decresce con perfetta regolarità). Se il coefficiente assume valori che tendono allo zero vuol dire che la relazione tra i due fenomeni è piuttosto debole; se è pari a zero, vi è assenza di correlazione.

## **6. Risultati**

Prima di esporre i risultati rivenienti dall'analisi di regressione tra livello di disclosure e creazione di valore nelle banche è opportuno fare alcune osservazioni inerenti l'indice di disclosure calcolato adottando la metodologia precedentemente descritta.

In primo luogo, l'indice di disclosure totale si attesta entro un range di valori crescente nei tre anni. Le banche del campione esaminato, infatti, presentano indici di disclosure totali compresi tra il 7 e il 52% nel 2005, tra il 28 e il 65% nel 2006, tra il 16 e il 68% nel 2007.

Se si osserva l'andamento dell'indice di disclosure totale nel triennio 2005-2007, emerge un andamento significativamente crescente (Tab. 4). Ciò denota un fenomeno di accrescimento e miglioramento della disclosure generalmente diffuso tra tutte le banche, che potrebbe derivare dall'introduzione di nuovi obblighi informativi ma anche dalla divulgazione di una maggiore cultura della disclosure.

**Tab. 4 – Trend Indice di Disclosure Totale**

Banca	ID tot					
	2005	2006	Δ 2005/2006	2007	Δ 2006/2007	Δ 2005/2007
Banca Carige SpA	26,39%	32,95%	+ 25%	50,44%	+ 53%	+ 91%
Banca Generali SpA		38,06%		42,60%	+ 12%	
Banca Ifis SpA	31,67%	35,42%	+ 12%	43,75%	+ 24%	+ 38%
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	25,74%	30,21%	+ 17%	48,48%	+ 60%	+ 88%
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA	19,78%	33,72%	+ 70%	41,20%	+ 22%	+ 108%
Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni	37,51%	39,56%	+ 5%	51,23%	+ 29%	+ 37%
Banca Popolare di Milano SCaRL	43,80%	54,04%	+ 23%	51,99%	-4%	+ 19%
Banca CR Firenze SpA	24,67%	29,21%	+ 18%	37,10%	+ 27%	+ 50%
Banca Finnat Euramerica SpA	12,21%	18,94%	+ 55%	24,42%	+ 29%	+ 100%
Banca Italease SpA	29,23%	30,46%	+ 4%	49,18%	+ 61%	+ 68%
Banca Lombarda e Piemontese SpA	28,52%					
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA		43,22%		54,02%	+ 25%	
Banca Popolare dell'Emilia Romagna						
Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni	5,36%	15,60%	+ 191%			
Banca Popolare Italiana - Banca Popolare di Lodi		35,00%				
Banca Profilo SpA	28,49%	28,27%	-1%	34,94%	+ 24%	+ 23%
BPU Banca	35,46%	44,51%	+ 26%			
Banco di Desio e della Brianza SpA	36,67%	45,00%	+ 23%	49,17%	+ 9%	+ 34%
BP Verona e Novara		48,33%				
Capitalia SpA		48,63%				
Credito Emiliano SpA	33,77%	36,23%	+ 7%	42,90%	+ 18%	+ 27%
Credito Valtellinese SCaRL	21,37%	28,39%	+ 33%	44,59%	+ 57%	+ 109%
Banca Intesa	43,80%					
SanPaolo IMI	32,16%	37,07%	+ 15%			
Intesa SanPaolo				59,86%		
Mediobanca SpA	21,83%	31,80%	+ 46%			
Meliorbanca SpA	23,55%	32,62%	+ 39%	35,49%	+ 9%	+ 51%
UniCredito Italiano SpA	37,13%	44,95%	+ 21%			
Unicredit Group				57,40%		
UBI				61,17%		
Banco Popolare				62,02%		
<b>MEDIA</b>			<b>+ 33%</b>		<b>+ 29%</b>	<b>+ 60%</b>

Ulteriore aspetto emerso è una rilevante correlazione tra l'indice di disclosure relativo all'area 1 e l'indice di disclosure relativo all'area 2 (Tab. 5). Ciò vuol dire che le banche che diffondono maggiori informazioni sui rischi, diffondono maggiori informazioni anche sull'organizzazione e sul governo societario.

**Tab. 5 – Correlazione ID area 1 e ID area 2**

Coefficients di correlazione	ID area 1			
	2005	2006	2007	Media
<b>ID area 2</b>	0,518	0,343	0,407	<b>0,423</b>
<i>n. banche</i>	20	24	19	

Passando ad esaminare i risultati delle analisi di correlazione, esse hanno riguardato le seguenti variabili:

- disclosure delle banche misurata dall'indice di disclosure totale;
- rendimento percentuale del titolo espresso come variazione dei corsi azionari;
- redditività misurata dall'indice ROAE (Return On Average Equity);
- dimensione delle banche misurata dal margine di intermediazione;
- creazione di valore misurata come differenza tra il ROAE e il costo del capitale.

Un primo gruppo di analisi di correlazione è stato effettuato considerando le variabili riferite ad uno stesso anno. In particolare si è esaminata la correlazione esistente tra:

- indice di disclosure e variazione dei corsi azionari registrata nello stesso anno;
- indice di disclosure e ROAE riferiti allo stesso anno;
- indice di disclosure e margine di intermediazione riferiti allo stesso anno;
- indice di disclosure e valore creato, misurato come differenza tra ROAE e costo del capitale riferiti allo stesso anno.

Tali analisi hanno fornito i coefficienti di correlazione indicati nelle tabelle seguenti e suddivisi in base all'indice di disclosure considerato – indice totale, riferito all'area 1 o riferito all'area 2 – (Tab. 6-8).

**Tab. 6 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure totale**

Coefficients di correlazione	ID tot			
	2005	2006	2007	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,128	0,352	0,052	<b>0,177</b>
<i>n. banche</i>	19	21	20	
<b>ROAE - return on average equity</b>	-0,101	0,031	0,042	<b>-0,009</b>
<i>n. banche</i>	20	22	15	
<b>Margine Intermediazione</b>	0,395	0,364	0,62	<b>0,460</b>
<i>n. banche</i>	21	24	20	
<b>ROAE – K<sub>e</sub></b>	-0,319	0,048	0,009	<b>-0,087</b>
<i>n. banche</i>	20	21	15	

**Tab. 7 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure area 1**

Coefficienti di correlazione	ID area 1			
	2005	2006	2007	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,195	0,132	0,088	<b>0,138</b>
<i>n. banche</i>	20	22	23	
<b>ROAE - return on average equity</b>	-0,038	-0,048	0,029	<b>-0,019</b>
<i>n. banche</i>	25	24	17	
<b>Margine Intermediazione</b>	0,34	0,403	0,472	<b>0,405</b>
<i>n. banche</i>	26	27	23	
<b>ROAE – K<sub>e</sub></b>	-0,163	-0,075	-0,034	<b>-0,091</b>
<i>n. banche</i>	24	23	17	

**Tab. 8 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure area 2**

Coefficienti di correlazione	ID area 2			
	2005	2006	2007	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,024	0,327	0,005	<b>0,119</b>
<i>n. banche</i>	19	21	20	
<b>ROAE - return on average equity</b>	0,014	0,092	-0,06	<b>0,015</b>
<i>n. banche</i>	20	22	15	
<b>Margine Intermediazione</b>	0,344	0,198	0,509	<b>0,350</b>
<i>n. banche</i>	21	24	20	
<b>ROAE – K<sub>e</sub></b>	-0,17	0,132	-0,157	<b>-0,065</b>
<i>n. banche</i>	20	21	16	

Dall'analisi dei dati sono emersi i seguenti aspetti:

- contrariamente a quanto ipotizzato, non sembra emergere alcuna correlazione tra l'indice di disclosure e la variazione dei corsi azionari né considerando l'indice di disclosure totale, né gli indici di disclosure parziali. Una lieve correlazione è osservabile soltanto nel 2006 ma, non essendo confermata negli altri anni esaminati, è insufficiente per poter ipotizzare l'esistenza di un legame tra le due variabili;
- analoghe osservazioni possono esser fatte relativamente all'indice di disclosure e alla redditività espressa dall'indice ROAE; tra le due variabili, infatti, vi è assenza di correlazione; e non sembra esserci correlazione nemmeno tra la disclosure e la creazione di valore misurata come differenza tra l'indice ROAE e il costo del capitale (K<sub>e</sub>);
- emerge una rilevante correlazione positiva fra la trasparenza delle banche misurata dall'indice di disclosure e la loro dimensione misurata dal margine di intermediazione; la correlazione positiva è osservabile sia che si consideri l'indice di disclosure totale, che gli indici parziali riferiti all'area 1 (gestione dei rischi) e all'area 2 (organizzazione e governo societario). Ciò induce a ritenere che all'accrescersi delle dimensioni di una banca vi sia una propensione maggiore alla diffusione di informazioni all'esterno. Un simile risultato è coerente con la circostanza che la disclosure comporta costi diretti e indiretti non irrilevanti cui le banche di maggiori dimensioni sono maggiormente in grado di far fronte.

Un secondo gruppo di analisi di correlazione è stato effettuato considerando le variabili riferite ad anni contigui. In particolare si è indagato sull'esistenza di una correlazione tra:

- l'indice di disclosure riferito ad un anno e la variazione dei corsi azionari registrata nell'anno successivo;

- l'indice di disclosure riferito ad un anno e la variazione dei corsi azionari registrata tra aprile e maggio dell'anno successivo;
- l'indice di disclosure riferito ad un anno e il ROAE riferito all'anno successivo;
- l'indice di disclosure riferito ad un anno e la creazione di valore, misurata come differenza tra ROAE e costo del capitale riferiti all'anno successivo.

Tali analisi hanno fornito i coefficienti di correlazione indicati nelle tabelle seguenti e suddivisi in base all'indice di disclosure considerato – indice totale, riferito all'area 1 o riferito all'area 2 – (Tab. 9-11).

**Tab. 9 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure totale**

Coefficienti di correlazione	ID tot			
	2005/06	2006/07	2007/08*	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,429	0,065	0,104	<b>0,199</b>
<i>n. banche</i>	19	21	20	
<b>Δ Corsi azionari Apr/Mag</b>	0,182	0,212	0,114	<b>0,169</b>
<i>n. banche</i>	19	21	18	
<b>ROAE - return on average equity</b>	-0,145	0,296	-	<b>0,076</b>
<i>n. banche</i>	18	16		
<b>ROAE – Ke</b>	-0,187	0,208	-	<b>0,011</b>
<i>n. banche</i>	18	16		

\*Δ Corsi azionari gennaio-maggio 08

**Tab. 10 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure area 1**

Coefficienti di correlazione	ID area 1			
	2005/06	2006/07	2007/08*	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,073	0,046	0,058	<b>0,059</b>
<i>n. banche</i>	21	22	23	
<b>Δ Corsi azionari Apr/Mag</b>	0,057	0,236	0,062	<b>0,118</b>
<i>n. banche</i>	20	22	21	
<b>ROAE - return on average equity</b>	-0,059	0,141	-	<b>0,041</b>
<i>n. banche</i>	23	16		
<b>ROAE – Ke</b>	-0,132	0,088	-	<b>-0,022</b>
<i>n. banche</i>	22	16		

\*Δ Corsi azionari gennaio-maggio 08



**Tab. 11 – Coefficienti di correlazione riferiti all'indice di disclosure area 2**

Coefficienti di correlazione	ID area 2			
	2005/06	2006/07	2007/08*	Media
<b>Δ Corsi azionari</b>	0,445	0,06	0,124	<b>0,210</b>
<i>n. banche</i>	19	21	20	
<b>Δ Corsi azionari Apr/Mag</b>	0,309	0,11	0,238	<b>0,219</b>
<i>n. banche</i>	19	21	18	
<b>ROAE - return on average equity</b>	-0,074	0,351	-	<b>0,139</b>
<i>n. banche</i>	18	16		
<b>ROAE – Ke</b>	-0,073	0,258	-	<b>0,093</b>
<i>n. banche</i>	18	16		

\*Δ Corsi azionari gennaio-maggio 08

Dall'analisi dei dati sono emersi i seguenti aspetti:

- i coefficienti di correlazione relativi all'indice di disclosure e alla variazione dei corsi azionari registrata nell'anno successivo si attestano su valori lievemente più positivi rispetto all'analisi condotta su uno stesso anno; ciò è osservabile con riferimento all'indice di disclosure totale, ed anche agli indici riferiti all'area 1 e 2. Una spiegazione di simili risultati è coerente con la circostanza che la disclosure delle banche è stata misurata sulla base delle informazioni contenute nei bilanci e nelle relazioni di governo societario che vengono pubblicate l'anno successivo rispetto a quello cui si riferiscono; pertanto è ragionevole ritenere che i benefici derivanti da una maggiore disclosure possano essere verificati su un periodo temporale successivo rispetto alla diffusione delle informazioni;
- i coefficienti di correlazione relativi all'indice di disclosure e alla variazione dei corsi azionari registrata tra aprile e maggio dell'anno successivo presentano valori lievemente positivi con riferimento sia all'indice di disclosure totale, che agli indici riferiti all'area 1 e 2. Una spiegazione di simili risultati è coerente con la circostanza che i bilanci ed anche le relazioni di governo societario vengono pubblicate generalmente tra marzo e aprile per cui è ragionevole aspettarsi delle eventuali ripercussioni della disclosure sui corsi azionari nel periodo immediatamente successivo alla diffusione delle informazioni;
- una correlazione maggiormente positiva è rilevabile tra l'indice di disclosure totale del 2005 e la variazione dei corsi azionari nel 2006. Stesso risultato è osservabile con riferimento all'indice di disclosure relativo all'organizzazione e al governo societario (area 2), ma non alla risk disclosure (area 1). Un simile riscontro potrebbe giustificarsi con un maggiore impatto delle informazioni relative all'organizzazione e alla governance delle banche sulle scelte degli investitori e di conseguenza sulla quotazione dei titoli;
- non sembra emergere alcuna correlazione tra l'indice di disclosure e la redditività espressa dall'indice ROAE. Ciò sembra evidenziare che la disclosure e la redditività di una banca sono slegate tra loro;
- non sembra, infine, emergere alcuna correlazione tra l'indice di disclosure e la creazione di valore, misurata come differenza tra l'indice ROAE e il costo del capitale ( $K_e$ ).

## 7. Conclusioni e spunti di riflessione

La misurazione dell'indice di disclosure delle banche ha permesso di verificare un elevato grado di differenziazione tra le banche. L'indice di disclosure si attesta infatti su valori compresi in un range molto ampio. È emerso inoltre un andamento dell'indice di disclosure totale significativamente crescente nel triennio 2005-2007. Ciò è indicativo di un accrescimento e miglioramento della disclosure generalmente diffuso tra tutte le banche, che potrebbe esser legato all'introduzione di nuovi obblighi informativi ma anche alla divulgazione di una maggiore cultura della disclosure.

È stato poi verificato che le banche che diffondono maggiori informazioni sui rischi, diffondono maggiori informazioni anche sull'organizzazione e sul governo societario.

Ulteriore aspetto emerso riguarda l'elevata correlazione tra l'indice di disclosure delle banche e le loro dimensioni, che induce a ritenere che all'accrescersi delle dimensioni di una banca vi sia una propensione maggiore alla diffusione di informazioni all'esterno. Un simile risultato è coerente con la circostanza che la disclosure comporta costi diretti e indiretti non irrilevanti cui le banche di maggiori dimensioni sono maggiormente in grado di far fronte.

Non si è invece riscontrato il livello di correlazione atteso tra disclosure e creazione di valore e tra disclosure e variazione dei corsi azionari. Una motivazione di ciò potrebbe essere ricercata nella carenza e parzialità di alcuni dati riferiti all'anno 2007 e all'anno in corso. La scelta di condurre l'analisi su un preciso arco temporale compreso tra il 2005 e il 2007, con riferimenti anche al 2008, risponde a precise esigenze che sono state esposte in precedenza<sup>19</sup>. Tuttavia tale scelta ha comportato problemi connessi al reperimento dei dati. In particolare ampie lacune si sono manifestate con riferimento ai documenti e dati relativi al 2007 e al 2008. Tali carenze nei dati potranno essere colmate in futuro, e i risultati raggiunti dovranno essere rivisti alla luce delle nuove informazioni ottenute, attualmente non disponibili.

In linea generale, la correlazione tra disclosure e variazione dei corsi azionari risulta più accentuata rispetto alla correlazione tra disclosure e performance (misurata come differenza tra ROAE e costo del capitale).

È poi emerso un livello di correlazione più elevato con riferimento alle analisi condotte su anni diversi, rispetto alle analisi condotte su uno stesso anno. Un simile risultato è coerente con la circostanza che la disclosure delle banche è stata misurata sulla base delle informazioni contenute nei bilanci e nelle relazioni di governo societario che vengono pubblicati l'anno successivo rispetto a quello cui si riferiscono; pertanto è ragionevole ritenere che i benefici derivanti da una maggiore disclosure possano essere verificati su un periodo temporale successivo rispetto alla diffusione delle informazioni.

Ad oggi, però, i dati emersi non consentono di affermare l'esistenza di un legame significativo tra il livello di disclosure delle banche e la creazione di valore, e nemmeno tra la disclosure e la variazione dei corsi azionari.

Si ritiene, tuttavia, che la presente analisi possa dare avvio a nuove e ulteriori indagini empiriche volte a verificare se il livello di disclosure possa rappresentare un fattore di creazione di valore per il tramite di altre variabili. In particolare, a partire dalla constatazione che l'introduzione del Pillar 3 di Basilea 2 risponde alla finalità di incentivare le banche ad una gestione oculata e non eccessivamente rischiosa, si ritiene di poter verificare se le banche che presentano livelli più elevati di disclosure sono quelle meno rischiose. Se ad oggi - atteso che la disclosure è di fatto ancora volontaria - risultasse che le banche con più elevati livelli di disclosure sono quelle meno rischiose (e per le quali di conseguenza il costo del capitale è più basso), ci si attenderebbe, con l'introduzione di un obbligo informativo, un miglioramento in termini di efficienza per la generalità degli intermediari. Se una banca più trasparente fosse meno rischiosa rispetto a banche meno trasparenti, allora sopporterebbe un costo del capitale più basso e di conseguenza creerebbe maggior valore. Si potrebbe in tal senso avvalorare la tesi che la disclosure, per il tramite di un'altra variabile, contribuisce a creare valore nelle banche.

---

<sup>19</sup> Si veda il par. 3.

## **Bibliografia**

- Banca d'Italia (2006), *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, circolare 263, dicembre.
- Banca d'Italia (2008), *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, marzo.
- Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors (2004), *Financial Disclosure in the Banking, Insurance and Securities Sectors: Issues and Analysis*, May.
- Baumann U., Nier E. (2004), "Disclosure, Volatility, and Transparency: an Empirical Investigation into the Value of Bank Disclosure", in *FRBNY Economic Policy Review*, September, pp. 31-45.
- Carretta A., Farina V., Fiordelisi F., Schwizer P. (2006), *Corporate culture and shareholder value in banking industry*, MPRA Paper n. 8304.
- Carretta A., Previati D., Schwizer P. (2001), "Elementi caratteristici e modelli di analisi della cultura aziendale nelle banche", in A. CARRETTA (a cura di), *Il governo del cambiamento culturale in banca. Modelli di analisi, strumenti operativi, valori individuali*, Bancaria Editrice, Roma.
- Chen Y., Hasan I. (2006), "The transparency of the banking system and the efficiency of information-based bank runs", in *Journal of Financial Intermediation*, 15, pp. 307-331.
- Cordella T., Yeyati E. L. (1997), "Public Disclosure and Bank Failures", in *IMF Working Paper*, August.
- Dell'Atti S., Pacelli V. (2006), "Prezzo e valore nelle banche. Un'analisi empirica nei principali gruppi bancari italiani", in *Banche e banchieri*, n. 6.
- Drago D., Mazzucca M. (2005), *La risk Disclosure nelle Banche Italiane*, Working Paper n. 2, Università della Calabria, marzo.
- Frolov M. (2007), "Why do we need mandated rules of public disclosure for banks?", in *Journal of Banking Regulation*, vol. 8, pp. 177-191.
- Geny H., Mongiardino A. (2006), "Le segnalazioni di risk management delle banche: trasparenza informative e best practices internazionali", in *Bancaria*, n. 7-8.
- Greenspan A. (2003), "Remarks", at Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, May.
- Herring R. (2004), "How Can the Invisible Hand Strengthen Prudential Supervision? And How Can Prudential Supervision Strengthen the Invisible Hand", in Borio C., Hunter W., Kaufman G., Hyytinen A., Takalo T. (2004), "Preventing Systemic Crises through Bank Transparency", in *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, vol. 33, n. 2, pp. 257-273.
- Malinconico A. (2007), "La disclosure dei rischi nelle banche: possibili effetti sulla disciplina di mercato", in *Banche e banchieri*, n. 5.

Mathewson A. D. (1986), "From confidential supervision to market discipline: the role of disclosure in the regulation of commercial banks", in *The Journal of Corporation Law*, volume 11, number 2, pp. 139-178.

Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure (2001), *Final report*, April.

Nagel A. (2001), "I benefici di creazione di valore nell'accesso delle banche ai mercati organizzati", in *Quaderni dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del Sacro Cuore*, febbraio.

Nier E. (2005), "Bank stability and transparency", in *Journal of Financial Stability*, 1, pp. 342-354.

Nier E., Baumann U. (2002), "Market discipline, disclosure and moral hazard in banking", October 29, *EFA 2003 Annual Conference*, Paper No. 664.

Panetta I. (2004), *Banche, Vigilanza e Mercato: la Disclosure secondo Basilea. Profili teorici ed evidenze empiriche*, Edizioni Kappa.

Sironi A. (2005), *Rischio e valore nelle banche. Risk Management e Capital Allocation*, Egea, Milano.

Tadesse S. (2005), "Banking Fragility and Disclosure: International Evidence", *William Davidson Institute Working Papers Series wp748*, University of Michigan Stephen M. Ross Business School.

Tadesse S. (2006), "The economic value of regulated disclosure: Evidence from the banking sector", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, pp. 32-70.

**APPENDICE A**

Banca	ID area 1			ID area 2			ID tot		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Banca Carige SpA	32,79%	45,90%	47,54%	20,00%	20,00%	53,33%	26,39%	32,95%	50,44%
Banca Generali SpA	22,13%	32,79%	38,52%	0,00%	43,33%	46,67%		38,06%	42,60%
Banca Ifis SpA	36,67%	40,83%	44,17%	26,67%	30,00%	43,33%	31,67%	35,42%	43,75%
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	41,49%	40,43%	43,62%	10,00%	20,00%	53,33%	25,74%	30,21%	48,48%
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA	26,23%	54,10%	55,74%	13,33%	13,33%	26,67%	19,78%	33,72%	41,20%
Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni	48,36%	52,46%	52,46%	26,67%	26,67%	50,00%	37,51%	39,56%	51,23%
Banca Popolare di Milano SCaRL	44,26%	64,75%	60,66%	43,33%	43,33%	43,33%	43,80%	54,04%	51,99%
Banca CR Firenze SpA	39,34%	45,08%	47,54%	10,00%	13,33%	26,67%	24,67%	29,21%	37,10%
Banca Finnovat Euramerica SpA	14,42%	27,88%	28,85%	10,00%	10,00%	20,00%	12,21%	18,94%	24,42%
Banca Italease SpA	41,80%	44,26%	48,36%	16,67%	16,67%	50,00%	29,23%	30,46%	49,18%
Banca Lombarda e Piemontese SpA	27,05%	52,46%		30,00%	0,00%		28,52%		
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	26,23%	63,11%	68,03%	0,00%	23,33%	40,00%		43,22%	54,02%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	40,16%	45,08%	50,00%	0,00%	0,00%	0,00%			
Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni	7,38%	27,87%	24,59%	3,33%	3,33%	0,00%	5,36%	15,60%	
Banca Popolare Italiana - Banca Popolare di Lodi	28,69%	50,00%		0,00%	20,00%		n.c.	35,00%	
Banca Profilo SpA	33,65%	36,54%	36,54%	23,33%	20,00%	33,33%	28,49%	28,27%	34,94%
BPU Banca	44,26%	59,02%		26,67%	30,00%		35,46%	44,51%	
Banco di Desio e della Brianza SpA		46,67%	45,00%	36,67%	43,33%	53,33%	36,67%	45,00%	49,17%
BP Verona e Novara	43,44%	50,00%		0,00%	46,67%			48,33%	
Capitalia SpA	51,64%	63,93%		0,00%	33,33%			48,63%	
Credito Emiliano SpA	47,54%	52,46%	52,46%	20,00%	20,00%	33,33%	33,77%	36,23%	42,90%
Credito Valtellinese SCaRL	36,07%	43,44%	49,18%	6,67%	13,33%	40,00%	21,37%	28,39%	44,59%
Banca Intesa	44,26%	50,82%		43,33%	0,00%		43,80%		
SanPaolo IMI	40,98%	50,82%		23,33%	23,33%		32,16%	37,07%	
Intesa SanPaolo			66,39%			53,33%			59,86%
Mediobanca SpA	30,33%	33,61%	15,57%	13,33%	30,00%	0,00%	21,83%	31,80%	
Meliorbanca SpA	23,77%	35,25%	40,98%	23,33%	30,00%	30,00%	23,55%	32,62%	35,49%
UniCredito Italiano SpA	44,26%	56,56%		30,00%	33,33%		37,13%	44,95%	
Unicredit Group			61,48%			53,33%			57,40%
UBI			59,02%			63,33%			61,17%
Banco Popolare			57,38%			66,67%			62,02%
<b>MEDIA</b>	<b>35,28%</b>	<b>46,89%</b>	<b>47,57%</b>	<b>18,27%</b>	<b>24,27%</b>	<b>44,00%</b>	<b>28,53%</b>	<b>35,93%</b>	<b>47,10%</b>
<b>MEDIANA</b>	<b>38,01%</b>	<b>46,89%</b>	<b>48,36%</b>	<b>18,27%</b>	<b>23,33%</b>	<b>43,67%</b>	<b>28,53%</b>	<b>35,67%</b>	<b>47,79%</b>

## APPENDICE B

BANCA	MARGINE DI INTERMEDIAZIONE (MI) mln €			Δ % CORSI AZIONARI				Δ % CORSI AZIONARI Apr/Mag			
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	Genn-Mag 2008	2005	2006	2007	2008
	Banca Carige SpA	778,60	874,10	968,40	14,50%	5,58%	-3,99%	-23,40%	-3,47%	8,71%	-1,86%
Banca Generali SpA	116,20	183,60	186,60		4,95%	-48,86%	-0,93%			-3,02%	-9,95%
Banca Ifis SpA	38,20	41,20	53,70	6,35%	-8,67%	-10,40%	14,44%	-0,66%	-6,11%	2,13%	-0,10%
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	155,90	149,40	153,80	18,22%	7,69%	-12,51%	-17,52%	2,15%	-6,69%	-4,33%	-6,19%
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA	267,00	271,40	293,20	-30,35%	5,41%	-44,97%	-12,43%	-37,81%	-7,86%	5,24%	-12,46%
Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni	172,90	154,50	180,90	-4,33%	6,65%	-24,64%	31,74%	4,79%	-8,96%	-4,56%	0,27%
Banca Popolare di Milano SCaRL	1.458,30	1.660,00	1.735,00	32,71%	29,92%	-28,75%	-10,04%	14,18%	-0,99%	-7,84%	-3,46%
Banca CR Firenze SpA	993,10	1.004,10	1.080,00	27,57%	-0,72%	33,77%	0,90%	3,46%	-20,00%	14,58%	
Banca Finnat Euramerica SpA	26,80	28,40	111,60	35,02%	-11,29%	-18,64%	3,76%	25,00%	-8,85%	-2,91%	-2,38%
Banca Italease SpA	331,00	515,00	-285,90	59,35%	40,91%	-155,51%	-0,30%		-16,27%	-18,27%	6,66%
Banca Lombarda e Piemontese SpA	216,30	1.485,00									
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	4.250,80	4.760,10	4.830,30	21,52%	-0,20%	-24,87%	7,02%	17,40%	-5,76%	4,77%	0,93%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	1.607,60	1.768,40	1.898,50	18,10%	28,47%	-23,02%	-13,38%	6,84%	4,90%	-4,83%	-8,77%
Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni	416,00	476,00	526,00	17,22%	12,05%	-36,91%	-9,18%	-3,37%	-3,77%	-18,29%	-1,67%
Banca Popolare Italiana - Banca Popolare di Lodi	1.277,57	1.500,74									
Banca Profilo SpA	73,50	67,60	57,30	18,95%	16,61%	-22,68%	-17,91%	2,53%	-6,44%	-0,84%	-0,75%
BPU Banca	4.002,00	4.201,10				-10,79%				-0,84%	
Banco di Desio e della Brianza SpA	241,50	262,00	290,60	4,12%	35,38%	-25,44%	8,76%	1,43%	-8,18%	-2,80%	-3,24%
BP Verona e Novara	2.175,60	2.466,50									
Capitalia SpA	4.585,66	5.022,51									
Credito Emiliano SpA	945,40	1.060,90	1.038,20	22,83%	9,50%	-15,74%	-19,36%	6,25%	-7,23%	-0,34%	-19,86%
Credito Valtellinese SCaRL	500,30	564,60	651,10	12,59%	6,96%	-30,25%	-14,57%	23,43%	-2,46%	-13,71%	-4,07%
Banca Intesa	8.201,00	9.098,00									
SanPaolo IMI	9.487,00	10.191,00									
Intesa SanPaolo			17.449,00	26,40%	40,74%	-0,18%	-7,04%	3,11%	10,13%	-2,07%	
Mediobanca SpA	11,57	1.511,70	1.611,50	25,53%	15,83%	-17,16%	-4,24%	12,24%	-8,40%	-0,06%	-10,65%
Meliorbanca SpA	141,30	108,06	97,53	0,68%	15,88%	-3,13%	-15,63%	5,43%	1,16%	-4,46%	6,00%
UniCredito Italiano SpA	20.850,00	23.464,00									
Unicredit Group			26.296,30	43,70%	19,08%	-15,46%	-7,19%	1,75%	3,33%	-5,04%	-5,86%
UBI			4.314,00	20,91%	12,84%	-10,79%	-2,57%	4,53%	2,79%	-0,84%	-3,83%
Banco Popolare			26.296,00	-16,06%	37,24%	29,25%	-2,81%	1,81%	1,41%	3,41%	2,51%

**APPENDICE C**

BANCA	ROAE			Ke=Rf+β*(Rm-Rf)			ROAE-Ke		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Banca Carige SpA	7,78	5,72	7,91	5,90	4,72	11,59	1,88	1,00	-3,68
Banca Generali SpA	0,80	6,71				14,50			
Banca Ifis SpA	19,64	14,42	16,17	9,86	12,86	5,95	9,78	1,56	10,22
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	14,61	9,93		6,54	15,19	7,57	8,07	-5,26	
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SpA	6,59	8,54	9,31	3,97	11,80	14,93	2,62	-3,26	-5,62
Banca Popolare di Intra - Societa Cooperativa per Azioni	-38,52	-43,60	8,32	11,46	14,61	6,54	-49,98	-58,21	1,78
Banca Popolare di Milano SCaRL	9,55	12,52	9,49	15,53	12,67	12,70	-5,98	-0,15	-3,21
Banca CR Firenze SpA	10,24	19,0		1,30	21,88	12,19	8,94	-2,88	
Banca Finnat Euramerica SpA	20,19			6,54	10,83	10,39	13,65		
Banca Italease SpA	17,68	18,11	-39,19	19,91	13,23	33,92	-2,23	4,88	-73,11
Banca Lombarda e Piemontese SpA	12,32	11,52		6,43	19,36		5,89	-7,84	
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	11,60	12,44	17,58	5,47	8,79	10,56	6,13	3,65	7,02
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	11,63	11,90		-2,87	6,27	16,04	14,50	5,63	
Banca Popolare di Sondrio Societa Cooperativa per Azioni	8,18	9,21	9,63	-4,58	9,47	7,83	12,76	-0,26	1,80
Banca Popolare Italiana - Banca Popolare di Lodi	-19,76	0,09		33,61	17,61		-53,37	-17,52	
Banca Profilo SpA	20,77	14,21		16,70	15,00	13,82	4,07	-0,79	
BPU Banca	14,85			3,44	13,15		11,41		
Banco di Desio e della Brianza SpA	25,97	16,09	30,43	8,90	17,13	15,87	17,07	-1,04	14,56
BP Verona e Novara	15,66	23,25		9,75	9,57		5,91	13,68	
Capitalia SpA	12,82	12,44		12,10	16,64		0,72	-4,20	
Credito Emiliano SpA	22,23	17,94	17,05	11,36	17,22	11,68	10,87	0,72	5,37
Credito Valtellinese SCarl	7,82	7,96	7,1	9,11	13,44	8,51	-1,29	-5,48	-1,41
Banca Intesa									
SanPaolo IMI				2,26	3,27				
Intesa SanPaolo	18,06	7,73	13,48	12,75	16,06	11,85	5,31	-8,33	1,63
Mediobanca SpA	8,29	13,73	13,17	14,78	15,58	8,94	-6,49	-1,85	4,23
Meliorbanca SpA	16,39	7,16	3,17	12,21	10,05	16,21	4,18	-2,89	-13,04
UniCredito Italiano SpA	10,57	14,91	12,7	12,85	6,76	14,59	-2,28	8,15	-1,89
Unicredit Group									
UBI			7,9			11,76			-3,86
Banco Popolare			5,71			20,49			-14,78