

Capitolo 4

Le donne nei board delle società: parità vera o apparente?

Daniela Venanzi

SOMMARIO

1. Introduzione – 2. La prospettiva funzionalista: una review della letteratura internazionale – 2.1. Presenza femminile e performance – 2.2. Presenza femminile e risk-taking – 2.3. Altri effetti della presenza femminile – 3. L'applicazione delle quote rosa in Italia tra mito e realtà – 4. Preliminari conclusioni

1. Introduzione

La Corporate Governance (d'ora in poi CG) è il set di regole, prassi e best practices che disciplinano il processo decisionale dell'impresa (ai vertici) a tutela dell'interesse degli azionisti tutti, attuali e potenziali (nei confronti del manager, quando la proprietà è diffusa, e dell'azionista di controllo, quando la proprietà è concentrata) e di tutti gli stakeholders. Quindi riguarda anche temi relativi alla composizione e al funzionamento dei board (cda, organo di controllo, ecc.).

La diversità nella composizione dei board in generale (geografica, di età, cultura, professione, ecc.) e la diversità di genere nello specifico (che nella pratica significa presenza anche del genere femminile) è considerata un valore e raccomandata dalle buone pratiche di corporate governance. Il tema per l'Italia è di particolare rilevanza perché la Legge 120/2011 (legge Golfo-Mosca: le c.d. quote rosa) ha imposto alle società quotate di garantire nei cda la presenza di almeno un terzo dei componenti al genere meno rappresentato (che è nei fatti quello femminile) e nel decreto fiscale 2020 ha prorogato la legge e alzato a due quinti la percentuale richiesta¹.

¹ Dal 2020, infatti, per alcune società sono iniziati a scadere i tre mandati stabiliti dalla legge Golfo-Mosca. La legge varrà per 6 mandati consecutivi. Anche le nuove disposizioni prevedono il criterio di riparto di almeno un quinto per il primo rinnovo successivo alla data di inizio delle negoziazioni.

Esiste una letteratura amplissima, soprattutto empirica, sul tema, che per esempio confronta anche le diverse modalità che nei vari paesi sono state adottate per garantire la presenza femminile, dall'approccio puramente volontaristico (per esempio, in UK), a quello di vincolo di legge come in Italia (e Francia, Germania e Belgio) passando per soluzioni intermedie di soft-law, cioè adesione volontaria a codici di CG che fissano le best practices (con la minaccia di imposizione quote come deterrente, come in Svezia).

L'obiettivo del paper è di mettere in evidenza come, pur nell'ambito di un processo che va (almeno apparentemente) nella direzione di favorire la parità di genere, ci siano una serie di tendenze, sia nell'ambito della ricerca scientifica sul tema, che di derive perverse nella pratica (con particolare riferimento alle società italiane) che replicano stereotipi e luoghi comuni propri "della disparità di genere" che si vuole combattere/superare.

Una parte rilevante (maggioritaria) della ricerca scientifica di CG sul tema riguarda il filone funzionalista (e del "managerial power"), cioè il filone di studi che vuole dimostrare, teoricamente ed empiricamente, gli effetti virtuosi su performance e rischio di imprese e banche della presenza delle donne nei board (Venanzi, 2021). Come dire che si vuole cercare/trovare la legittimazione all'eliminazione della disparità di genere negli organi di governo delle imprese, nel provare (evidenze alla mano) che la presenza delle donne migliora la performance finanziaria, riduce il rischio, migliora i processi decisionali, rende più efficaci i meccanismi di controllo/monitoraggio della gestione aziendale, migliora l'efficacia del reporting finanziario, ecc. (Graham *et al.*, 2013; Joecks *et al.*, 2013; Martín-Ugedo e Miguez-Vera, 2014; Chen *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2016; Hurley-Choudary, 2020; Del Prete-Stefani, 2020; Dobija *et al.*, 2021).

Ora, la prevalenza di studi di questo tipo (di cui si darà conto con una review sistematica della letteratura internazionale più recente), a ben riflettere, è in parte il riflesso in letteratura di quello che ogni donna ha riscontrato più o meno frequentemente nella sua vita lavorativa, e cioè che le donne per aspirare alla parità con gli uomini e a ricoprire gli stessi ruoli che ricoprono gli uomini devono essere più brave: potremmo chiamarla "legittimazione utilitaristica" della parità di genere.

Sottolineo anche quali siano i frequenti riferimenti che in letteratura si fanno agli stereotipi più diffusi per giustificare l'impatto positivo atteso su performance finanziaria e qualità dei processi decisionali: *i*) le donne sarebbero più inquisitive degli uomini; *ii*) avrebbero una maggiore predisposizione a porre domande (questioning mind); *iii*) avrebbero un maggiore orientamento a essere in disaccordo con il group-thinking e sarebbero più

indipendenti (*independently minded*)². Caratteristiche che favoriscono discussioni più approfondite e costruttivo dissenso all'interno dei board (Bebchuck-Fried, 2005), un ruolo più incisivo e più attento di watch-dog sull'operato del management. Ovviamente sono tutte caratteristiche che vanno giudicate positivamente. E, tuttavia, non si può negare che rinviano a “stereotipi sulle donne” molto diffusi da epoche lontane: la donna/moglie fastidiosa, brontolona, assillante, rompiscatole, ecc.

Analogamente per quanto attiene all'effetto della presenza femminile nei board, più frequentemente ipotizzato in letteratura, di riduzione del rischio, spiegato in termini di maggiore avversione al rischio delle donne rispetto agli uomini, perché più insicure e meno self-confident: evidente il riferimento allo stereotipo della donna “sesso debole” (Adhikari *et al.*, 2019; Gerdes-Gransmark, 2010).

Guardando alla pratica, con riferimento alle società italiane, è innegabile che la legge Golfo-Mosca abbia avuto un effetto positivo e significativo sulla percentuale di donne nei board. Uno studio della Consob (Bruno *et al.*, 2018) condotto sulle società italiane quotate nel periodo 2008-2016 rivela che è aumentata in media di 17 punti percentuali subito dopo l'entrata in vigore della legge e di 11 punti percentuali successivamente; al 2023, le donne rappresentano rispettivamente il 43% e il 41% dei componenti dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo (Consob, 2024). Inoltre, l'ingresso delle nuove amministratrici avrebbe anche contribuito a modificare altre caratteristiche dei board, riducendo l'età media, aumentando la diversità di età e di background professionale, alzando il livello medio di istruzione, ecc.

E tuttavia, l'evidenza empirica per l'Italia, basandoci sugli studi di matrice istituzionale, più rigorosi e che utilizzano dataset più ampi e completi (di provenienza Consob per le quotate e Banca d'Italia per le banche) mostra alcune distorsioni e tendenze anomale nell'applicazione della legge che, andando oltre il “luccichio” dell'apparenza, ne ridimensionano la portata e provano come il cammino verso la “vera” parità di genere sia ancora molto lungo da percorrere.

² Le Guidelines EBA-ESMA (2017) definiscono mirabilmente l'*independence of mind*: «Acting with independence of mind includes having the courage, conviction and strength to effectively assess and challenge the proposed decisions of other members of the management body, to ask questions to the members of the management body in its management function where the member judges it appropriate in the light of the issues and risks involved, and to be able to resist 'group-think'».

Il saggio fornisce una review aggiornata della letteratura internazionale (prevalentemente di natura empirica) sulla prospettiva funzionalista, che studia l'impatto della presenza femminile nei board delle società su performance e rischio, analizzando criticamente ipotesi testate, risultati ottenuti e metodologie dell'analisi. Successivamente, analizza l'evidenza empirica sulla realtà italiana dell'applicazione delle quote rosa, evidenziando/discutendo le tendenze perverse che la compliance delle società italiane (finanziarie e non) con la normativa ha evidenziato negli anni.

2. La prospettiva funzionalista: una review della letteratura internazionale

2.1. Presenza femminile e performance

L'evidenza empirica internazionale sugli effetti della presenza femminile nei board sulla performance finanziaria non è univoca, sia per le imprese europee (e tra queste le italiane), che per le imprese USA (si rinvia per un'ampia review della letteratura empirica internazionale, sebbene non recente, a Martín-Ugedo e Minguez-Vera, 2014).

La presenza di risultati non univoci può spiegarsi in vario modo.

In primis, ci sono motivazioni teoriche che spiegano legami di segno opposto. Come anticipato, l'ipotesi del managerial power di Bebchuck-Fried (2005) assume che la presenza femminile migliori la qualità della governance e dei processi decisionali e quindi generi conseguenti migliori performance. Più in generale, le teorie dell'informazione e del decision-making evidenziano numerosi fattori a favore di un impatto positivo della gender diversity, intesa in senso lato e non solo in termini di maggiore presenza femminile:

- a) migliora il lavoro di gruppo: favorisce conoscenze più variegata, maggiore conoscenza dei mercati, maggiore identificazione con clienti e addetti;
- b) aumenta la varietà delle prospettive assunte, delle esperienze e degli stili di lavoro e quindi migliora la qualità dei processi decisionali; i due sessi differenziano, infatti, per background (meno tradizionale quello femminile) e tipo di orientamento/attitudine (qualitativo quello femminile rispetto a quello maschile, maggiormente connotato come quantitativo); la gender diversity favorirebbe quindi apporti differenziati, per esempio per decisioni di diversa natura: approccio qualitativo per il controllo strategico e le decisioni di lungo termine, quantitativo per le decisioni finanziarie e di breve termine;

- c) amplia i collegamenti con network differenti e quindi favorisce gli apporti di creatività/innovazione estendendo il set di informazioni disponibili;
- d) la presenza femminile comporta una maggiore sensibilità sociale, uno stile di comunicazione più partecipativo e una migliore immagine percepita dalla clientela.

Ma ci sono anche motivazioni di un impatto di segno negativo, che può essere ricondotto all'approccio tradizionale della teoria dell'agenzia (e alla teoria dei contratti), che considera qualunque intervento esterno come un fattore che altera l'equilibrio del sistema di contratti instaurato nell'impresa, considerato ottimale per il raggiungimento dell'obiettivo della massimizzazione del suo valore; solo in alcuni casi sono consentiti vincoli esogeni per migliorare la performance, per esempio in presenza di asimmetrie informative o di penalizzazioni e altre clausole contrattuali a disposizione del regolatore pubblico, ma non dei soggetti privati. Anche le teorie che si basano sulla categorizzazione sociale rilevano possibili effetti negativi sulla performance della gender diversity (Tajfel 1978):

- a) minore omogeneità del gruppo decisionale, che risulterebbe così meno integrato; possono poi prevalere dinamiche conflittuali di individui più o meno integrati nel sistema: gli individui tendono a classificare i membri del gruppo in *in-groups* (individui simili a loro) e *out-groups* (individui diversi da loro) e a considerare favorevolmente i primi e negativamente i secondi (Nielsen-Huse, 2010);
- b) maggiori difficoltà di comunicazione e coordinamento e quindi minore efficacia nello sfruttamento delle competenze e delle capacità presenti nel board;
- c) più limitate relazioni di business delle donne con altre imprese, rispetto agli uomini.

Alcuni studi infine (per esempio, Adams-Ferreira, 2002) motivano l'assenza di un impatto significativamente diverso con il fatto che le donne nei board nei fatti si comportano come gli uomini, rifiutando stereotipi e valori femminili.

Secondo alcuni studi (Labelle *et al.*, 2015), la non univocità dei risultati potrebbe essere attribuita al diverso approccio utilizzato dai diversi paesi per favorire la presenza femminile nei board: l'approccio coercitivo (le quote rosa, come in Italia), all'opposto, quello su base volontaria (che lascia libere le imprese) e l'approccio soft, che definisce codici di condotta e best practices, ai quali le imprese dovrebbero attenersi secondo il principio del *comply-or-explain* (come per esempio, in Francia, prima del 2017, anno a par-

tire dal quale le quotate hanno l'obbligo del 40% di donne nel board). Lo studio evidenzia un impatto positivo solo nei casi dell'approccio su base volontaria: gli altri due approcci porterebbero ad un peggioramento della performance perché altererebbero la composizione ottimale del board, spesso come vincolo da soddisfare in tempi troppo brevi. Questo peggioramento (sia in termini di ROA che di Q di Tobin)³ è solo in parte confermato da Slama *et al.* (2019), sulle imprese francesi non finanziarie quotate al CAC: essi confrontando le differenze in termini di performance tra imprese con presenza o meno delle donne nei board prima e dopo l'adozione dell'approccio soft (anno 2011) e riscontrano un impatto negativo solo nelle imprese con basse performance (primo quartile della distribuzione), mentre in quelle con migliore performance (il decile più alto) rilevano un effetto positivo, soprattutto oltre una certa soglia di presenza femminile nei board.

Alcuni studi rilevano una relazione ad U: servirebbe cioè una soglia minima di presenza femminile per avere effetti positivi sulla performance, perché una presenza ridotta, sotto la soglia, genererebbe comportamenti di discriminazione e marginalizzazione delle donne nei board. Bruno *et al.* (2018) trovano conferma sulle imprese italiane quotate della *critical mass theory* (già evidenziata da altri studi: per esempio Joecks *et al.*, 2013, sulle imprese tedesche). In particolare, quando la percentuale di donne supera una determinata soglia, che varia tra il 17% e il 20% del board (il 30% nello studio sulle imprese tedesche e almeno tre donne nella maggior parte degli studi internazionali) le stime evidenziano un effetto positivo e significativo su tutte le misure di performance utilizzate, che sono prevalentemente indicatori contabili di redditività: ROA, ROE, ROIC e ROS. Sopra il 20% l'effetto sulla performance è positivo, e aumenta al suo aumentare oltre il 20%.

Una ulteriore possibile spiegazione di risultati contrastanti riguarda gli aspetti metodologici dei test empirici condotti in letteratura. Che il metodo delle verifiche empiriche possa distorcere i risultati è certo: il caso delle imprese norvegesi (paese pioniere nell'introduzione delle quote rosa: compliance volontaria dal 2003 e poi dal 2006 obbligo, per l'inefficacia riscontrata dell'approccio volontario) è emblematico. Vari studi, che avevano rilevato un impatto negativo sulla performance della presenza femminile (per esempio, Ahern-Dittmar, 2012 e Boheren-Staubo, 2016), successivamente sono stati contraddetti da Eckbo *et al.* (2016) che ne hanno evidenziato le

³ Rispettivamente, rapporto tra risultato operativo e attivo netto e rapporto tra valore di mercato e valore di sostituzione degli asset.

distorsioni di metodo, non rilevando di contro alcun impatto statisticamente significativo sulla performance sia di breve che di lungo termine.

Un principale limite metodologico è quello di considerare misure assolute di performance, che non tengono adeguatamente conto (anche quando inseriscono le dummy di settore nel modello esplicativo) delle differenze settoriali di performance: il valore alto o basso di un indicatore di performance non ha alcun senso se non è espresso in termini relativi rispetto al valore medio (o mediano) del settore di appartenenza dell'impresa.

Da notare che in generale i modelli econometrici dinamici (non quelli statici) rilevano effetti positivi sulla performance: nel modello econometrico Bruno *et al.* (2018) considerano tra i regressori anche le misure di performance laggate di uno o più anni, che evidentemente colgono indirettamente le differenze settoriali e gli effetti *firm-specific*.

Altro problema metodologico collegato al precedente è il non rispetto in alcuni studi della condizione di *ceteris paribus* di altre variabili che possono influenzare la performance, tra cui il livello di performance (si veda oltre per gli studi che invece ne tengono conto), le condizioni di partenza della società (Chen *et al.*, 2015, rilevano per esempio che la presenza femminile nei board migliora la performance in imprese che operano in settori altamente innovativi, in quelli a bassa competizione e con maggiore *managerial entrenchment*, quindi in sostanza in settori in cui è richiesto il massimo controllo sulle decisioni) e dei componenti del board (molti studi misurano la presenza femminile senza tenere conto della minima soglia critica, oltreché di una adeguata *tenure*, perché si possa realisticamente incidere sui risultati), l'arco temporale di riferimento (la presenza femminile avrebbe un effetto più marcato sul livello di occupazione: politiche di conservazione del personale e minori licenziamenti; ne deriverebbero effetti negativi su profitti operativi e produttività, ma solo nel breve termine, per i maggiori costi del personale).

Un altro limite metodologico attiene al controllo o meno dell'endogeneità: esisterebbe infatti un legame causale duplice tra gender diversity e performance (imprese più redditizie scelgono sistemi di governance più evoluti, che includono la diversità, anche di genere); quando il test controlla l'endogeneità, gli studi rilevano un legame negativo della presenza femminile nei board sulla performance: per esempio, Bubaker *et al.* (2014), su imprese francesi non finanziarie quotate; Adams-Ferreira (2009) su imprese USA. Farrel-Hersch (2005) rilevano su 300 imprese della classifica Fortune 500 un legame positivo, ma con nesso causale inverso (imprese con ROA maggiori hanno più frequentemente donne nei board), ma nessun impatto

significativo della presenza femminile sulla performance successiva. Del Prete e Stefani (2020), di contro, quando controllano per la *reverse causality*, rilevano un effetto positivo sulla performance (periodo pre-riforma quote rosa in Italia, 1995-2010) su un panel di 15.000 osservazioni banca-anno.

Interessante anche il filone di letteratura che evidenzia come l'impatto non sia indipendente dal tratto della distribuzione (per performance) del campione di società. Varouchas *et al.* (2023), sulla falsariga di studi analoghi su altri campioni (Conyon-He, 117; Charles *et al.*, 2018; Maji-Saha, 2021) spiegano teoricamente e provano empiricamente che l'impatto sulla performance dipende dal livello di performance. Utilizzando la regressione quantilica (Powell, 2016), su un campione di 305 banche quotate USA, nel periodo 2016-2021, dimostrano che l'effetto positivo sulla performance (misurata dal ROE e dal margine netto di interesse) della percentuale di donne nel board è positivo e significativo nelle banche che si trovano nella parte alta della distribuzione per performance del campione, mentre l'impatto non è significativo nel caso delle banche con limitata performance. La spiegazione del risultato empirico si fonda sulla teoria sociologica "della rigidità della minaccia" (*threat-rigidity theory*), secondo cui la diversità/unicità dell'apporto femminile nel board non può essere colta appieno in società con performance scadente a causa di cambiamenti nelle dinamiche di gruppo che la minaccia della cattiva performance induce, prevalendo una maggiore uniformità di idee e minori informazioni condivise (Gladstein-Reilly, 1985; Staw *et al.*, 1981; Janis, 1972). Non si può escludere peraltro che questa dipendenza dal livello di performance dell'impresa possa spiegarsi con la causalità inversa: imprese migliori adottano sistemi di CG più virtuosi che creano un ambiente favorevole ad una piena manifestazione degli effetti positivi della gender diversity.

Altro aspetto rilevato in letteratura riguarda il caso delle imprese familiari: alcuni studi (Martín-Ugedo e Minguez-Vera, 2014 e Bianco *et al.*, 2015, su imprese rispettivamente spagnole e italiane) rilevano che nel caso delle imprese familiari, la presenza femminile nel board dipende dalle connessioni con la famiglia azionista di controllo. Questo comporterebbe una selezione delle amministratrici non in base al merito, ma ai legami di parentela o affettivi, con ripercussioni negative sulla qualità della governance in termini di minore frequenza delle riunioni del board, minore tasso di partecipazione alle riunioni da parte della componente femminile, ecc., con effetti non significativi sulla performance finanziaria (Martín-Ugedo e Minguez-Vera, 2014), che invece sono rilevati (con legame positivo) sulle imprese spagnole se non familiari. Qui emerge quindi l'importanza dei

processi di selezione delle componenti dei board (femminili o maschili che siano), ovvero la necessità di non generalizzare, considerando la mera presenza femminile, a prescindere dalle caratteristiche personali (di cultura, esperienza, indipendenza, ecc.) diverse dal sesso, limitando quindi il peso dello stereotipo generalizzato: alcuni studi più recenti sul risk-taking (cfr. il § seguente) ne tengono conto.

2.2. Presenza femminile e risk-taking

Lo stereotipo è che le donne siano più avverse al rischio degli uomini (Adhikari *et al.*, 2019): le donne nei board tenderebbero ad evitare situazioni incerte e investimenti rischiosi rispetto agli uomini, che invece ne enfatizzerebbero (per una più spiccata self-confidence) l'aspetto di opportunità da cogliere (Gerdes-Gransmark, 2010).

Anche in questo caso la letteratura fa riferimento a stereotipi femminili per spiegare la maggiore avversione al rischio (Croson-Gneezy, 2009). Le donne temerebbero più degli uomini le situazioni rischiose, sarebbero meno sicure di sé dei maschi, guarderebbero al rischio più come una minaccia che non come un'opportunità: in breve, lo stereotipo della "femminuccia" timorosa, insicura, inesperta e incapace a gestire le situazioni difficili sarebbe la regola.

Tuttavia, l'evidenza empirica internazionale a supporto di questa posizione è debole, specialmente quando si tiene sotto controllo l'effetto sul risk-taking del livello di conoscenze possedute sugli investimenti da valutare e sugli scenari rilevanti connessi. Una parte della letteratura internazionale, infatti, evidenzia che queste differenze "stereotipo" verrebbero meno quando si considerano esperienza e livello professionale (Croson-Gneezy, 2009; Atkinson *et al.*, 2003; Johnson-Powell, 1994; Adams-Funk, 2012). Per esempio, le donne manager risulterebbero generalmente più aggressive e risk-loving degli uomini.

Se si guarda più specificamente al rischio delle decisioni assunte da parte dei board, gli studi empirici non forniscono risultati univoci. Con riferimento alle società non finanziarie, alcuni (Graham *et al.*, 2013; Huang-Kisgen, 2013) rilevano che le imprese con CEO uomini hanno rapporti di indebitamento più elevati, soprattutto nel breve termine; analogamente, un orientamento più conservativo si riscontra nelle decisioni di investimento in attività fisse da parte di board con presenza femminile (Chen *et al.*, 2016). Altri studi (Levy *et al.*, 2014; Huang-Kisgen, 2013) rilevano un impatto negativo della presenza femminile sulle attività di M&As.

Usando un campione di società quotate e no da 18 paesi europei, Fac-

cio *et al.* (2016) rilevano che le società con CEO donna (rispetto a quelle con CEO uomo) hanno minore indebitamento, minore volatilità del ROA e tassi di sopravvivenza più elevati. Ne deriverebbe quindi una maggiore avversione al rischio delle prime e minore efficienza nell’allocazione del capitale. Schopohl *et al.* (2021), su un campione di 1131 società non finanziarie quotate al LSE nel periodo 1999-2017 precisano (rispetto allo studio precedente) che la variabile che impatta sul minor leverage è il sesso femminile del CFO e non del CEO e rilevano anche un potere di mediazione sul legame (in termini di significatività statistica e forza del legame) di altre variabili riguardanti il board: in particolare, la diversità del board (non solo di sesso), il potere più limitato del CEO e la provenienza esterna del CFO donna; in sintesi l’esistenza di un contesto decisionale che favorisca l’influenza sulle decisioni del CFO donna.

Uno studio recente (Hurley-Choudary, 2020), condotto su 58 tra le maggiori imprese USA non finanziarie quotate (di cui 38 con CFO uomini e 20 donne, con tenure minima di 5 anni) evidenzia che:

- l’effetto sul rischio dipende dalla misura di rischio utilizzata: si rileva, per esempio, che il CFO donna sceglie un rapporto di indebitamento inferiore, ma di contro mostra una maggiore propensione agli investimenti in attività fisse (che di norma comportano un maggiore impegno dell’impresa nel medio-lungo termine e minori utili a breve); differenze non statisticamente significative si avrebbero invece sulla volatilità dei prezzi azionari;
- se si utilizza come misura di gender diversity l’incidenza in numero della componente femminile dei board, l’effetto della presenza femminile è di riduzione del rischio: minore indebitamento e minore volatilità dei prezzi azionari, ma nessun impatto significativo sulle scelte di investimento;
- sembrano rilevanti alcuni limiti di metodo nell’analisi empirica: le misure di rischio adottate sono fortemente influenzate dal tipo di mestiere che l’impresa svolge e spesso gli studi empirici come quello citato cercano (in modo insufficiente) di tenere conto di questo effetto inserendo nel modello esplicativo l’effetto fisso del settore di appartenenza, mentre sarebbe più corretto esprimere il rischio della singola impresa in modo relativo, cioè comparato con il valore medio di settore (analogamente a quanto già detto nel caso della performance). In aggiunta, lo studio rileva come la condizione *ceteris paribus* non è necessariamente soddisfatta: per esempio, nel caso del campione analizzato, si osserva come le imprese con CFO donna sono imprese di minore dimensione e meno redditizie, confermando quello che viene definito il *glass cliff effect*, cioè il fatto che normalmente le condizioni di partenza sono diverse, perché le donne sono scelte a dirigere im-

prese in condizioni di difficoltà o uscite da crisi e ristrutturazioni; evidentemente non basta a cogliere questo effetto che altera il confronto inserire nel modello esplicativo della misura di rischio la dimensione o la redditività.

Gli studi sugli effetti nelle banche sono più rari e con risultati più contrastanti. Alcuni studi (Adams-Ragunathan, 2013; Berger *et al.*, 2014) mostrano che la maggiore presenza di donne nei board porta ad aumentare il rischio del portafoglio di attività; si tratta di un risultato importante in considerazione del maggiore rischio che tipicamente contraddistingue l'attività bancaria. La causa viene fatta ricadere sulla minore esperienza della componente femminile: ne deriverebbe una maggiore eterogeneità nel board, che può creare conflitti e comunicazione distorta. Adams-Ragunathan (2017) analizzano il legame in un campione misto (di 914 società finanziarie – di cui 688 banche – e 5.395 società non finanziarie USA quotate nel periodo 2000-2013). I risultati mostrano un maggiore rischio delle società finanziarie (con maggiore presenza femminile nei board) rispetto alle non finanziarie e non supportano un legame significativo tra gender diversity del board e rischio per il sotto-campione delle banche. Gli autori evidenziano che il gender-gap nell'avversione al rischio si rovescia nelle società finanziarie per motivi di self-selection: le donne che scelgono la carriera in ambito finanziario sarebbero più risk-loving, specialmente a livello di vertici. Quindi, in breve, l'ipotesi "Lehman Sisters"⁴ non sarebbe confermata. Questa ipotesi trova una migliore specificazione nello studio di Liu-Wu (2023) che, su un panel di 98 banche USA nel periodo 1992-2019 (che abbraccia anni di crisi e non), rileva un impatto negativo della presenza di donne nei board su diversi indicatori di rischio (sia di credito che di capitale, totale, specifico e sistematico, con effetti non negativi sulla performance, misurata come ROA e Q di Tobin), ma il legame risulta di segno opposto o non statisticamente significativo nel caso di donne amministratori esecutivi o CEO. In altre parole, il ruolo ricoperto dalla componente femminile modifica segno e significatività statistica dell'impatto sul rischio, supportando gli studi che rilevano una maggiore propensione al rischio (o una attitudine non diversa da quella maschile) delle donne che ricoprono ruoli decisionali di vertice nel settore finanziario: si suppone cioè che l'expertise in ambito finanziario sia maggiore nel caso di donne con compiti esecutivi di vertice nelle banche piuttosto che membri dei board, che viceversa sono

⁴ «If Lehman Brothers had been a bit more Lehman Sisters... we would not have had the degree of tragedy that we had as result of what happened» (Lagarde, 2018).

maggiormente focalizzati sull'attività di monitoraggio-supervisione. E in aggiunta è interessante notare come il legame tra donne con ruoli esecutivi/CEO e rischio sia positivo e significativo negli anni di crisi finanziaria (2007-2009) e nei periodi di recessione, mentre è confermato il segno negativo nel caso di donne componenti del board. Questa specificazione del ruolo tende ad indebolire lo stereotipo, soprattutto nel caso di condizioni avverse del mercato: in altre parole, l'avversione potrebbe non essere legata all'essere donna, ma allo svolgere (meglio degli uomini) il ruolo di controllo/monitoraggio delle decisioni dei managers, salvaguardando l'interesse di tutti gli azionisti/stakeholder.

Cardillo *et al.* (2021) su un campione di 105 banche europee nel periodo 2005-2017 hanno analizzato l'impatto della presenza femminile nel board sulla probabilità di bailout. Lo studio rileva un effetto negativo sulla probabilità di bailout e sulla dimensione del deal: le banche con più donne nel board avrebbero una migliore performance e distribuirebbero minori dividendi. Gulamhussen-Santa (2015) rilevano un legame negativo tra presenza femminile e risk-taking su un campione di 461 banche di 24 paesi OECD nel 2006. Analogamente, Del Prete-Stefani (2013, 2020) rilevano un rischio inferiore dell'attivo di banche italiane con una maggiore presenza di donne nel board (e il loro studio riguarda anni precedenti alla legge sulle quote rosa in Italia – 1995-2010 –, quando quindi la presenza femminile nei board era molto limitata). È interessante notare che quando lo studio controlla per l'endogeneità e distingue le donne con ruoli esecutivi (membri del cda o del consiglio di gestione, nel modello duale) da quelle con ruoli di supervisione e controllo (membri del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza), il legame negativo con il risk-taking (misurato in termini di tasso di default e impairment dei crediti) diventa nel caso di ruoli esecutivi più debole, evidenziando che l'attitudine di maggiore avversione sarebbe solo in parte legata al sesso, essendo anche influenzata dal ruolo (di monitoraggio/controllo) ricoperto dal consigliere donna in banca. Palvia *et al.* (2015) giungono a risultati simili analizzando il legame tra donne CEO o presidente su capitalizzazione e fallimento delle banche. Le banche con leader donne sarebbero più capitalizzate e quelle di minori dimensioni avrebbero avuto minore probabilità di fallire durante l'ultima crisi finanziaria. Analogamente, su un campione di 87 banche quotate da 17 paesi EU nel periodo 2010-2016, risulterebbe un effetto negativo sul rischio sistemico (misurato come la perdita di equity attesa per euro investito in caso del 5% della coda peggiore della distribuzione del rendimento di mercato) ma solo per banche piccole (meno di 57 miliardi di attivo) e con presenza

femminile nel board sotto la soglia critica di tre amministratrici donne nel board (Diez-Esteban *et al.*, 2022). Lo studio di Kinateder *et al.* (2021) si concentra sugli effetti della presenza femminile (testando e supportando l'ipotesi della massa critica) sul rischio specifico di credito della banca (misurato in termini di tre varianti della *distance to default*) su un campione di 141 banche da 20 paesi (non solo europei) nel periodo 2006-2017. I risultati confermano l'ipotesi di minore rischio di credito, con significatività maggiore nel caso di almeno tre donne nel board.

Hoang-Wu (2023) aggiungono all'ipotesi della maggiore avversione al rischio anche quella della maggiore attenzione delle amministratrici alla tutela di tutti gli stakeholders (e non solo degli azionisti), tra cui i debitori, i depositanti, i regolatori, gli addetti. Gli azionisti sarebbero meno avversi al rischio: le decisioni più rischiose li avvantaggerebbero rispetto al limitato capitale di rischio investito. Di contro, gli altri stakeholder sarebbero maggiormente penalizzati da decisioni eccessivamente rischiose della banca (Leung *et al.*, 2019; Srivastav-Hagendorff, 2016) e guarderebbero con maggiore attenzione alla stabilità finanziaria. Quindi, in breve, una maggiore cura delle donne nei board nei confronti di tutti gli stakeholder e non solo verso gli azionisti porterebbe le banche con maggiore presenza femminile ad un più limitato risk-taking. Anche qui entrano in gioco gli stereotipi femminili, ovvero in questo caso l'altro polo del dualismo strega-madonna: le donne sarebbero più orientate alla benevolenza e all'universalismo (Adams *et al.*, 2011; Adams-Funk, 2012), contrasterebbero i licenziamenti e favorirebbero l'occupazione (Matsa-Miller, 2013), combatterebbero le frodi (Cumming *et al.*, 2015; Wahid, 2019), eviterebbero le violazioni ambientali (Liu, 2018). Su un campione di 480 banche commerciali da 18 paesi industrializzati e 21 in via di sviluppo, nel periodo 2007-2016, lo studio supporta empiricamente l'impatto negativo della presenza femminile nei board (tenendo anche conto della massa critica di almeno tre amministratrici donne) sul risk-taking della banca (misurato in termini di indicatore Z-score di rischio totale e di due misure alternative, quali la volatilità del ROA e l'accantonamento per il rischio di credito), anche se il legame si indebolisce nei paesi in cui il contesto culturale mostra una maggiore ostilità al lavoro femminile (paesi con minore parità di genere).

2.3. Altri effetti della presenza femminile

La letteratura internazionale evidenzia anche altri impatti della presenza femminile nei board delle società. Ne sintetizziamo alcuni dagli studi più recenti.

Un primo aspetto è la qualità del reporting finanziario analizzato in Dobija *et al.* (2021) su un campione di 341 delle 350 società quotate al Warsaw Stock Exchange nel periodo 2010-2015, appartenenti a 17 settori diversi. La qualità del reporting finanziario è misurata in termini di tempo intercorrente tra la fine dell'esercizio finanziario e il report della società di revisione. Lo studio testa sia l'ipotesi della massa critica (minimo tre amministratrici nel consiglio di sorveglianza: il modello dualistico è quello prevalente in Polonia) che quella dell'effetto "voice" ovvero del presidente donna, soprattutto nelle società di minori dimensioni. Lo stereotipo alla base delle ipotesi testate è quello della maggiore capacità di monitoraggio/controllo del sesso femminile, che quindi accorcia i tempi di revisione e pubblicazione del bilancio. Nello studio, tuttavia, si mitiga in parte l'effetto stereotipo, verificando empiricamente anche il ruolo di mediazione (rispetto alla mera presenza) sulla qualità del reporting finanziario di un set di caratteristiche della componente femminile: esperienza in altri board (fuori dal contesto nazionale), provenienza dall'accademia, conoscenze contabili-finanziarie, indipendenza. I risultati confermano le ipotesi.

Lo studio di Pucheta-Martinez *et al.* (2019) su un campione di società spagnole quotate nel periodo 2005-2014 indaga gli effetti sulla disclosure della Corporate Social Responsibility (CSR) usando un apposito indice che rileva disclosure totale, parziale o nulla nei bilanci annuali. Al di là della significatività dei risultati ottenuti (campione limitato, mono-paese e debole rigore metodologico del test econometrico), anche in questo caso l'impatto positivo ipotizzato/rilevato si lega allo stereotipo già citato della donna-madonna: maggiore attenzione a tutti gli stakeholders, comportamenti più etici e fair, minore individualismo, maggiore "senso della comunità"⁵, maggiore sensibilità agli aspetti sociali e ambientali, maggiore trasparenza, ecc.

Da ultimo, lo studio di Tampakoudis *et al.* (2020) testa l'ipotesi di una minore capacità di negoziazione delle donne rispetto agli uomini (di nuovo lo stereotipo della donna sprovvista e ingenua) indagando con un event study i rendimenti anomali (rispetto al modello a 3 fattori di Fama-French-Carhart) di 1130 M&As tra banche (statunitensi sia l'acquirente che la target, ma solo la prima necessariamente quotata) nel periodo 2003-2018, limitando il campione a deals importanti, cioè di valore non inferiore al milione di dollari e con incidenza sulla capitalizzazione di mercato dell'acquirente di almeno l'1%. I risultati confermano le ipotesi: i rendimenti anomali

⁵ Bakan (1966): «... traits such as empathy, caring, great concern for others and being interested in actualising values in relationships of great importance to community».

cumulati nella finestra del deal sono da 3 a 4 volte superiori nel caso di banche con amministratori solo uomini rispetto al caso di banche con presenza femminile nei board. Non solo, ma la teoria della massa critica confermerebbe la superiorità negoziale dei maschi: nel caso di banche con almeno tre donne nel board, quindi più influenti nel decision-making, la performance sarebbe ancora inferiore sia rispetto al caso di board di soli uomini che di presenza femminile sotto la soglia.

3. L'applicazione delle quote rosa in Italia tra mito e realtà

Uno studio della Consob (Bruno *et al.*, 2018) condotto sulle società italiane quotate nel periodo 2008-2016 conferma che la legge 120/2011 (legge Golfo-Mosca), che impone alle quotate di garantire nei cda la presenza di almeno un terzo dei componenti al genere meno rappresentato, ha avuto un effetto positivo e significativo sulla percentuale di donne, aumentata in media di 17 punti percentuali subito dopo l'entrata in vigore della legge e di 11 punti percentuali successivamente: al 2019, le donne rappresentavano rispettivamente il 36% e il 39% dei componenti dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo (Consob, 2020). Inoltre, l'ingresso delle nuove amministratrici avrebbe anche contribuito a modificare altre caratteristiche dei board, riducendo l'età media, aumentando la diversità in termini di età e background professionale, alzando il livello medio di istruzione, migliorando (per le donne rispetto agli uomini) il tasso di partecipazione alle riunioni del board, ecc.

Lo studio rileva però anche due aspetti perversi che farebbero pensare alla presenza femminile come vincolo da rispettare (per legge o codici di autodisciplina) più che come opportunità da cogliere o meglio convinzione/volontà di eliminare la disparità di genere.

Risulta infatti che:

1. il 70% delle donne sono amministratori indipendenti, il 75% a fine 2023 (Consob, 2024), così soddisfacendo allo stesso tempo due vincoli, quello sugli indipendenti e sul genere (della serie, *con una fava, due piccioni...*);
2. il 34% (nel 2019) sono *interlockers* (cioè con cariche anche ai vertici di altre società), percentuale crescente (era il 14% nel 2012), in controtendenza con la diminuzione dell'interlocking degli amministratori uomini negli anni più recenti. La percentuale si è in parte ridotta negli anni successivi allo studio: il 29% nel 2023 (Consob, 2024), ma sempre maggiore di quella dei componenti maschili. Sono cioè *sempre le stesse donne*. La prima domanda che sorge

è quindi: non ci sono donne qualificate a sufficienza? Le statistiche Istat e AlmaLaurea non sembrerebbero supportare questa ipotesi. Infatti:

– le donne con istruzione terziaria sono di più: le donne laureate sono il 24,9% e gli uomini il 18,3%; il vantaggio femminile è più marcato rispetto alla media UE e di singoli paesi equiparabili come Germania e Francia (dati Istat, 2023);

– sono più brave: tra i laureati del 2022, dove è nettamente più elevata la presenza della componente femminile (59,7%), la quota delle donne che si laureano in corso è pari al 64,9% (è il 58,9% per gli uomini) con un voto medio di laurea pari a 104,8 su 110 (è 102,9 per gli uomini), in totale e anche nelle aree disciplinari più consone a ricoprire ruoli di direzione aziendale come Economia, Ingegneria, Giurisprudenza, ecc. (Alma-laurea, 2023);

– sono più determinate: le laureate provengono in misura maggiore da contesti familiari meno favoriti sia dal punto di vista culturale sia socioeconomico. Solo il 28,7% delle donne, infatti, ha almeno un genitore laureato, rispetto al 34,8% degli uomini (Almalaurea, 2023);

– si formano di più anche dopo la laurea: maggiore è la partecipazione femminile tra i livelli professionali medio-alti al *lifelong learning*; il tasso di partecipazione tra le donne dirigenti, imprenditrici o libere professioniste raggiunge il 68,4% mentre tra gli uomini è il 58,2% (dati Istat 2023).

Poiché l'interlocking rappresenta (alla luce dell'evidenza empirica internazionale) uno strumento che amplia gli interessi privati del CEO piuttosto che favorire gli interessi dell'azionariato e dell'impresa in generale (Fich-White, 2005), è allora ragionevole pensare che nei board ci siano le donne conosciute, allineate, controllate e, quindi, segnalate e sponsorizzate da quello che gli americani chiamano l'*old boys' network*⁶: se negli USA la co-optazione nell'*old boys' club*, dopo essere stata a lungo contrastata, di recente viene considerata uno strumento "virtuoso" per superare il gap di genere (Lang, 2011: la sponsorizzazione da parte degli uomini delle donne di maggior talento), in Italia potrebbe avere assunto una deriva negativa, spiegando l'interlocking crescente della componente femminile nei board.

Per quanto attiene alle banche italiane, uno studio della Banca d'Italia (Capone, 2020) mostra lo stato dell'arte in termini di presenza femminile nei cda delle banche italiane, in ruoli esecutivi e non esecutivi, e riporta i

⁶«... it entails establishing business relationships on high-priced golf courses, at exclusive country clubs, in the executive skyboxes at sporting events... arenas from which women and minorities are traditionally excluded and thus are not privy to the truly 'serious' business transactions or conversations.» (Lang, 2011).

risultati di un'indagine interna condotta al fine di verificare che la presenza femminile nei board, spesso aumentata dalle banche nell'arco temporale considerato (2014-2018) per aderire a vincoli di legge o per compliance alle best practices suggerite dagli organi di vigilanza⁷, si traduca in effettiva inclusione della componente femminile nei ruoli decisionali e nel management/controllo delle banche. Dallo studio emerge che: *i)* alla data del 30 giugno 2018, sulle 426 banche italiane attive – di cui 23 quotate – la presenza femminile nei board è aumentata nell'ultimo triennio, sia per le quotate sia per le non quotate; per le banche non quotate, la presenza femminile nei board resta molto contenuta, passando in media da un decimo dei componenti a poco più di un settimo, mentre nelle banche quotate la percentuale di presenza femminile aumenta in modo più consistente, passando da un quarto dei componenti del board a più di un terzo. Le soglie di legge hanno un'efficacia molto rilevante (meno le raccomandazioni non prescrittive della vigilanza nazionale): tutte le banche quotate rispettano la quota minima di presenza femminile e un quarto di esse ha percentuali di donne superiori alla soglia di legge; *ii)* se si guarda ai ruoli ricoperti, aumenta la presenza dei consiglieri non esecutivi donne, mentre aumenta molto meno la presenza nei ruoli esecutivi, è nulla tra gli AD (è successiva allo studio la nomina nel 2021 della prima donna a CEO di BNL-BNP Paribas), mentre è appena più frequente tra i presidenti; *iii)* è aumentata la presenza femminile nei comitati endoconsiliari, ma si tratta di una conseguenza diretta del fatto che le donne non rivestono ruoli esecutivi e più frequentemente rispettano il requisito dell'indipendenza (vincolo per partecipare ai comitati interni); *iv)* di contro, la presenza femminile nei comitati esecutivi (il comitato di maggiore rilievo/responsabilità in banca e maggiormente remunerato) si è addirittura ridotta rispetto al 2014.

Lo studio giunge infine ad affermare che la maggiore presenza di donne nei board delle quotate non sarebbe configurabile come un'operazione di facciata volta ad adempiere a un obbligo formale imposto dal legislatore, ma avrebbe invece contribuito a produrre un rinnovamento dei consigli, favorendo l'ingresso di nuovi componenti dotati di elevate professionalità e potenzialmente in grado di influire sulle dinamiche consiliari. L'aumento del numero delle donne nei board delle banche quotate sarebbe stato infatti accompagnato anche da un rafforzamento dei profili profes-

⁷ Da uno studio dell'EBA del 2016 emergeva che l'Italia era a quella data il fanalino di coda in Europa: la presenza femminile negli organi delle banche vigilate era sotto la media europea, sia per consiglieri esecutivi (7% vs 14%) che non esecutivi (16% vs 19%).

sionali, dei livelli di indipendenza e dell'intensità del coinvolgimento delle consigliere rispetto al precedente periodo esaminato. Univoco e tangibile risulterebbe, infatti, l'impatto della presenza femminile sulla qualità del governo societario delle quotate, non soltanto per gli effetti positivi potenzialmente discendenti dall'aumento della diversity di genere. Le evidenze raccolte mostrerebbero, infatti, che il miglioramento del ruolo sostanziale svolto dai consiglieri donna e le caratteristiche che presentano hanno conseguenze dirette su fattori che in letteratura sono considerati in grado di incidere sulla capacità dei board di guidare efficacemente l'impresa: competenze professionali, indipendenza, coinvolgimento nelle decisioni (numero di comitati a cui partecipa ciascun componente) e diligenza nell'attendere alle proprie responsabilità dei componenti (numero di comitati a cui partecipa ciascun componente). Specificamente, lo studio calcola un indice costruito come somma semplice della media delle caratteristiche di competenza, coinvolgimento (numero di comitati a cui partecipa ciascun componente), diligenza (percentuali di partecipazione a consigli e comitati) e livello di indipendenza (numero indipendenti su numero componenti) dei componenti del board di ciascuna banca nei due periodi esaminati. Comparando i risultati relativi al 2018 con quelli del 2014, si evidenzia un miglioramento nel quasi l'80% dei board esaminati con riferimento soprattutto ai profili in cui le donne nominate nel 2018 presentano comparativamente caratteristiche migliori rispetto agli uomini e rispetto alla situazione del 2014.

Tuttavia, emergono alcuni aspetti critici anche dallo studio citato:

- a) il primo aspetto critico è che il nesso causale presenza femminile – qualità della governance (rilevato nel paper) potrebbe essere rovesciato: la presenza femminile non è causa del miglioramento della qualità della governance (peraltro, misurata in termini puramente formali e non sostanziali), ma è elemento concomitante al fatto che le banche che aderiscono ai vincoli di legge o alle best practices in tema di CG (le più virtuose) fanno maggiore ricorso, tra queste, anche alla gender diversity (come già notato in precedenza, il problema dell'endogeneità è critico per molti studi in questo ambito);
- b) i ruoli ricoperti dalle donne sono quelli che meno incidono sui processi decisionali. Un esempio a conferma, con riferimento alla prima banca italiana, nel 2023 (dati BankFocus): a fronte di una sostanziale parità nel numero di consiglieri donne e uomini, la così detta C-suite (quella che conta) è tutta al maschile: Presidente, Vice Presidente, CEO, CFO, Chief Risk Officer, Chief Auditing Officer, Chief Lending Officer sono maschi;

l'unico Chief donna è quello per la Sustainability, ambito certamente importante (e di moda: operazione di facciata/immagine su gender e sostenibilità?), ma che ha poco a che fare, inutile negarlo, con le decisioni "core" di una banca, quelle che contano;

c) dallo studio citato emerge che il tasso di riconferma dopo il primo mandato per gli uomini è quasi doppio di quello delle donne (43% vs 23%). È vero che è influenzato dal fatto che gli uomini ricoprono in misura maggiore ruoli esecutivi e la continuità è considerata prerogativa utile per le funzioni esecutive; dall'analisi emerge però anche che il turnover femminile è maggiore anche separando i ruoli esecutivi da quelli non esecutivi: il 50% delle consigliere esecutive vengono rinnovate a fronte del 63% dei consiglieri esecutivi; per i non esecutivi, il 20% delle donne viene rinnovato a fronte del 35% degli uomini. La limitata tenure di un amministratore, che non viene rinnovato dopo il primo mandato in un contesto in cui la composizione dei consigli si mostra abbastanza stabile, può essere sintomo e nello stesso tempo causa di una più ridotta possibilità di incidere sulle decisioni consiliari, poiché il breve periodo di permanenza potrebbe non consentire, sotto il profilo contenutistico, la maturazione di un'adeguata conoscenza del contesto operativo e, sotto il profilo relazionale, l'acquisizione di una riconosciuta autorevolezza nell'organizzazione aziendale, limitando di fatto la possibilità di influenzare il comportamento degli altri componenti del board.

Lo studio più recente sulle banche italiane (sebbene riferito a dati fino al 2019, ovvero prima della proroga della legge del 2020) è quello di Del Prete *et al.* (2024) che analizza gli effetti della legge sulle quote rosa non solo con riferimento alle banche quotate (sottoposte all'obbligo di legge), ma anche alle banche non quotate appartenenti a gruppi quotati: l'idea è quella di verificare l'eventuale presenza o meno di effetti di spillover anche su queste ultime. La domanda di ricerca sottostante è quella di capire se la legge (che è soggetta a scadenza) sia stata in grado o meno di modificare la cultura e le buone pratiche nella governance delle banche, tale da indurre comportamenti virtuosi anche oltre il vincolo di legge. Il campione include tutte le banche italiane quotate al 2011, tutte le banche appartenenti a gruppi di cui la capogruppo è quotata e (per confronto) tutte le banche appartenenti a gruppi di cui la capogruppo non è quotata: ne risulta un campione di 171 banche che rappresentano circa un quarto delle banche operanti in Italia e circa il 70% degli impieghi del sistema. L'arco temporale analizzato va dal 2008 al 2019, per includere una finestra ampia, pre e post entrata in vigore della legge. È analizzata non solo la diversità di gender,

ma anche un indicatore composito di diversità del board per altre caratteristiche: età, origine, tenure, ecc. I risultati mostrano che: *i*) la legge ha comportato un aumento della presenza femminile nelle banche quotate sia nel cda che negli organi di supervisione/controllo (e questo aumento non è avvenuto aumentando la dimensione dei board); *ii*) la maggiore diversità di genere ha comportato una maggiore diversità del board anche per le altre caratteristiche analizzate; *iii*) non si è osservato nessun effetto spillover statisticamente significativo; *iv*) nessun effetto statisticamente significativo della presenza femminile si è rilevato in termini di performance finanziaria (ROE e ROA) e di rischio (quota degli NPL sul totale degli impieghi). Una possibile interpretazione del mancato effetto spillover (fornita dagli autori dello studio, provenienza Banca d'Italia) è che il cambiamento nella CG delle altre banche del gruppo non direttamente sottoposte alla legge potrebbe richiedere tempi più lunghi.

Una possibile lettura alternativa (e già suggerita da altra evidenza analizzata in precedenza) potrebbe ipotizzare che la gender diversity è più subita come vincolo da rispettare da parte delle banche italiane che non come opportunità da cogliere per migliorare la governance.

4. Preliminari conclusioni

L'ampia letteratura internazionale sul tema dell'impatto della presenza femminile nei board delle società su performance e rischio non fornisce risultati univoci: maggiore supporto empirico (dagli studi più recenti) sull'impatto negativo sul rischio, minore sull'impatto positivo sulla performance.

Gli studi empirici che non mediano l'impatto della presenza femminile con altre caratteristiche rilevanti, quali conoscenze e esperienze possedute, peso nei processi decisionali, ruoli ricoperti, ecc. non evitando quindi generalizzazioni che possono distorcere i risultati, ovvero non controllano (nello studio empirico) le mille trappole metodologiche presenti (non rispetto del *ceteris paribus*, disomogeneità nel confronto delle condizioni di partenza sia delle società che dei componenti dei board, endogeneità, assenza della massa critica, limitata tenure, ecc.) evidenziano per lo più risultati discordanti, che si possono spiegare appunto con i limiti della metodologia adottata.

La prima osservazione è che il filone maggioritario in questo ambito di ricerca è l'approccio funzionalista, che cerca "disperatamente" conferma

empirica all'utilità della presenza femminile nei board, una sorta di legittimazione utilitaristica (ex post) della parità richiesta da leggi o codici di CG alle società: come dire che la parità di genere ai vertici delle società si giustifica non in sé, come valore culturale/obiettivo da perseguire, ma solo perché porta dei vantaggi alla società che la adotta.

La seconda considerazione, che colpisce in negativo, è che le motivazioni addotte nelle ipotesi sottoposte a testing di una migliore performance e di un minore rischio della presenza femminile nei board si basano su vecchi stereotipi propri della disparità di genere, che relega, generalizzandola, la figura femminile a ben noti e insuperati luoghi comuni: *i*) la moglie fastidiosa, brontolona, assillante, rompiscatole, la zitella acida e bisbetica, che si traduce in un watch-dog più abile e attento nello svolgere la funzione di monitoraggio/supervisione del management come componente del board; *ii*) la "femminuccia" timorosa, inesperta, poco sicura di sé, che propende per decisioni/comportamenti meno rischiosi e rifugge le decisioni più difficili; *iii*) il sesso debole, incapace e poco avvezzo al potere, che non sa negoziare e porta a casa M&As con premi/rendimenti inferiori; *iv*) la madre accudente e comprensiva, che si prende cura (il classico stereotipo della donna-caregiver) degli interessi di tutti gli stakeholder, a scapito dei soli shareholders, favorendo comportamenti più socialmente responsabili, più etici, più trasparenti, più inclusivi, ecc.

A ciò si aggiungono le tendenze osservate nella governance delle società su questo versante (qui analizzate soprattutto per l'Italia, ma riscontrate anche altrove) che evidenziano che la presenza femminile nei board è considerata più un vincolo da rispettare (di legge o di reputazione, per compliance con le buone pratiche stabilite dai codici di CG) che non una opportunità da cogliere e diffondere (l'assenza dell'effetto spillover all'interno del gruppo è una forte conferma che deriva dallo studio di Del Prete *et al.* (2024) di provenienza Banca d'Italia): le consigliere donne sono più spesso consigliere indipendenti e non esecutive, sono sempre le stesse, ovvero quelle conosciute, segnalate, allineate e controllate dai maschi, sono meno frequentemente riconfermate, quando ammesse nei board sono escluse dalla C-suite, relegate, quando assumono poteri esecutivi, a ruoli/ambiti decisionali marginali e di immagine (il caso della prima banca italiana sopra descritto è emblematico).

In breve, il quadro che emerge dall'analisi qui condotta, sia sul versante della ricerca teorica-empirica che della pratica attuativa della legge sulle quote rosa in Italia, mostra sotto la "gold dust" dell'apparenza una realtà ancora molto lontana dalla parità di genere: il "glass ceiling" è ancora lì, intatto.

Riferimenti bibliografici

- Adams R.B., Ferreira D.B., 2002, Diversity and Incentives in Teams: Evidence for Corporate Boards, 24th Encontro Brasileiro de Econometria, Nova Friburgo, December 11-13.
- Adams R.B., Ferreira D.B., 2009, Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adams R.B., Funk P., 2012, Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Adams R.B., Ragunathan V., 2013, *Lehman sisters*, University of New South Wales & University of Queensland WP.
- Adams R.B., Ragunathan V., 2017, *Lehman sisters*, SSRN WP, <<https://ssrn.com/abstract=3046451>>.
- Adams R.B., Licht A.N., Sagiv L., 2011, Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331-1355.
- Adhikari B.K., Agrawal A., Malm J., 2019, Do women managers keep firms out of trouble? Evidence from corporate litigation and policies, *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 202-225.
- Ahern K.R., Dittmar A.K., 2012, The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation, *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (1), 137-197.
- Almalaurea, 2023, XXV Rapporto sul profilo e sulla Condizione Occupazionale dei Laureati.
- Atkinson S.M., Baird S.B., Frye M.B., 2003, Do female mutual fund managers manage differently? *Journal of Financial Research*, 26(1), 1-18.
- Bebchuk L.A., Fried J.M., 2005, Pay without performance: Overview of the issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23.
- Berger A.N., Kick T., Shaek K., 2014, Executive board composition and bank risk taking, *Journal of Corporate Finance*, 28, 48-65.
- Bianco M., Ciavarella A., Signoretti R., 2015, Women on corporate boards in Italy: the role of family connections, *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 129-144.
- Bøhren O., Staubo S., 2016, Mandatory gender balance and board independence, *European Financial Management*, 22 (1), 3-30.
- Bruno G.S.F, Ciavarella A., Linciano N., 2018, Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy, *Quaderni di Finanza Consob*, n. 87.

- Bubaker S., Dang R., Nguyen D.K., 2014, Does gender diversity improve the performance of French listed firms?, *Gestion 2000*, 2, 259-269.
- Capone D., 2020, Diversità e inclusione nelle banche italiane: un'analisi empirica delle misure a sostegno della presenza femminile nei board, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 552, Banca d'Italia.
- Cardillo G., Onali E., Torluccio G., 2021, Does gender diversity on banks' boards matter? Evidence from public bailouts, *Journal of Corporate Finance*, 71, 101560.
- Charles A., Dang R., Redor, E., 2018, Board Gender Diversity and Firm Financial Performance: A Quantile Regression Analysis, *International Corporate Governance and Regulation*, 20, 15-55.
- Chen J., Leung W.S., Evans K., 2015, Board gender diversity, innovation and firm performance, SSRN WP.
- Chen S., NI X., Tong J.Y., 2016, Gender diversity in the boardroom and risk management: a case of R&D investment, *Journal of Business Ethics*, 136, 599-621.
- Consob, 2020, Relazione anno 2019 sulla Corporate Governance delle società italiane quotate.
- Consob, 2024, Relazione anno 2023 sulla Corporate Governance delle società italiane quotate.
- Canyon M.J., He, L., 2017, Firm Performance and Boardroom Gender Diversity: A Quantile Regression Approach, *Journal of Business Research*, 79, 198-211.
- Croson R., Gneezy U., 2009, Gender Differences in Preferences, *Journal of Economic Literature*, 47(2), 1-27.
- Cumming D., Leung T.Y., Rui O., 2015, Gender diversity and securities fraud, *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572-1593.
- Del Prete S., Stefani M.L., 2013, Women on Italian bank boards: Are they 'gold dust'? *Questioni di Economia e Finanza*, n. 175, Banca d'Italia.
- Del Prete S., Stefani M.L., 2020, Women as "gold dust": Gender diversity in top boards and the performance of Italian banks, *Economic Notes*, 50(2).
- Del Prete S., Papini G., Tonello M., 2024, Gender quotas, board diversity and spillover effects. Evidence from Italian banks, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 221, 148-173.
- Diez-Esteban J.M., Farinha J.B., Garcia-Gomez C.D., Mateus C., 2022, Does board composition and ownership structure affect banks' systemic risk? European evidence, *Journal of Banking Regulation*, 23, 155-172.
- Dobija D., Hryckiewicz A., Zaman M., Pulawska K., 2021, Critical mass

- and voice: Board gender diversity and financial reporting quality, *European Management Journal*, 40, 29-44.
- EBA, 2016. Report on the benchmarking of diversity practices. Technical report. European Banking Authority.
- EBA, ESMA, 2017, Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU.
- Eckbo B.E., Nygaard K., Thorburn K.S., 2016, Does gender-balancing the board reduce firm value?, *CEPR Discussion Papers*, n. 11176.
- Faccio M., Marchica M.T., Mura R., 2016, CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation, *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- Farrell K.A., Hersch P.L., 2005, Additions to corporate boards: The effect of gender, *Journal of Corporate Finance*, 11 (1/2), 85-106.
- Fich E.M., White L.J., 2005, Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? *Journal of Corporate Finance*, 11, 175-195.
- Gerdes C., Gransmark P., 2010, Strategic behavior across gender: a comparison of female and male expert chess players, *Labour Economics*, 17(5), 766-775.
- Gladstein D. L., Reilly N. P., 1985, Group Decision Making under Threat: The Tycoon Game, *Academy of Management Journal*, 28, 613-627.
- Graham J., Harvey C., Puri M., 2013, Managerial attitudes and corporate actions, *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Gulamhussen M.A., Santa S.F., 2015. Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking, *Global Finance Journal*, 28, 10-23.
- Hoang A., Wu Q., 2023, Could “Lehman Sisters” reduce bank risk-taking? International evidence, *Corporate Governance: The International Review*, 32, 297-321.
- Huang J., Kingsen D.J., 2013, Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108, 822-839.
- Hurley D., Choudary A., 2020, Role of gender and corporate risk taking, *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*, 20(3), 383-399.
- Janis I.L., 1972, *Victims of Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*. Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company.
- Joecks J., Pull K., Vetter K., 2013, Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”, *Journal*

- of Business Ethics*, 118(1), 61-72.
- Johnson J.E., Powell P.L., 1994, Decision making, risk and gender: Are managers different? *British Journal of Management*, 5(2), 123-138.
- Kinateder H., Choudhury T., Zaman R., Scagnelli S.D., Soheli N., 2021, Does boardroom gender diversity decrease credit risk in the financial sector? Worldwide evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 73, 1-17.
- Labelle R., Francoeur C., Lakhel F., 2015, To regulate or not to regulate? Early evidence on the means used around the world to promote gender diversity in the boardroom, *Gender, Work & Organization*, 22(4), 339-363.
- Lagarde C., 2018, Ten Years After Lehman – Lessons Learned and Challenges Ahead. IMF Blog, 5 September.
- Lang I.H., 2011, Co-opt the Old Boys' Club: make it work for women, *Harvard Business Review*, November.
- Leung W.S., Song W., Chen J., 2019, Does bank stakeholder orientation enhance financial stability? *Journal of Corporate Finance*, 56, 38-63.
- Levi M.D., Li K., Zhang F., 2014, Director gender and mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
- Liu C., 2018, Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations, *Journal of Corporate Finance*, 52, 118-142.
- Liu C., Wu Y.W., 2023, Gender diversity and bank risk-taking: female directors and executives, *Managerial Finance*, 49(5), 761-788.
- Maji S.G., Saha, R. (2021). Gender Diversity and Financial Performance in an Emerging Economy: Empirical Evidence from India. *Management Research Review*, 44, 1660-1683.
- Martín-Ugedo J.F., Minguez-Vera A., 2014, Firm performance and women on the board: evidence from Spanish SMEs, *Feminist Economics*, 20(3), 136-162.
- Matsa, D.A., Miller, A.R., 2013, A female style in corporate leadership? Evidence from quota, *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136-169.
- Nielsen S.T., Huse M., 2010, The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface, *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- Palvia A., Vähämaa E., Vähämaa S., 2015, Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis, *Journal of Business Ethics*, 131(3), 577-594.

- Powell D. (2016). *Quantile Regression with Nonadditive Fixed Effects*. RAND Corporation.
- Pucheta-Martinez M.C., Olcina-Sempere G., Lopez-Zamora B., 2019, Female directorship on boards and corporate sustainability policies: Their effect on sustainable development, *Sustainable Development*, 28, 56-72.
- Schopohl L., Urquhart A., Zhang H., 2021, Female CFOs, leverage and the moderating role of board diversity and CEO power, *Journal of Corporate Finance*, 71, 1-26.
- Slama R.B., Ajina A., Lakhali F., 2019, Board gender diversity and firm financial performance in France: empirical evidence using quantile difference-in-differences and dose-response model, *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1-25.
- Srivastava A., Hagedorff J., 2016, Corporate governance and bank risk-taking, *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 334-345.
- Staw B.M., Sandelands L.E., Dutton J.E., 1981, Threat Rigidity Effects in Organizational Behavior: A Multilevel Analysis, *Administrative Science Quarterly*, 26, 501-524.
- Tajfel H. (1978). Social Categorization, Social Identity and Social Comparison. In H.Tajfel (ed.), *Differentiation between Social Group* (61-76). Academic Press.
- Tampakoudis I., Andrikopoulos A., Nerantzidis M., 2020, Does boardroom gender diversity affect shareholder wealth? Evidence from bank mergers and acquisitions, *International Journal of Finance and Economics*, 27, 3315-3344.
- Varouchas E.G., Arvanitis S.E., Agiomirgianakis G.S., 2023, Board Gender diversity and financial performance of US banks: evidence from quantile regression, *Theoretical Economics Letters*, 13, 1737-1756.
- Venanzi D., 2021, Quote rosa nei board: quali effetti su performance e rischio? Fondazione Ergo – I Quaderni di approfondimento del Centro Studi, Quaderno n. 8: *Diversità di genere – La nuova frontiera per le aziende e per l'Italia*, 45-55.
- Wahid, A.S., 2019, The effects and the mechanisms of board gender diversity: Evidence from financial manipulation, *Journal of Business Ethics*, 159(3), 705-725.