

POLITECNICO DI TORINO

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

**IL RUOLO DEGLI INVESTITORI
ISTITUZIONALI SULLA PERFORMANCE
DELLE IMPRESE QUOTATE ITALIANE**



Relatore

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato

Ilaria De Rosa

Dicembre 2018

INDICE

INDICE.....	3
INDICE DELLE TABELLE	5
INTRODUZIONE.....	6
CAPITOLO 1 <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	9
1.1 <i>Corporate Governance</i> : principi generali	9
1.2 Divisione proprietà e controllo: rapporto principale - agente.....	14
1.2.1 Altri conflitti	21
1.3 Meccanismi interni ed esterni di disciplina del management.....	22
1.3.1 Meccanismi legali e regolamentari	23
1.3.2 Meccanismi di controllo interni	24
1.3.3 Meccanismi di controllo esterni.....	31
1.3.4 Product Market Competition	33
1.4 Investitori istituzionali e <i>Corporate Governance</i>	33
1.4.1 Il ruolo dei Blockholders	33
1.4.2 L'attivismo degli investitori istituzionali.....	36
1.4.3 Le partecipazioni degli investitori istituzionali	41
1.4.4 Le strategie di investimento degli investitori istituzionali.....	43
CAPITOLO 2 GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL MONDO REALE..	46
2.1 Investitori istituzionali: principali definizioni	46
2.2 Il ruolo degli investitori istituzionali nel mondo	47
2.3 Gli assetti proprietari e di controllo degli investitori istituzionali.....	51
2.4 Le società target.....	52
2.5 Le tipologie di investitori istituzionali	55
2.6 Le iniziative degli investitori istituzionali	59
2.6.1 Prima fase: strategie in via informale	60
2.6.2 Seconda fase: strategie in via formale	64
CAPITOLO 3 FONDI ISTITUZIONALI NEL MONDO ITALIANO E ANGLOSASSONE	69

3.1 Investitori istituzionali nel mondo anglosassone.....	69
3.1.1 L'evoluzione degli investitori istituzionali nel mondo americano	71
3.1.2 Il quadro normativo	73
3.2 Investitori istituzionali nel mondo italiano.....	75
CAPITOLO 4 CONTESTO ITALIANO	78
4.1 Le quote di capitale degli investitori istituzionali	78
4.1.1 Le limitazioni alle partecipazioni degli investitori istituzionali	79
4.2 Le partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo.....	80
4.3 La struttura proprietaria degli investitori istituzionali.....	83
4.4 L'informativa societaria	85
4.5 Il quadro normativo	87
4.5.1 Il diritto ad ottenere la convocazione dell'assemblea.....	88
4.5.2 Evoluzione normativa italiana	90
CAPITOLO 5 REGRESSIONE LINEARE: RACCOLTA DATI, STIME E ANALISI DEI DATI	101
5.1 Obiettivo dell'analisi	101
5.2 Il dataset e raccolta dei dati	101
5.3 I modelli di stima e le variabili considerate.....	108
5.4 Risultati della regressione.....	114
5.4.1 Variabile mtb	115
5.4.2 Variabile roa	122
5.4.3 Variabile dividend_sales.....	128
CONCLUSIONI	134
ALLEGATI	137
BIBLIOGRAFIA	168

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 5-1 Campione Società.....	102
Table 5-2 Estratto Raccolta Dati Investitori Istituzionali.....	107
Tabella 5-3 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instinv$	117
Tabella 5-4 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$	119
Tabella 5-5 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$	121
Tabella 5-6 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instsinv$	123
Tabella 5-7 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$	125
Tabella 5-8 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$	127
Tabella 5-9 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instsinv$	129
Tabella 5-10 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$	131
Tabella 5-11 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$	133

INTRODUZIONE

Negli ultimi tempi si è data molta attenzione ed importanza ad un tema che riguarda le società, in particolare gli assetti proprietari e i meccanismi di governo: si parla della *Corporate Governance*.

Si tratta di un tema molto complesso, che vede diverse interpretazioni e visioni: la sola definizione di *governo societario* non è unica ma varia in base agli aspetti che si vuole sottolineare. Alcuni studi vedono per lo più una finalità tesa alla tutela degli azionisti (Shleifer, Vishny, 1997), mentre altri la interpretano come una forma di garanzia degli interessi di tutti gli stakeholders (Masera, 2006; Salvatori, 2001).

Nello stesso modo, vi sono pareri contrapposti anche sul tema dei principali meccanismi che concorrono ad una buona *Governance*: alcuni considerano la struttura proprietaria come la migliore forma (La Porta et al, 1999, 2002), altri affidano al Consiglio di Amministrazione il ruolo di maggiore importanza (Hermalin, Weisbach, 2001).

Ciò che però fa da minimo comun denominatore tra tutti questi studi è la ricerca di una qualche connessione tra la *Corporate Governance* e la performance aziendale. Uno dei meccanismi riconosciuti come disciplinante all'interno delle società è quello della presenza degli investitori istituzionali tra il portafoglio di azionisti di un'impresa.

Il tema attorno a cui si struttura il presente lavoro di tesi è, difatti, quello della valutazione di un possibile impatto che la presenza degli investitori istituzionali ha sul livello di performance di alcune aziende quotate italiane. La necessità di trattare tale argomento, nasce dalla sempre più rilevante presenza di questi soggetti nel ventaglio dei maggiori detentori di quote delle società e, quindi, La necessità di trattare tale argomento, nasce dalla sempre più

rilevante presenza di questi soggetti nel ventaglio dei maggiori detentori di quote delle società e, pertanto, si è ritenuta da indagare la loro influenza sulle prestazioni che l'azienda raggiunge.

Inizialmente, all'interno del primo capitolo, il focus sarà posto sull'ambito della *Corporate Governance*, soffermandosi sul particolare rapporto che si instaura tra il principale (azionista) e l'agente (manager) al quale delega i suoi poteri decisionali: la separazione tra proprietà e controllo implica una perdita di controllo da parte degli azionisti in merito alle decisioni prese dal management. Ma, con il progressivo aumento di possesso del capitale sociale da parte di investitori istituzionali (es. banche), c'è la possibilità che i problemi del rapporto proprietà-controllo siano rovesciati.

Per ridurre le inefficienze nascenti da questa situazione, sono presenti dei meccanismi, sia interni alle società che esterni, che vengono adoperati per controllare il *governo societario* in merito a queste circostanze avverse o potenzialmente pericolose.

Uno di questi rimedi per i vari problemi di agenzia è, come anticipato, la presenza di investitori istituzionali i quali, investendo rilevanti risorse finanziarie, incrementano la frammentazione del capitale sociale di un'azienda, facilitando il fenomeno del Take-over. Il loro intervento nella direzione della società, fa sì che anche le politiche dei dividendi distribuiti ai vari azionisti subiscano delle modifiche rispetto alle regole di norma seguite. L'analisi di queste figure sarà portata avanti nel secondo capitolo, in maniera generale mentre nel terzo sarà fatto un focus sul ruolo che essi assumono nel mondo anglosassone.

In questo contesto, il caso Italiano è abbastanza interessante e risulta importante esaminare come l'importanza degli investitori istituzionali sia cresciuta sempre più nel tempo, con nuove regolamentazioni e leggi e con l'intromissione di soggetti, prima solo nazionale (banche e fondi) e poi, con una progressiva apertura dei mercati, anche a quelli esteri (capitolo quarto).

Successivamente all'inquadramento del tema e dei trend in materia, si procederà nel quinto capitolo ad esaminare come l'incrementale presenza degli investitori istituzionali all'interno

delle aziende quotate italiane ne abbia influenzato il livello di performance e di come anche le politiche di dividendo non siano del tutto indifferenti a questa diversa modalità di possesso di capitale sociale. Verrà analizzato un panel di aziende quotate italiane, considerando dati di una finestra temporale che va dal 2000 al 2017, con il quale, grazie ad una regressione lineare, saranno indagate le relazioni suddette.

Capitolo 1

CORPORATE GOVERNANCE

1.1 *Corporate Governance: principi generali*

Nello scenario economico mondiale, avere un insieme di regole che possano disciplinare in maniera efficace la gestione di società con azioni quotate in borsa, o in altri mercati regolamentati, in modo omogeneo e conforme al quadro giuridico, normativo e istituzionale vigente, risulta essere una necessità. Questo complesso di metodologie, leggi e regolamenti prende il nome di *Corporate Governance*; con questo “strumento” si cerca di promuovere, anche, processi di amministrazione, controllo e comunicazione, in maniera tale da agevolare la vitalità competitiva delle imprese.

Non esiste, tuttavia, una definizione univoca che riesca ad inglobare tutte le caratteristiche e le finalità della *Corporate Governance*. Ce ne sono diverse, che variano da paese a paese, riflettendo le differenze che vi sono nell’origine dello stato legale e nell’ambiente legale dello stato preso in considerazione. Secondo un’analisi riportata in *Law, Corporate Governance and Accounting: European Perspectives* (Victoria Krivogorsky) la definizione tedesca, per esempio, pone l’attenzione su “legal and factual regulatory framework for managing and supervising a company”; quella italiana, invece, riportata nel Codice Preda¹, enfatizza

¹ Si tratta del Codice di Autodisciplina per le Società Quotate: scritto dal Comitato per la *Corporate Governance* ed emanato nel 1999 da Borsa Italiana, è stato rivisto e modificato nel 2002 e nel 2006. Esso prende il suo nome dal fondatore, nonché presidente, del comitato guida sulla *Corporate Governance*, il professor Preda. Il Codice pone le basi per un modello organizzativo che permetta di gestire in maniera adeguata i rischi a cui un’impresa è soggetta e gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero sorgere tra il management, a cui è affidata la gestione, e gli azionisti, che posseggono la società. La sua adozione è facoltativa.

l'importanza di “norms, traditions and patterns of behavior developed by each economic and legal system” scrivendo che: “*Corporate Governance*, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system [...] the main aim of a good *Corporate Governance* system is creating shareholder value”; mentre quella olandese sottolinea l'importanza del “sound management and proper supervision ... [and] division of duties and responsibilities and powers effecting the satisfactory balance of influence of all the stakeholders”.

Nel 2000 Onado definisce invece la *Corporate Governance* come “il Sistema adoperato dalle imprese per essere gestite e controllate e pertanto rappresenta e compone gli interessi dei diversi individui (stakeholders) che hanno, o che potrebbero intrattenere, dei rapporti economici con l'impresa”.

Shleifer e Vishny, invece, nel 1997 ne danno un'accezione più finanziaria, affermando che la *Corporate Governance* “deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”.

Nel 2004, la Banca Centrale Europea espone la propria idea in merito, dicendo: “The *Corporate Governance* structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organization – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making”.

Tuttavia, la definizione che viene maggiormente utilizzata è quella fornita inizialmente nel Cadbury Report², negli UK, che successivamente venne inglobata in tutti i codici; essa recita: “*Corporate Governance* is the system by which businesses are directed and controlled”.

Nel report per il G20, a cura dell’OECD, sui *Principi della Corporate Governance*³, vengono date diverse indicazioni su come trattare questo argomento. Essa viene definita come il risultato di legislazione, regolamentazione, autoregolazione, norme volontarie, tradizioni ecc. e, pertanto, non riconducibile ad un univoco modello applicabile in qualsiasi contesto; la sua flessibilità, che gli permette di poter rispondere alle specificità di ciascuna società, è data dalla possibilità di integrare gli elementi del suo framework con altri costituenti di soft law, applicando il principio del “*comply or explain*”, grazie al quale le società, sotto opportuna spiegazione delle ragioni che le hanno portate a farlo, possono decidere di non adeguarsi ad una o più raccomandazioni nei principi o nei criteri applicativi. Ciò che bene si adatta in una certa società, per un certo investitore o un particolare stakeholder, potrebbe non essere adeguato per società, investitori o parti interessate che operano in altre circostanze o in ambienti diversi. È necessario, quindi, rivedere e, nel caso, adattare, le diverse disposizioni in merito per essere sempre in linea con la situazione e le esperienze aziendali; i paesi che decidono di attuarli devono quindi monitorare tutto il loro corpus di requisiti normativi, quotazione e pratiche commerciali in maniera tale da permettere la solidità e l’integrità del mercato e i suoi risultati economici.

² Il “*Financial Aspects of Corporate Governance*”, noto più semplicemente come “Cadbury Report”, è un codice di autodisciplina inglese nelle quali vi sono delle indicazioni riguardanti l’organizzazione dei consigli di amministrazione e i sistemi contabili in maniera tale da poter contenere i rischi d’impresa e i problemi legati agli ambiti della *Corporate Governance*. Il report è stato pubblicato nel 1992 e viene parzialmente utilizzato nell’Unione Europea, negli Stati Uniti e dalla World Bank.

³ *Principles of Corporate Governance*, G20/OECD, 2015.

Per *Corporate Governance* si intende anche la gestione delle relazioni che si instaurano tra gli obiettivi che l'azienda si pone e i vari soggetti coinvolti ovvero gli stakeholders⁴; tra questi possiamo riconoscere gli shareholders (azionisti), i creditori, i controllori, i fornitori, i clienti, gli impiegati, le istituzioni, le comunità locali, l'ambiente e la società in generale, così come il consiglio di amministrazione o il management dell'impresa.

Importante risulta, pertanto, informare tutti questi soggetti e le aziende stesse sui benefici derivanti dall'attuazione delle regole di "Governo Societario" e tenere in qualsiasi momento in considerazione le interazioni e la complementarità tra i diversi elementi che lo compongono, con il fine di promuovere sempre delle pratiche che rispondono ai principi di eticità, responsabilità e trasparenza. Inoltre, nello sviluppo di un giusto framework, i legislatori e le autorità di regolamentazione (quale ad esempio la Consob) dovrebbero tenere in considerazione anche i bisogni e i risultati di efficaci dialoghi e cooperazioni internazionali.

Nello stesso tempo, i requisiti legali del Governo Societario dovrebbero essere coerenti con le leggi vigenti, trasparenti e attuabili; la consultazione da parte delle autorità⁵ sopra citate con le società, con le loro organizzazioni rappresentative o con le altre parti interessate, potrebbe essere un modo efficace per implementare eventuali nuove leggi o regolamenti, per esempio per fronteggiare imperfezioni del mercato.

⁴ La prima definizione di stakeholders, sviluppata dallo Stanford Research Institute nel 1963, indicava chiunque (soggetto, individuo od organizzazione) fosse attivamente coinvolto nell'attività di un'azienda, il cui apporto era necessario alla società per poter sopravvivere. Tuttavia, quella che più frequentemente viene utilizzata è quella di Friedman, elaborata nel 1984, secondo il quale lo stakeholder è ciascun individuo univocamente individuabile che può influenzare, o essere influenzato, dal risultato delle attività di un'azienda.

⁵ Sarebbe opportuno che tali istituzioni siano indipendenti nell'esercizio dei loro poteri e delle loro funzioni e che abbiano le risorse e i mezzi adeguati per poter svolgere al meglio le loro mansioni, senza incorrere in conflitti di interesse. Per garantire l'autonomia di queste autorità di regolamentazione, alcuni paesi hanno costituito degli appositi organi di governo, come consigli o commissioni, formati da soggetti particolarmente qualificati e investiti di un mandato fisso. Questa particolarità della loro carica servirebbe ad assicurare l'assenza di conflitti di interesse; le loro decisioni, inoltre, dovrebbero essere sottoposte sempre ad una revisione amministrativa o giudiziaria.

Sempre nel documento dell'OECD, viene indicato che gli elementi costitutivi di questo strumento di regolazione sono tipicamente influenzati da una serie di domini legali, come diritto societario, regolamentazione dei titoli, standard contabili e di revisione, diritto fallimentare, diritto contrattuale, diritto del lavoro e diritto tributario ma anche da leggi sui diritti umani e ambientali. In queste occasioni, vi è il rischio che la varietà di influenze legali in gioco possa causare sovrapposizioni involontarie e persino conflitti che, a lungo andare, potrebbe ostacolare il perseguimento degli obiettivi chiave della *Corporate Governance* stessa. È importante che i responsabili politici siano consapevoli di questo delicato aspetto e che adottino misure adeguate per limitarlo. Un modo per riuscire ad ottenere un'efficace applicazione è quello di assegnare le responsabilità per la supervisione, l'attuazione e l'applicazione tra le diverse autorità in maniera chiara e univoca, permettendo il rispetto e l'utilizzo più efficace delle competenze di organismi e agenzie complementari.

Obiettivi potenzialmente conflittuali, ad esempio laddove la stessa istituzione sia incaricata di attirare nuove forme di business e di sanzionare le violazioni, dovrebbero essere evitati o gestiti attraverso disposizioni di *governance* chiare. Anche le regolamentazioni sovrapposte, e forse contraddittorie, tra le giurisdizioni sono un aspetto che deve essere monitorato perché potrebbe portare ai cosiddetti “vuoti regolamentari”: per esempio, ci potrebbero essere dei problemi la cui responsabilità non risulti essere esplicitamente attribuibile ad alcuna autorità specifica e, in tal caso, ci sarebbe il rischio che essi vengano accantonati senza essere risolti in maniera definitiva.

Viene inoltre indicato che ciò che si cerca di fare è di ridurre al minimo il costo della conformità delle regole di *Corporate Governance* con i numerosi sistemi vigenti nella società. Quando le responsabilità normative o la supervisione sono delegate a organismi non pubblici, è opportuno valutare esplicitamente perché e in quali circostanze è auspicabile tale delega. In tal caso, inoltre, l'autorità pubblica dovrebbe garantire il mantenimento di efficaci misure di

salvaguardia per assicurare che l'autorità delegata si prodighi per l'applicazione delle regole in modo equo, coerente e conforme alla legge. È anche essenziale che la struttura di *governance* di una simile istituzione delegata sia trasparente ed includa l'interesse pubblico.

Se tutte queste condizioni sono rispettate, il quadro di *Corporate Governance* che ne deriverà avrà più probabilità di evitare un eccesso di regolamentazione, di riuscire a sostenere l'esercizio dell'imprenditorialità e di limitare i rischi derivanti dai conflitti di interesse, sia nei settori privati che nell'ambito delle istituzioni pubbliche.

Molte volte, infatti, i diversi stakeholders hanno aspettative che non trovano una comune corrispondenza ma, al contrario, risultano divergere sotto molti punti di vista ed è proprio in queste circostanze che le regole di *Corporate Governance* sono messe in atto come strumento di mediazione tra gli interessi considerati. A tal fine, le istituzioni di regolamentazione hanno la responsabilità di creare una struttura sufficientemente flessibile per far sì che imprese che operano in circostanze diverse riescano a soddisfare le proprie esigenze, riuscendo anche a sviluppare nuove metodologie di creazione di valore e di distribuzione efficiente delle risorse.

Altri elementi che richiedono una buona flessibilità sono la presenza geografica, i settori in cui si esplica l'attività della società in considerazione ma, soprattutto, la struttura finanziaria e di controllo dell'azienda, principali elementi costitutivi della *Corporate Governance*.

1.2 Divisione proprietà e controllo: rapporto principale - agente

Come detto nel precedente paragrafo, uno dei principali obiettivi della *Corporate Governance* è quello di cercare di conciliare gli interessi dei diversi stakeholders che entrano in gioco nell'esecuzione delle attività operative di un'azienda, minimizzando le eventuali conflittualità che ne potrebbero derivare.

In particolare, in letteratura si è posta maggiore attenzione sul rapporto che si instaura tra l'azionista (detto *principale*), e il management (detto *agente*) di un'impresa nel momento in cui il primo decide di delegare al secondo alcuni dei suoi poteri decisionali di competenza. Emerge, così, il problema della divisione tra proprietà e controllo, presente nella maggior parte delle società ad azionariato diffuso.

Già nel 1776, nel suo celebre *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni* (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), Adam Smith aveva individuato questo problema del mondo delle società per azioni, dicendo: "The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company".

Nel XX secolo vennero condotti ulteriori studi in merito, e l'ultimazione della sua teorizzazione è da imputare in parte a Coase, con la sua opera *La teoria dell'Impresa* del 1937, ma per la maggior parte a Jensen e Meckling che nel 1976 pubblicarono un paper nel quale esponevano la loro idea sul rapporto d'agenzia.

In *Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* essi affermano che una relazione d'agenzia è "[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal".

In questa loro definizione è possibile identificare nella figura del *principal* il proprietario dell'impresa ovvero il detentore della quota di controllo dell'azienda; con la parola *agents*, invece, vengono designati i manager ai quali, come precedentemente detto, gli azionisti delegano parte della gestione delle attività.

Ipotizzando che questi due soggetti agiscano in maniera razionale, cercando quindi di massimizzare le loro utilità, gli economisti predissero che si sarebbe avuta una divergenza di interessi: il primo punterebbe, infatti, ad ottimizzare il valore dell'impresa e quindi i profitti che ne deriverebbero; i secondi, invece, sarebbero interessati ad una crescita della società che porterebbe ad un conseguente aumento di remunerazione, potere, prestigio e Perquisites (Marris, *A model of the "managerial" enterprise*, *Quarterly Journal of Economics*, vol.77, n.2).

Il perseguimento congiunto di entrambi gli obiettivi risulterebbe, pertanto, impossibile da raggiungere. Per limitare le ripercussioni negative che questo conflitto di interessi potrebbe avere sul profitto, i due autori affermano che: "the principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs⁶ designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions".

Queste difficoltà sono legate a problemi di osservabilità dei comportamenti degli agenti e di asimmetrie informative: la presenza di un vantaggio informativo da parte dell'agente, infatti, può generare due problemi:

- La selezione avversa: il management dell'impresa, ex-ante, ha maggiori informazioni circa la futura profittabilità dei progetti rispetto agli azionisti e ai potenziali investitori

⁶ Tali costi sono i cosiddetti "costi d'agenzia".

esterni e, pertanto, il ricorso al mercato dei capitali di rischio risulta più costoso per le imprese con progetto valido, giacché le probabilità di rientrare in un eventuale debito contratto è molto alta. Poiché l'informazione degli azionisti esterni è incompleta, prevale l'incertezza sulla qualità delle imprese e le società valide rischiano di rimanere fuori dal mercato;

- Il rischio morale: il management ha difficoltà a dimostrare agli azionisti il suo impegno, ex-post, e questi non possono “vedere” i suoi sforzi. Contemporaneamente, però, il primo può nascondere il suo impegno e le sue azioni usando, ad esempio, i fondi della società per massimizzare i propri obiettivi e riducendo i profitti comuni, senza che il proprietario se ne accorga.

Insorgono quindi i cosiddetti costi di agenzia, ovvero costi legati a delle iniziative che l'imprenditore deve attuare per cercare di ridurre i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo. Essi possono essere distinti in tre categorie:

1. Costi di Monitoring: sono quei costi derivanti dall'attività di monitoraggio dei comportamenti dell'agente da parte del principale;
2. Costi di Bonding: sono quei costi derivanti dall'attività dell'agente volta a convincere gli azionisti del suo attaccamento all'impresa;
3. Costi residuali: sono quei costi legati ad una inevitabile riduzione di benessere per gli azionisti a causa della divergenza di interesse che le precedenti attività di monitoring e di bonding non riescono a sanare. Esso viene valutato come il costo opportunità derivante dalla differenza tra il risultato effettivamente ottenuto a seguito del comportamento reale dell'agente e quello a cui si sarebbe giunti nel caso di massimizzazione dell'utilità degli azionisti.

Per allineare gli obiettivi dei manager a quelli degli azionisti, i due autori parlano di contratti incentivanti con la condivisione del rischio: spesso non è possibile stipulare contratti basati sulle azioni e pertanto si ricorre a contratti basati sui risultati, i quali spingerebbero l'agente a fare anche gli interessi dell'azienda, senza pensare unicamente al proprio tornaconto.

Il problema di agenzia è quindi strettamente collegato alla tipologia della struttura proprietaria: maggiore è la capacità degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori, minori saranno i costi d'agenzia che ne deriveranno. Nelle società con una struttura proprietaria ristretta o chiusa, nelle quali il controllo dei manager è più semplice, essi risultano contenuti o persino assenti; in quelle ad azionariato diffuso, dove la separazione tra proprietà e controllo è molto accentuata, essi sono, invece, molto elevati. Gli azionisti, appunto, non riescono più ad esercitare il potere che dovrebbe essere loro per diritto, ma la gestione dell'impresa viene di fatto eseguita da soggetti non proprietari della stessa.

In letteratura il problema della separazione tra proprietà e controllo, come detto, è stato analizzato da più soggetti e alcuni di loro hanno posto attenzione su ciò che è alla base del conflitto di interessi tra l'*agent* e il *principal*.

Denis, in un articolo del 2001, individua tre fonti che danno origine a questa divergenza:

- “Managers’ desire to remain in power”: i manager hanno tra i loro obiettivi quello di mantenere il proprio posto di lavoro ma, se questi non sono in grado di gestire in maniera efficiente ed efficace un'impresa, gli azionisti della stessa tenderanno in tutti i modi di nominare dei nuovi amministratori che riescano a fare gli interessi dell'azienda, andando contro gli interessi del management vigente che, invece, tenderà di mantenere la propria posizione. L'idea che è alla base è quella di avere “the right management team at the right time”.

- “Managerial risk aversion”: l’agente ha una propensione al rischio più bassa rispetto al principale, difatti non accetta mai un compenso legato solo alla prestazione, rifiutando così di subire tutte le conseguenze delle azioni che decide di intraprendere. Questo succede poiché un azionista, solitamente, non possiede investimenti in un’unica attività ma può ottenere remunerazioni da plurimi progetti; ciò significa che tenderà a finanziare e a preferire progetti più rischiosi ma più profittevoli, dato che il singolo investimento rappresenta solo una minima parte delle possibili entrate che otterrebbe. Discorso diverso è da fare nel caso di un manager: se un nuovo progetto non andasse bene, lui sarebbe il primo su cui ricadrebbe la colpa del fallimento. Questa è anche la caratteristica che differenzia un contratto d’agenzia da un contratto societario di partecipazione al rischio d’impresa: se anche l’*agent* fosse quasi neutrale al rischio, come lo è il *principal*, allora essi rappresenterebbero una stessa tipologia di soggetto.
- “Free cash flow”: esso viene definito da Jensen nel 1986 come “cash flow generated by the firm in excess of the amount required to fund all available positive NPV [Net Present Value] projects”. Il conflitto di interessi tra amministratori e proprietari sorge nel momento in cui nell’impresa vi è un eccesso di liquidità; il manager potrebbe decidere di utilizzarla per distribuire dividendi, investirla in nuove progettualità oppure mantenere questo “cash” in più. Il disaccordo nasce perché gli azionisti vorrebbero che fosse eseguita la prima opzione, mentre i manager vorrebbero seguire la terza, incrementando il loro controllo sugli asset aziendali.

Nel 2007, invece, in *Principi di Finanza Aziendale*, Brealy et al. scriveva di cinque differenti cause alla base di questo conflitto di interessi:

- “Evitare e ridurre lo sforzo”: i manager potrebbero cercare di evitare lo sforzo legato alla ricerca e alla conduzione di progetti altamente profittevoli e che creano valore per l’impresa.
- “Benefici privati”: gli *agent* potrebbero approfittare del loro potere ed utilizzare i fondi dell’azienda gestita per aumentare la loro soddisfazione personale, ad esempio concedendosi lussuosi uffici, viaggi di lavoro in località costose o ancora automobili aziendali.
- “Costruire imperi”: il potere e il prestigio di un manager, solitamente, è proporzionale alla grandezza dell’impresa che è chiamato a gestire. La crescita dell’azienda, tuttavia, non sempre rappresenta un investimento profittevole.
- “Entrenching investment”: secondo Shleifer e Vishny (1999) si definisce tale, un investimento progettato con il solo fine di richiedere o di ricompensare le capacità e le competenze del management già presente, in maniera tale da renderli insostituibili per l’azienda.
- “Rinunciare al rischio”: se l’impresa decide di remunerare i manager con uno stipendio fisso, senza alcuna parte di esso dipendente dal profitto dell’azienda, che sarebbe maggiore nel caso di progetti con un più alto livello di rischio, vedrà sicuramente da parte degli amministratori una tendenza ad intraprendere investimenti più sicuri, dato che questi comporteranno uno sforzo minore rispetto ai primi (in accordo con il primo punto dell’elenco).

A valle di questa analisi, è facilmente comprensibile come la “salute” di un’impresa sia strettamente legata alla possibilità che gli azionisti hanno di ridurre i costi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo. Questa loro capacità, dipende dai meccanismi di *Corporate Governance* che vengono messi in atto per cercare di mitigare tali problemi.

1.2.1 Altri conflitti

Un problema d'agenzia nasce tutte le volte che l'interesse di un individuo, detto *principal*, dipende dalle prestazioni di un altro individuo, detto invece *agent*.

Come detto nel precedente paragrafo, *l'agent*, possedendo un quantitativo di informazioni maggiore e di migliore qualità, ha un incentivo ad assumere un comportamento opportunistico, per esempio riducendo la qualità delle sue performance rispetto a quelle che aveva precedentemente concordato nel contratto firmato.

Secondo Hansmann e Kraakman (2004) esistono tre problemi di agenzia.

Il primo individuato è quello che è stato appena analizzato, ovvero quello riguardante la divergenza di interessi tra chi detiene la proprietà di un'impresa e coloro ai quali viene demandato il potere di gestirla.

Il secondo problema d'agenzia si ha, invece, tra gli azionisti di maggioranza (*controlling owners*), identificabili come *agents*, e quelli di minoranza (*non-controlling owners*), considerabili dei *principals*. In particolare, la difficoltà è quella di riuscire a tutelare questi ultimi da un possibile sfruttamento delle risorse finanziarie investite in progetti, ad opera dei primi.

L'ultimo, invece, è a più ampio raggio e si riferisce al conflitto di interesse che nasce tra gli shareholder e i restanti stakeholders con i quali l'impresa si interfaccia mediante una relazione contrattuale (e.g. creditori, lavoratori, consumatori, etc.). Qui è l'azienda stessa che viene identificata come *agent*, e che potrebbe assumere comportamenti opportunistici nei confronti dei *principals*, ovvero gli altri stakeholder. Ciò potrebbe accadere, per esempio, con l'espropriazione dei creditori, la truffa ai consumatori o l'abuso dei lavoratori.

In tutte queste situazioni, è quindi importante riuscire ad individuare delle precise leggi e degli specifici processi da mettere in atto per far sì che il comportamento opportunistico da parte degli *agents* sia ridotto al minimo e per rendere più semplici le azioni di controllo dei *principals* sul loro operato.

Questo permetterebbe ad entrambe le parti di ottenere un beneficio. Se, per esempio, ci fosse una maggiore fiducia da parte del principale nei confronti dell'agente, considerando le sue azioni oneste e di qualità, potrebbero essere concesse delle remunerazioni più alte al management. O ancora, un più alto livello di tutela dei creditori contro l'espropriazione delle risorse investite potrebbe far sì che sia richiesto un tasso di interesse più basso ai creditori.

Un altro vantaggio si potrebbe avere nel caso in cui vi fossero dei meccanismi per difendere gli interessi dei *non-controlling owners*, riuscendo ad ottenere una riduzione del costo dell'equity. Metodi di allineamento degli interessi degli amministratori con quelli dei proprietari potrebbero, invece, essere alla base di un aumento della remunerazione dei primi.

Si potrebbe concludere, pertanto, che ridurre i costi di agenzia è un problema che dovrebbe essere posto all'attenzione di tutti i soggetti di un'azienda, sia agenti che principali. Anche in questo caso, lo strumento che più è adeguato al perseguimento di tale fine risulta essere un'opportuna *Corporate Governance*, con la quale si riuscirebbero a massimizzare gli interessi di tutti gli stakeholders coinvolti.

1.3 Meccanismi interni ed esterni di disciplina del management

Come detto nel precedente paragrafo, uno dei principali obiettivi della *Corporate Governance* è quello di ridurre le inefficienze derivanti dai problemi e dai conflitti di interessi che potrebbero insorgere tra i vari stakeholders dell'impresa; questa finalità è raggiunta mediante l'utilizzo di

adeguati meccanismi che permettono di controllare e gestire l'azienda mitigando le criticità sopra citate.

Nel 1993 Jensen ne ha indicate quattro differenti:

- Meccanismi legali e regolamentari;
- Meccanismi di controllo interni;
- Meccanismi di controllo esterni;
- “Product market competition”.

1.3.1 *Meccanismi legali e regolamentari*

Fino a qualche tempo fa, il corpus di regole e leggi di un Paese non veniva considerato come impattante sul meccanismo di *Corporate Governance* e, pertanto, non aveva riscontrato particolare interesse da parte degli studiosi della materia.

Jensen difatti, nel 1993, scriveva dei meccanismi legali e regolamentari come “[...] far too blunt an instrument to handle the problem of wasteful managerial behaviour effectively”.

Di recente, tuttavia, l'ideologia concernente questo aspetto ha visto un'evoluzione: nuovi studi in merito hanno sottolineato come invece il sistema legale di un Paese possa influire sensibilmente sulla *Corporate Governance* delle società. La Porta et al. (1998, 2000) hanno dimostrato che nel mitigare i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, sia le leggi vigenti che la loro possibilità di applicazione giocano un ruolo fondamentale.

Da un'analisi condotta sempre dagli stessi autori⁷ che riguardava diverse nazioni, è emerso che il grado di protezione degli investitori è strettamente correlato a quattro caratteristiche: le politiche di distribuzione dei dividendi, il mercato dei capitali, le scelte riguardanti la tipologia

⁷ La Porta et al., 1999.

di finanziamento e la struttura proprietaria dell'impresa. Nello specifico, è stato individuato un legame negativo tra il grado di protezione assicurato dalla legge e il livello di concentrazione azionaria delle società nel Paese in esame.

Delle tre tipologie di problemi d'agenzia presentati nel paragrafo precedente, quello che secondo Shleifer e Vishny (1997) è il più grave nelle grandi imprese è il secondo, ovvero quello tra gli azionisti di minoranza e quelli di maggioranza, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, imputando un maggiore grado di criticità a quello tra management e shareholders. Risulta pertanto fondamentale l'intervento di un legislatore che protegga gli interessi dei *non-controlling owners* in un'ottica di miglioramento e di mitigazione dei problemi d'agenzia e, quindi, risulta evidente come questo aspetto possa essere visto come un meccanismo di *Corporate Governance*. All'aumentare del grado di protezione legale degli investitori all'interno di un Paese, migliorerà anche lo sviluppo industriale ed economico dello stesso.

Si può concludere, quindi, che gli azionisti di maggioranza abbiano una valenza sia positiva che negativa nella vita di un'impresa: da un lato, essi rappresentano una delle modalità di controllo del management ma, dall'altro, è necessario istituire dei meccanismi che tutelino gli shareholders di minoranza da una possibile espropriazione delle risorse. La concentrazione proprietaria e il grado di protezione degli azionisti garantito dalle leggi di un Paese sono da contemplare come elementi complementari della struttura di *Governance*.

1.3.2 Meccanismi di controllo interni

Una società possiede numerosi strumenti per poter mitigare i conflitti derivanti dai problemi d'agenzia; quelli che nella letteratura sono considerati come i principali, e che sono stati oggetto di numerosi studi e approfondimenti, sono la presenza di Block-holders e Investitori

Istituzionali, il ricorso al debito, il Consiglio d'Amministrazione, gli schemi di retribuzione dei manager e la struttura proprietaria.

Per quanto riguarda il primo meccanismo, vista l'ampiezza dell'argomento, si rimanda l'analisi al successivo paragrafo.

Passando al secondo, molti hanno visto nella presenza del debito all'interno della struttura di un'impresa una funzione mitigatrice del comportamento opportunistico dei manager. Esso, infatti, spinge gli amministratori a comportarsi in maniera efficiente: se da un lato il management può decidere in che modo distribuire i dividendi, dall'altro esso non può sottrarsi al rimborso da effettuare ai creditori, entro le scadenze concordate (Shleifer e Vishny, 1997). Non adempiere a quest'obbligo potrebbe portare gravi danni all'impresa, fino al fallimento della stessa e, quindi, gli amministratori potrebbero perdere il proprio lavoro. In caso di indebitamento è, pertanto, interesse dei manager stessi gestire in maniera efficace ed efficiente l'azienda per poter garantire i flussi di cassa necessari per ripagare il debito.

Un altro meccanismo interno di controllo è il Consiglio di Amministrazione: definito come l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, esso viene eletto da questi ultimi con il compito di nominare e controllare l'operato del top management, assicurando che non ci siano comportamenti opportunistici. È pertanto necessario che essi siano investiti delle adeguate capacità e autorità per poter intervenire in situazioni critiche.

Molti studiosi si sono soffermati sulle caratteristiche che il *board of directors* dovrebbe avere per poter garantire un efficiente ed efficace controllo sull'operato del management (Hermalin e Weisbach, 2001; Stiles e Taylor, 2001; Zattoni, 2006) in maniera tale da assicurare la bontà della *governance* d'impresa e riuscire a tutelare i diritti degli azionisti.

Dato che gli amministratori di una società hanno un alto potere discrezionale e, nello stesso tempo, hanno la possibilità di accedere a numerose informazioni riguardanti la gestione

strategica aziendale, avere un Consiglio d'Amministrazione con forti poteri decisionali permetterebbe un appropriato monitoraggio delle azioni del CEO. La "salubrità" di tale organo viene valutata dalla sua capacità di riuscire ad allineare gli obiettivi dei manager con quelli degli azionisti, così da diminuire eventuali perdite di valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976).

Purtroppo, però, molte volte, le giuste finalità con le quali il *board* è formato non vengono utilizzate come linee guida da seguire e ci si imbatte in amministratori che non assolvono in maniera mirata ai loro doveri. Per ovviare a questo problema, ultimamente si è cercato di instaurare delle riforme (Denis, 2001) atte a ridurre l'eventuale comportamento opportunistico da parte del Consiglio di Amministrazione. Numerosi studi (Daily et al., 2003; Di Pietra et al., 2008; Zattoni, 2006), hanno, infatti, messo in evidenza come la struttura del *board* abbia una correlazione con la *Corporate Governance*; in particolare, aspetti presi in esame sono stati la presenza di *outside directors*, il numero di membri e la relazione tra presidente del CdA e Chief Executive Officer (CEO).

Spesso capita che gli amministratori non siano del tutto scollegati dal management e che alcune loro decisioni o alcuni comportamenti siano orientati verso gli interessi di questi ultimi; si è cercato, quindi, di incrementare il numero dei cosiddetti *outside directors* (amministratori non esecutivi o amministratori indipendenti), ovvero dei soggetti privi di legami personali o economici con il top management⁸.

⁸ Gli amministratori indipendenti, per essere definiti tali, devono rispondere ad una serie di requisiti: non deve essere stato esecutivo o dipendente negli ultimi tre anni, non deve intrattenere rapporti commerciali o professionali con la società, deve rimanere in carica per massimo nove anni, non deve far parte del CdA di società controllate dall'impresa considerata, non deve avere legami con la società di revisione, etc. In teoria la loro funzione dovrebbe essere quella di consulenza e assistenza professionale e, nello stesso tempo, fornire all'impresa uno strumento di monitoring e pressione sul management per difendere gli interessi propri e, implicitamente, anche degli azionisti di minoranza. La realtà è però diversa in quanto essi possiedono meno informazioni e meno conoscenze riguardo i processi decisionali dei consiglieri interni, per cui non sempre migliorano le performance aziendali, sono remunerati dalla società, il loro incarico è soggetto a riconferma e sono quindi "catturabili" dal manager.

La maggior parte degli studiosi, infatti, pensa che gli *insider directors*, ossia amministratori che fanno parte del management, e gli *affiliated/grey directors*, ossia membri del Consiglio di Amministrazione che hanno un qualche rapporto con uno o più manager, riescano a controllare in maniera meno efficace le azioni del management, contrariamente a quanto sono in grado di fare gli amministratori indipendenti, non avendo questi ultimi alcun interesse a favorire i managers.

È stata anche rimarcata, in una raccomandazione dalla Commissione Europea nel 2005 l'importanza di avere un adeguato numero di amministratori indipendenti “to ensure that any material conflict of interest involving directors will be properly dealt with”⁹.

Studi empirici hanno inoltre portato ad evidenze per le quali ci sarebbe una relazione negativa tra la *board size* ed efficienza del CdA: al diminuire della sua dimensione è possibile riuscire ad assicurare una migliore trasparenza, rapidità nel decision making e, pertanto, un migliore controllo sull'operato del management.

Separare le personalità di presidente del Consiglio di Amministrazione e CEO è un altro aspetto che migliorerebbe l'efficacia dell'operato del *board*.

Secondo Hermalin e Weisbach (2001) i primi due, tra gli aspetti precedentemente elencati, sarebbero quelli maggiormente impattanti sulla bontà dell'operato del CdA, vale a dire la presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti e la dimensione dell'organo stesso.

Altro elemento che viene individuato come strumento di *Corporate Governance* è la remunerazione dei manager: molto si è dibattuto in merito a questo argomento e ancora oggi non si è giunti ad un'opinione univoca, lasciando aperte discussioni e polemiche.

⁹ European Commission Recommendation of 15.2.2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, OJEU L 52/51, section II no. 4.

Gli studi condotti si sono focalizzati su due aspetti: il grado di retribuzione e la sua correlazione con le performance dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976; Fama, 1980; Murphy, 1999).

Murphy (1999), concentrandosi sul primo, ha messo in evidenza che, rispetto al 1970, la remunerazione media dei CEOs di società comprese nell'indice S&P 500 è raddoppiata. Se poi si considerano anche altre entrate differenti dallo stipendio fisso, come guadagni derivanti dall'esercizio di opzioni su azioni, si può parlare persino di una quadruplicazione della quota nel giro di pochi decenni.

Si parla di un meccanismo di controllo perché all'aumentare del compenso, il manager di certo avrà più attenzione nel cercare di mantenere il proprio posto e, pertanto, sarà maggiormente incentivato ad agire in maniera tale da far perseguire all'azienda i suoi obiettivi, riuscendo ad allineare gli interessi dei due soggetti. In quest'ottica, è chiaro come anche l'aspetto del legame *pay-performance* sia uno strumento di *Corporate Governance*.

In questo modo il management sarà stimolato ad agire in maniera tale da rendere massimo il valore per gli azionisti dato che, così, riuscirebbe ad ottenere sempre più vantaggi. Possiamo parlare di *incentive contracts*: essi, poi, si distinguono in più tipologie come quelli che comprendono la sostituzione del management come conseguenza a dei risultati insoddisfacenti o quelli che danno la possibilità di avere delle stock options¹⁰.

Più frequente, però, è il ricorso a compensi che prevedono dei premi azionari (azioni cedute o vendute con un forte sconto) o a opzioni su azioni ordinarie della società. Le due strade, tuttavia, presentano delle differenze e la scelta di una rispetto all'altra ha implicazioni eterogenee. In primis, bisognerebbe considerare la propensione al rischio dei manager: non tutti,

¹⁰ Jensen e Meckling, 1976; Fama, 1980.

infatti, potrebbero essere propensi ad investire del capitale finanziario nella stessa società per la quale stanno lavorando.

Abbiamo detto che un'altra forma di compenso è data dalle stock options; in questo caso il manager potrebbe favorire una forma di retribuzione “cash”: sarà premura dell'azienda, quindi, concordare delle opzioni o delle azioni il cui valore sia superiore alla forma di retribuzione in contanti. Questo, secondo Denis (2001) porterebbe a maggiori costi per l'impresa.

Tuttavia, Core et al. (2001) e Murphy (1999), mettono in evidenza come la forma di remunerazione che prevede la possibilità di avere opzioni su azioni non implichi un maggiore esborso monetario da parte dell'impresa che, pertanto, può fronteggiare in maniera più agevole potenziali difficoltà di liquidità.

Riguardo queste modalità di retribuzione del management, ci sono state numerose critiche e dibattiti in quanto in molti pensano che con la concessione di azioni e opzioni ci sia un incentivo maggiore per i manager ad indugiare in comportamenti opportunistici.

Se la struttura proprietaria è caratterizzata dalla presenza di *insiders* con quote rilevanti, la partecipazione al capitale di rischio potrebbe favorire il fenomeno dell'arroccamento manageriale (*managerial entrenchment*) ossia ci sarebbe la possibilità di avere una collusione tra manager e insider per ottenere benefici - sia pecuniari che non pecuniari - dalle iniziative dell'impresa, riuscendo a contrastare i meccanismi esterni di disciplina del management (argomento che verrà trattato nel successivo paragrafo) avendo, insieme, sufficiente potere di voto all'interno del Consiglio di Amministrazione per riuscire a proteggere la propria posizione.

Per quanto concerne le stock options, invece, uno studio condotto da Yermack nel 1997 ha fatto emergere come il momento in cui i manager ricevono le opzioni su delle azioni sia subito precedente all'annuncio sul mercato di notizie positive riguardanti la società o che, in caso di informazioni negative, esso sia posticipato.

Riuscire, quindi, ad allineare gli interessi di azionisti e management risulta molto complesso e, nonostante ci siano diversi meccanismi di *Corporate Governance* creati a tale scopo, non si è stati in grado di risolvere del tutto i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo.

L'ultimo tra i principali meccanismi interni di controllo del management sopra citati è la struttura di proprietà, in particolare si fa riferimento alla concentrazione delle azioni nelle mani di un numero ristretto di soggetti. Se si considera un azionista di maggioranza egli riuscirà ad influenzare in maniera più efficace l'assemblea degli azionisti, potendo controllare meglio l'operato del CdA. Se si considera il caso di una società ad azionariato diffuso, per giunta, basterà avere una percentuale di azione molto minore del 51% per riuscire ad avere il controllo.

Nella letteratura molto si è speso per analizzare questo argomento, approfondendo la situazione vigente in diversi Paesi: si è visto che nelle società in cui vi sono azionisti di maggioranza la sostituzione del management è molto più frequente ma, nello stesso tempo, troviamo un livello inferiore di spese di advertising e di sviluppo (Yafeh e Yosha, 1996; Kaplan e Minton, 1994). Indispensabile risulta, pertanto, la presenza di *large shareholders* tra gli strumenti di *Corporate Governance*¹¹.

Se da un lato la presenza di azionisti di maggioranza rappresenta un tassello importante per riuscire a ridurre i problemi d'agenzia tra proprietari e management, dall'altro non bisogna trascurare l'eventuale comportamento opportunistico da parte dei *large shareholders* i quali, sfruttando il loro potere, potrebbero espropriare risorse dall'impresa per ottenere benefici personali, a danno degli altri azionisti presenti, quelli di minoranza. Questo fenomeno è stato chiamato da La Porta et al (2000) come *tunneling*: essi hanno verificato che esso è maggiormente probabile nelle società aventi una struttura proprietaria piramidale: l'azionista di

¹¹ Shleifer e Vishny, 1997.

maggioranza, investendo nell'impresa che si trova all'apice della piramide, riesce a controllare anche tutte le altre società che si trovano sulla linea di controllo. In questo modo risulta semplice riuscire a sfruttare questo collegamento: si potrebbe far acquistare alle imprese che si trovano alla base della piramide delle merci da quella al vertice a prezzi superiori rispetto a quelli del mercato o, viceversa, vendere prodotti a prezzi inferiori.

Un altro rischio nel quale si potrebbe incorrere, presente soprattutto tra gli studi statunitensi, è quello del *greenmail*: si tratta della vendita delle azioni del *large shareholder* alla società di riferimento, acquistate però ad un prezzo maggiorato. L'alternativa sarebbe quella di eseguire una transazione ad un altro soggetto il quale si troverebbe ad avere di fatto il controllo dell'impresa.

1.3.3 Meccanismi di controllo esterni

Per questa tipologia di strumenti di disciplina del management si fa solitamente riferimento all'effetto che il mercato, in particolare i takeovers, hanno sui problemi d'agenzia tra manager e azionisti.

Nel caso di un'acquisizione ostile, un acquirente (*bidder*) fa un'offerta di acquisto agli azionisti della società della quale vuole assumere in controllo. È come se i takeovers venissero utilizzati come un modo per concentrare rapidamente la proprietà di un'impresa nelle mani di un unico soggetto.

Diversi studiosi (Manne, 1965; Scharfstein, 1988; Jensen, 1988) hanno portato avanti la tesi secondo cui le acquisizioni ostili rappresentino un meccanismo di *Corporate Governance*, supportati sia da evidenze empiriche che da teorie.

Ciò che Jensen e Ruback (1983) hanno sottolineato è che il valore congiunto tra le due società, quella acquirente e quella acquisita, nel caso di scalata ostile, aumentano grazie alla creazione di evidenti sinergie.

Si è visto, infatti, che le imprese target per le scalate ostili siano per lo più delle società caratterizzate da dei livelli di performance bassi (Franks e Mayer, 1996; Shleifer e Vishny, 1997) che, in seguito al takeover, subiscono una sostituzione del management; un *bidder* sarà maggiormente attratto da imprese che hanno possibilità di investimento in progetti con NPV¹² positivo e che sono sottovalutate dal mercato. L'acquirente, quindi, assumerà il controllo dell'impresa target pagandola ad un valore inferiore, rimpiazzerà i manager precedentemente presenti e metterà in atto tutte le potenziali occasioni di investimento che prima non erano state concretizzate, riuscendo ad ottenere un profitto.

È importante per il management, pertanto, riuscire a cogliere e a realizzare tutte le opportunità di investimento che si presentano nella società che sono chiamati a gestire per evitare che quest'ultima venga svalutata dal mercato e diventi obiettivo di takeovers ostili.

Per proteggersi da questa minaccia, il management ha a disposizione degli strumenti e delle tecniche che gli permettono di evitare questa situazione. Si potrebbe quasi dire che la scalata ostile, da questo punto di vista, pur rappresentando uno dei meccanismi di *Corporate Governance* per ridurre il conflitto d'interessi tra azionisti e management, non fa altro che acuire le conseguenze negative della divisione tra proprietà e controllo.

Un'offerta di acquisizione, che potrebbe essere vantaggiosa per gli shareholders, quasi sicuramente sarà ostacolata dal management che teme di essere sostituito in seguito al takeover.

Nel 2001, uno studio condotto da Holmstrom e Kaplan ha sottolineato che negli anni Novanta i takeovers ostili erano divenuti meno frequenti rispetto al decennio precedente; una possibile

¹² Net Present Value.

motivazione, secondo i due studiosi, è che le imprese tendono a prediligere altri meccanismi di *Corporate Governance* come strumento di tutela e controllo del management, come ad esempio quelli interni.

Per quanto concerne l'Europa continentale, invece, data l'attitudine ad avere imprese con alta concentrazione azionaria, i takeovers non sono molto diffusi.

1.3.4 *Product Market Competition*

Per mantenersi competitiva sul mercato, un'impresa deve riuscire a garantire un prodotto di buona qualità ma, nello stesso tempo, allineato con il prezzo di mercato.

L'aumento del prezzo di vendita potrebbe essere dettato dall'inefficienza del management il quale, a causa del suo comportamento, potrebbe portare a dei costi aggiuntivi o a delle performance negative, fino anche al fallimento dell'azienda stessa.

Nel 1993 Jensen afferma che pressione competitiva sul mercato dei beni può essere vista come una forma di meccanismo di *Corporate Governance*. Egli stesso, però, dichiara che, rispetto agli altri strumenti, analizzati nei precedenti sottoparagrafi, questo risulta essere quello meno efficiente nella realtà e, pertanto, trascurabile.

1.4 **Investitori istituzionali e *Corporate Governance***

1.4.1 *Il ruolo dei Blockholders*

Per poter essere efficiente, il framework di *Corporate Governance* deve essere sviluppato in maniera tale da fittare adeguatamente con il contesto economico nel quale dovrà essere implementato. In molte giurisdizioni, non vi è più un collegamento diretto tra la performance

della società e il reddito dei detentori ultimi delle partecipazioni. La catena di investimento, ormai, è diventata molto lunga e complessa, con numerosi intermediari che si collocano tra il beneficiario finale e l'azienda. La loro presenza come decisori indipendenti nelle scelte d'impresa influenza gli incentivi e l'abilità di raggiungere un'adeguata *Corporate Governance*.

Nel Governo societario anche i grandi azionisti o i cosiddetti *blockholders* possono svolgere un ruolo importante nella disciplina del management. Le parti interessate possono fare affidamento su un grande blockholder (controllo interno) o un potenziale grande blockholder istantaneo (controllo esterno) per limitare il potere discrezionale del management. Kang e Shivdasani (1995), ad esempio, mostrano che i manager di aziende giapponesi con bassi livelli di performance sono a maggior rischio di essere sostituiti in presenza di grandi azionisti. Shleifer e Vishny (1997) suggeriscono che i sistemi di buona *governance* sono caratterizzati da una strategica combinazione di leggi a protezione dei diritti degli azionisti (sia di minoranza che di maggioranza) e presenza di un blockholder, di qualsiasi tipologia. Il problema al quale si è stati chiamati a rispondere è se tale unione sia o meno conciliabile con gli interessi di tutti gli altri stakeholders dell'azienda. Karpoff, Malatesta e Walking (1996) indicano che l'impatto benefico dell'attivismo degli azionisti potrebbe essere modesto. In generale, i *large shareholders* possono avere difficoltà a coprire i costi privati associati alla fornitura di ciò che è essenzialmente un bene pubblico (monitoraggio). Per alcuni autori (Shleifer, Vishny, 1986; Admati, Fleiderer, Zechner, 1994), questo sarebbe alla base di un attivismo subottimale da un punto di vista sociale. Inoltre, alterare il centro di potere decisionale, spostandolo verso solo uno degli stakeholder di un'azienda, potrebbe ampliare i problemi derivanti dai conflitti di interesse dei restanti soggetti coinvolti. Gli stockholders potrebbero semplicemente cercare di assicurarsi benefici privati abusando del loro maggiore potere per l'auto-trattamento preferenziale a scapito di altre parti interessate (LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny,

2002); a sostegno di questa tesi, sono state ottenute delle stime empiriche¹³ che convalidano la possibile presenza di tali benefici privati di controllo.

Se da un lato la presenza di blockholder produce esternalità positive derivanti dal monitoraggio della gestione, dall'altro si potrebbe dire che una maggiore concentrazione di blockholdings consente agli azionisti di internalizzare di più di quelli che potrebbero essere i potenziali benefici privati. Questo fornisce un incentivo maggiore per essere coinvolti attivamente. Inoltre, previene possibili problemi di free-riding in un'impostazione a blocchi multipli (Black, 1990): i blockholder esterni hanno infatti incentivi maggiori a monitorare l'operato dei manager dal momento che hanno investito ingenti somme nella società (Shleifer, Vishny, 1986). Essi dispongono di numerosi strumenti per spingere il management a perseguire i loro obiettivi o per migliorare le performance dell'azienda; possono, ad esempio, scrivere al management e/ o al *board*, richiedere delle divulgazioni speciali da parte dell'impresa, fare causa agli amministratori o condurre le cosiddette "proxy fight"¹⁴.

Tuttavia, il monitoraggio da parte di questi shareholders può causare un'intensificazione dei conflitti di agenzia tra azionisti e obbligazionisti. Ad esempio, Becker et al. (2008) trovano che i blockholder aumentino le rendite delle aziende; ancora, Berger et al. nel 1997 hanno verificato che le imprese aventi dei blockholder hanno una maggiore tendenza ad avere una leva finanziaria più elevata, aumentando così il rischio di bancarotta. Inoltre, Klein e Zur (2009)

¹³ Barclay, Holderness (1989); Nenova (2003); Dyck, Zingales (2004).

¹⁴ Ad esempio, Knight Vinke Asset Management LLC nel 2003 ha dichiarato che, in quanto investitori attivi, adatteranno la propria strategia alle circostanze, avendo come finalità quella di migliorare le prestazioni aziendali. Per raggiungere i loro obiettivi, oltre agli strumenti sopra citati, possono anche tenere riunioni pubbliche con gli altri large shareholders, con i membri del board e con il management, contattare i potenziali acquirenti per il business e far sì che il loro interesse sia noto alla stampa, al CdA e ad altri blockholders. Coerentemente ai risultati ottenuti da Shleifer e Vishny (1997), Becker, Cronqvist e Fahlenbrach sono giunti nel 2008 a dimostrare che la presenza di blockholder tra i proprietari di un'azienda ne aumenta la redditività e, nello stesso tempo, riduce la compensazione per i dirigenti. Inoltre, Berger, Ofek e Yermack (1997) suggeriscono che i blockholders esterni mitigano il fenomeno dell'arroccamento manageriale (*management entrenchment*).

hanno riscontrato che la presenza di *large shareholders* aumenta sia il livello di rischio adottato da un'azienda che il suo grado di indebitamento, ampliando, così, la preoccupazione dei debitori per i trasferimenti di ricchezza. Inoltre, Shleifer e Vishny (1986) e Cremers et al. (2007) sostengono che i blockholders aumentino la probabilità di un takeover: quest'ultimo potrebbe danneggiare gli interessi degli obbligazionisti perché, potenzialmente, ci potrebbe essere una riprioritizzazione dei risarcimenti nell'ambito di procedure fallimentari. Infine, Ashbaugh-Skaife et al. (2006) e Bhojraj e Sengupta (2003) sostengono che i detentori di portafogli possono anche maturare benefici privati di controllo a spese dei debtholders¹⁵.

1.4.2 *L'attivismo degli investitori istituzionali*

Tra i blockholders, grande importanza deve essere data agli investitori istituzionali: essi sono più concentrati sul valore che l'impresa dà agli shareholders e hanno un'ottica di medio/ lungo termine per cui, solitamente, tenderanno ad essere "attivi" e spingeranno l'impresa ad implementare una buona *governance*. Infatti, come meccanismo interno di *Corporate Governance*, si potrebbe parlare più propriamente di *attivismo degli investitori istituzionali*¹⁶.

Gli investitori istituzionali ricoprono un ruolo molto importante nelle società quotate e orientate allo *shareholder value*: detengono solitamente una partecipazione ingente e cercano di raggiungere per lo più obiettivi finanziari (*investment object*), pertanto saranno molto attenti

¹⁵ Coerentemente con questi argomenti, Cremers et al. (2007) hanno visto che gli spread obbligazionari sono positivamente correlati alla presenza dei blockholders istituzionali. Klein e Zur (2009) mostrano che gli obbligazionisti registrano rendimenti negativi intorno alla data di deposito iniziale del 13D. Inoltre, Chava, Livdan e Purnanandam (2009) attestano che le imprese con un minore livello di difesa contro i takeover pagano uno spread di interesse più alto sui loro prestiti bancari.

¹⁶ E. Barucci, *Mercato dei capitali e Corporate Governance in Italia: convergenza o path dependance?*, Carocci, 2006.

all'effettivo perseguimento da parte dell'azienda sia dello *shareholder value* e che di una buona gestione d'impresa (Barucci, 2006).

Molte volte, però, sono le circostanze economico/ legali che fanno sì che i piccoli azionisti (minoranze/ investitori non qualificati) si affidino agli investitori istituzionali ovvero a minoranze/ investitori qualificati¹⁷.

L'investitore istituzionale può essere visto come una delle *leading person* nel mercato finanziario perché è in grado di fornire un indirizzo a chi possiede un minor numero di informazioni (*fund savers*); egli costituisce il "filtro" per chi è meno avveduto (Cammaramo, 2002).

Come detto precedentemente, ciò che ci permette di dire che gli investitori istituzionali rappresentino uno dei meccanismi utilizzati per avere una buona *governance* d'impresa, è il loro comportamento attivo all'interno della stessa.

In letteratura non è presente una definizione precisa che permetta di stabilire in maniera univoca cosa si intenda con "*attivismo degli investitori istituzionali*", però Luca Enriques scrive nel 1998: "Following Black, 1998, we define institutional investor activism as the monitoring of the performance and *governance* of portfolio companies by institutions (i.e. mutual fund management companies, pension funds, insurance companies, individual portfolio management companies, and so on), coupled if necessary, with proactive efforts to change firm behaviour or *governance* rules".

Su questa definizione, Guido Cammaramo, ex presidente di Assogestioni, ha fatto due precisazioni: "*Per prima cosa, l'investitore istituzionale non deve essere fatto carico della tutela del mercato dei risparmiatori: tale compito è di competenza delle Autorità pubbliche,*

¹⁷ "If legal protection does not give enough control rights to small investors to induce them to part with their money, then perhaps investors can get more effective control rights by being large" (Shleifer, Vishny, 1996).

*che godono di una posizione più idonea a perseguire tale scopo e sono dotate di mezzi (ispettivi e anche, all'occorrenza, repressivi) più adeguati. Bisogna inoltre depurare il concetto di attivismo dalle "incrostazioni morali", ovvero che se un investitore istituzionale mostra un comportamento attivo lo fa innanzitutto per sé e per i suoi clienti: questo non è da considerarsi né immorale né cinico, al contrario, questa è l'unica sicurezza per avere un'azione duratura ed efficace di tali soggetti che, nel caso iniziassero ad agire con finalità "benefiche", finirebbero per snaturarsi e perdere competitività, creando un danno concreto e tangibile per l'intero mercato"*¹⁸.

Si potrebbe concludere, quindi, dicendo che per attivismo degli investitori istituzionali si può intendere un meccanismo interno di *Corporate Governance* atto a monitorare le performance e la gestione della società di cui si posseggono le quote che, se necessario, dovrà essere accompagnato da *effort* per modificare il comportamento dell'impresa o la sua *governance* aziendale.

Secondo Cortesi e Tanzi (1998), per meglio comprendere il ruolo degli investitori istituzionali nella *governance* di una società, è necessario fare una distinzione tra le tipologie di valore che essi ricercano: il *trading value* e l'*investor value*.

Per le società *target* è importante riuscire ad individuare la tipologia di azionisti che possiede le proprie quote in quanto, in base alla categoria di cui fanno parte, si avrà coinvolgimento nella *Governance* differente; solo così, infatti, sarà possibile delineare una giusta strategia proattiva volta all'individuazione dei soggetti più idonei con i quali instaurare una relazione di collaborazione.

¹⁸ G. Cammaramo, *L'attivismo degli investitori istituzionali: brevi riflessioni sul saggio di M.Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques*, Banca Impresa e Società, XXI, 2002.

In base alla partecipazione al governo dell'impresa è possibile dividere gli investitori in quattro categorie diverse:

- Azionisti di primo livello: sono caratterizzati dalla volontà di esercitare i diritti che gli spettano in quanto azionisti e di monitorare le aziende target; per lo più ricercano aziende che sappiano creare valore.
- Azionisti di secondo livello: sono caratterizzati da un comportamento attivo; tuttavia preferiscono seguire strategie di *indexing* (di cui parleremo di seguito) piuttosto che strategie di portafoglio volte a “battere il mercato”¹⁹.
- Azionisti di terzo livello: questi, al contrario dei precedenti, prediligono un comportamento di tipo passivo nel governo dell'impresa (scegliendo la strada dell'*exit* anziché quella della *voice*²⁰) ma decidono di adottare delle strategie di gestione del portafoglio attive.
- Azionisti di quarto livello: solitamente restano lontani dalle dinamiche di governo dell'impresa, in quanto sono soliti effettuare molte operazioni di *trading* e, quindi, investimenti definibili “precarì”. In questa categoria è possibile ritrovare per lo più *program trader* e *money manager*.

Questi quattro livelli di attivismo rappresentano i possibili gradi di commitment che un investitore istituzionale può assumere nei confronti dell'azienda della quale detiene delle

¹⁹ Con il termine “battere il mercato” ci si riferisce ad una strategia con la quale si ha una compravendita di azioni e una selezione di società che ha prospettive di rendimenti superiori a quelli di breve/ brevissimo termine del mercato che ciò nonostante portano ad una concreta estraneità alle problematiche della *Corporate Governance*. Ciò succede frequentemente poiché i manager degli investitori istituzionali sono degli speculatori e nel prendere decisioni non hanno l'ottica di medio/ lungo termine tipica dei proprietari. “Most fund managers are shot-terms speculators, not long term owners”. Cfr. Ingley, Coral and van der Walt, Nicholas T., *Corporate Governance, Institutional Investors and Conflicts of Interest, Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, No. 4, pp. 534-551, October 2004.

²⁰ Tale tendenza è assunta principalmente dai fondi pensione aziendale e dalle banche; questo porta a pensare che l'operato di questa tipologia di investitori istituzionali sia osteggiato dalla presenza di conflitti di interesse.

partecipazioni: ci si sposta dall'*attivismo forte* (primo e secondo livello), che individua azionisti che, in maniera diretta e continuativa, fanno interventi sul management, sino ad entrare nella conduzione strategica della società, a quello definito *debole* (terzo e quarto livello), praticato da azionisti possessori sia di azioni di tipo individuale sia a livello di associazione di categoria²¹ che, pur non entrando in merito alla gestione strategica dell'impresa, cercano di rafforzare la relazione tra l'investitore istituzionale e la società stessa.

Un altro modo per suddividere l'attivismo degli investitori istituzionali riguarda la tipologia di investimento che essi decidono di attuare. Si può quindi avere:

- Attivismo operato da investitori che decidono di investire in società non quotate come fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, *merchant bank*²², *private equity* o *venture capital*²³;
- Attivismo degli investitori che investono in società quotate o in fondi pensione, fondi comuni di investimento aperti o compagnie di assicurazione;
- Attivismo dei cosiddetti *hedge fund* (fondi comuni di investimento speculativi) i quali devono essere considerati come una categoria a sé stante a causa dell'alto grado di speculazione delle operazioni che effettuano e della normativa (Gregari, 2006) specifica che li riguarda. Un'operazione che tipicamente viene eseguita da questa tipologia di investitori istituzionali è il cosiddetto *short selling* (vendita allo scoperto,

²¹ Per associazioni di categoria si fa riferimento, ad esempio, al *Council of Institutional Investor*, negli Stati Uniti, e ad *Assogestioni*, in Italia.

²² La *Merchant Bank* è un'istituzione finanziaria europea che assume un ruolo simile a quello delle banche di investimento del Nord America. Le operazioni che più di frequente vengono eseguite da questa istituzione sono la consulenza alla clientela, il trading sui titoli di proprietà, fusioni e acquisizioni e sottoscrizione e collocamento dei titoli.

²³ Per *venture capital* si intende la quantità di capitale di rischio che viene dato come apporto da un investitore per finanziare l'inizio o lo sviluppo di un'attività all'interno di un settore caratterizzato da un alto potenziale di sviluppo. Di frequente, con tale nome vengono anche designati i fondi creati appositamente; con *venture capitalist* vengono invece indicati i soggetti che compiono tali operazioni.

ovvero la vendita di titoli non posseduti direttamente dal fondo), a scopo ribassista; questa “vendita a nudo” difatti non è consentita di norma ai fondi comuni canonici di diritto italiano (Pagni, 2004).

Ulteriore tipologia di attivismo degli investitori istituzionali è quella definita *social activism*, utilizzata per designare l’attivismo di coloro che sono interessati alla *Corporate Social Responsibility*, ovvero all’intento delle imprese di riuscire a conciliare la conduzione delle loro attività con le questioni di impatto sociale ed etico. Esiste anche una coalizione di azionisti, chiamata *Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)*, i quali utilizzano la gestione delle proprie attività come elemento stimolatore per il cambiamento sociale.

1.4.3 *Le partecipazioni degli investitori istituzionali*

Requisito necessario affinché un investitore istituzionale sia attivo all’interno di una società è che detenga una rilevante quota della stessa, o in termini relativi o in termini assoluti, rispetto ad altre tipologie di proprietari.

La motivazione per tale condizione è che all’aumentare delle partecipazioni, diminuisce l’entità dell’azione collettiva che gli investitori istituzionali dovranno affrontare a causa della loro posizione di azionisti di minoranza in una società quotata e sia gli azionisti di controllo che gli amministratori saranno più disposti a dare ascolto agli investitori istituzionali.

Alcuni ipotizzano che vi sia una proporzionalità inversa tra la tendenza degli investitori istituzionali a mostrarsi attivi e la liquidità delle partecipazioni: essi sarebbero più inclini ad “alzare la voce” nel momento in cui non ci sono le condizioni per poter uscire dalla società, votando, a causa del peso delle loro quote, “con i piedi” (come si usa dire nel gergo specifico).

Questa visione, tuttavia, non tiene in considerazione che gli investitori istituzionali potrebbero aver deciso di detenere ingenti partecipazioni a seguito di due tipologie differenti di investimento, ovvero l'*indexing* o lo *stock picking*, che verranno analizzate di seguito. Nel primo caso, gli investitori istituzionali non si preoccupano della liquidità o dell'*exit* perché tra i loro piani futuri non ci sarà mai il pensiero di disinvestire da una delle società contenute nell'indice.

Al contrario, nel caso di *stock picking*, il pensiero comune è che, ex-ante, la partecipazione che un investitore istituzionale è disposto ad acquistare sarà maggiore all'aumentare della liquidità del mercato di ogni azione.

Difatti, la propensione degli *stock pickers* ad acquisire il controllo su di un pacchetto azionario è fortemente correlata alla possibilità che essi saranno in grado di venderlo, dopo che il valore sarà salito, senza però far diminuire il valore del titolo. Per cui, sarebbe più coerente parlare di una correlazione diretta tra dimensione e liquidità della partecipazione degli investitori istituzionali (Enriques, Binachi, 2001).

Parlare della dimensione delle partecipazioni degli investitori istituzionali come agente scatenante del loro attivismo non basta; si potrebbe dire che essa sia una condizione necessaria ma non sufficiente per far sì che essi diventino attivi ma, vi sono altri elementi che concorrono a questo fenomeno.

1.4.4 *Le strategie di investimento degli investitori istituzionali*

1.4.4.1 *L'indexing*

Molti sono soliti dire che l'attivismo degli investitori istituzionali dipenda maggiormente dalla tipologia del loro investimento, ovvero dal fatto che essi scelgano una strategia di *indexing* piuttosto che una di *stock picking*.

Alcuni autori (Cortesi, Musile Tanzi, 1998) sostengono che, chi percorre la prima strada, decide di spostare il proprio punto focale dalle prestazioni della singola impresa a quelle dell'intero mercato. Il fatto che sul mercato siano presenti dei free-rider capaci di captare i segnali provenienti dagli investitori istituzionali e di riuscire a trarre vantaggi dalle analisi di mercato svolte, pone un freno all'attivismo degli investitori. Essi tenderanno a crearsi dei portafogli di titoli che riproducono la struttura del mercato, data la loro consapevolezza dell'impossibilità di avere un adeguato ritorno dai costi sostenuti per il controllo della società, a causa dell'impossibilità di mantenere segreti gli esiti del controllo.

In questo caso, quindi, la competizione verterà sui costi di gestione del portafoglio dato che *“monitoring and intervention increase management costs for the individual fund managers, while potentially improving the performance of non-intervening index-match funds”* (Short, Keasey, 1999).

Si potrebbe parlare di quello che viene definito il “dilemma del prigioniero”: ciascun investitore istituzionale è come un prigioniero il quale, non riuscendosi a coordinare con gli altri, decide di rimanere passivo pur sapendo che, probabilmente, riuscirebbe a generare un guadagno collettivo comportandosi insieme agli altri in modo attivo e, l'unica maniera perché ciò avvenga, è che vi sia un coordinamento di intenti degli stessi.

Prendendo come esempio il contesto americano, la maggior parte degli investitori istituzionali attivi hanno dei portafogli molto indicizzati anche se, molto spesso, si tratta di

investitori istituzionali particolari, come i fondi pensioni pubblici che non sono molto legati all'andamento del mercato dei prodotti, come invece lo sono quelli privati.

Si potrebbe quindi desumere che, escludendo gli investitori istituzionali pubblici o quelli che riescono agevolmente ad aggirare le criticità delle azioni collettive coordinando le proprie operazioni di monitoraggio, intraprendere delle strategie di investimenti differenti rispetto all'*indexing* potrebbe essere una condizione per l'attivismo.

1.4.4.2 Lo *stock picking*

A differenza della precedente strategia di investimento, solitamente lo *stock picking* si presta ad essere una buona condizione per l'attivismo degli investitori istituzionali. Importane, in questo caso, è riuscire a reperire quante più informazioni possibili sull'emittente delle azioni perché, solo così, si è più sicuri nell'assunzione di un comportamento attivo.

Nel 2000, uno studio condotto da Wermers ha messo in evidenza come gli investitori istituzionali, oltre alla ricerca di informazioni, tendano a fare affidamento su manager esperti che siano “portati” per le operazioni di *stock picking*; più essi risultano talentuosi, maggiore sarà la qualità del fondo e il livello di performance di tale strategia di investimento²⁴.

In questo caso, inoltre, investendo in singole società, si ha un maggiore incentivo ad essere attivi nella gestione delle stesse, soprattutto se le performance non risultano soddisfacenti.

In aggiunta, possiamo dire che se gli investitori istituzionali sono *overweight* rispetto ad un titolo, ovvero quando essi hanno una partecipazione maggiore rispetto ai loro competitors nella

²⁴ “Using a different approach, some recent studies look at the performance of the stocks held in mutual fund portfolios: these studies conclude that managers that actively trade possess significant stock-picking talents. A concept that is central to the idea of actively managed funds outperforming index funds is that higher levels of trading activity are associated with better stock-picking abilities. If more frequent trading is associated with managers having better stock-picking talents, then we should observe a corresponding increase in performance, at least before trading costs and expenses are factored in. At least a portion of this higher return level is due to the better stock-picking skills of managers of high-turnover funds”. (Wermers, 2000).

singola società, la criticità relativa all'azione collettiva avrà un minore impatto frenante sull'attivismo (Bianchi, Corradi, Enriques, 2000).

Capitolo 2

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL MONDO REALE

2.1 Investitori istituzionali: principali definizioni

Nei precedenti paragrafi abbiamo parlato degli investitori istituzionali, senza però dargli una definizione puntuale; ad oggi, in realtà, non ve ne è una esatta all'interno di leggi come, ad esempio, il TUF o il Codice Civile.

Una sua prima formulazione la si trova nel Decreto del Tesoro del 9 febbraio 1994, nel quale vengono definiti come investitori istituzionali le forme di previdenza obbligatoria e i fondi pensione, le imprese di assicurazione e le banche, le società che sono autorizzate a gestire fondi chiusi, le società finanziarie che compiono attività di assunzione di partecipazione nei confronti del pubblico e che sono iscritte all'articolo 107 nell'elenco speciale del Testo unico delle leggi inerenti le banche e il credito.

Proseguendo nel tempo, una definizione simile è rintracciabile nel Decreto Ministeriale (del ministro Bersani) del 18 settembre 1997²⁵, nel quale si riconoscono come investitori istituzionali gli organismi e gli enti che, per statuto o per legge, hanno l'obbligo di investire i propri capitali, in maniera parziale o totale, in titoli o beni immobili (e.g. le compagnie di assicurazioni, i fondi di investimento, le società finanziarie, le banche, etc.).

Cercando su internet o servendosi della letteratura internazionale, ci si imbatte in definizioni simili alla seguente: “An institutional investor is an investor, such as a bank, insurance

²⁵ *Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese*, D.M. 18 settembre 1997.

company, retirement fund, hedge fund, or mutual fund, that is financially sophisticated and makes large investments, often held in very large portfolios of investments”.

Si potrebbe desumere, quindi, che per “investitore istituzionale” si indica un’organizzazione che, in seguito alla raccolta di liquidità, ottenuta mediante la sottoscrizione dei detentori di ricchezza o facendo ricorso alla vendita di attività finanziarie, si dedica alla costruzione di portafogli finanziari in maniera tale da riuscire a garantire sia la propria operatività sia degli appropriati profitti per i sottoscrittori²⁶.

In questo modo, è possibile definire come investitori istituzionali i fondi pensione, le società di gestione del risparmio, alcuni istituti di credito che offrono dei servizi di investimento o l’esercizio di attività che solitamente sono svolte da intermediari finanziari, le assicurazioni e tutte quelle società intermedie che sono impegnate in investimenti diretti o indiretti (gestendo i risparmi di privati)²⁷.

Si possono includere in questa tipologia di investitori anche gli *hedge funds*, i *venture capital* e i *private equity*, ovvero tutti gli investitori che decidono di specializzarsi nella partecipazione di società non quotate²⁸.

2.2 Il ruolo degli investitori istituzionali nel mondo

Nel mondo esistono due tipologie di istituzioni finanziarie che, sebbene differiscano per finalità e intenti, sono accomunate dalla caratteristica di investire su larga scala, per proprio

²⁶ Costi R., Messori M., *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Il Mulino, Bologna, 2005.

²⁷ Bassani M., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel mercato finanziario alla luce della direttiva 2003/71/CE e della legge n. 262/05*, 6 marzo 2006.

²⁸ Bianchi M., Bianco M., *Proprietà e controllo delle imprese in Italia: alle radici delle difficoltà competitive della nostra industria*, Bologna, Il Mulino 2005.

conto o per conto di terzi, gran parte dei capitali di cui dispongono, in azioni e obbligazioni. Essi scelgono questa strada perché la ritengono la più efficiente per riuscire ad ottenere dei ritorni adeguati dal capitale che molti (persone ed enti) hanno depositato presso di loro, sia per fini assicurativi che per fini previdenziali. In questo caso, parliamo di compagnie di assicurazione e di fondi pensione²⁹.

Nel 1983, in Italia, sono state costituite con una legge delle società che hanno come finalità quella di investire in titoli del capitale proveniente da molti individui o da enti i quali non intendono farlo in maniera diretta. Si tratta dei fondi comuni di investimento mobiliari³⁰ (Basso, Funari, 2002). Si potrebbe dire che questi siano i tre principali tipi di investitori istituzionali.

Si dice che negli ultimi venticinque anni uno dei cambiamenti più impattanti che c'è stato nel sistema economico mondiale è stata proprio la crescita del capitale amministrato dagli investitori istituzionali. Spesso si è pensato che queste istituzioni assumessero un comportamento diverso rispetto alle istituzioni che erano presenti sul mercato nei periodi precedenti e questo ha avuto un'influenza negativa sul funzionamento dell'economia (Menkhoff, 2002).

Nei primi anni '90 essi venivano definiti "giganti sonnacchiosi" (Monks, Minow, 1991) a causa dal loro scarso attivismo e della bassa rilevanza economica che avevano; nel secolo successivo, invece, essi prendevano l'appellativo di "King Kong armato di cannone atomico" (Mitchell, 2001), rimarcando sia l'aspetto della loro forza sia quello dell'ingenza degli impatti che i loro comportamenti avevano sull'economia e sulle imprese.

²⁹ Gallino L., *L'impresa irresponsabile*, Torino, Einaudi, 2005.

³⁰ I fondi comuni di investimento aperti in Italia sono stati istituiti mediante la legge del 25 marzo 1983 n.77; con l'attributo "aperto" si vuole indicare la possibilità in capo all'investitore di richiedere in qualsiasi momento il rimborso delle quote versate. Bisogna aspettare la legge del 14 agosto 1993, n. 344 per avere l'istituzione dei fondi chiusi.

Analizzando le statistiche dell'OECD in merito al totale degli attivi finanziari (obbligazioni, azioni, derivati e altro) degli investitori istituzionali tra il 1990 e il 2000, si è visto che il loro portafoglio di titoli si è moltiplicato in media di tre volte in un decennio. In particolare:

- Negli Stati Uniti da 6572,2 miliardi di \$ a 19522,5;
- Nel Regno Unito da 1116,8 miliardi a 3017,9;
- In Francia da 655,6 miliardi a 1737,1;
- In Germania da 599 miliardi a 1506;
- In Italia da 146,6 miliardi a 1060,2.

Gli ultimi due paesi di questa lista presentavano un livello di capitale amministrato dagli investitori istituzionali prossimo a quello del PIL; nei restanti, invece, lo superava di molto. Infatti, nel 2000, gli attivi finanziari degli investitori istituzionali avevano un valore pari al 79,8% del PIL in Germania e al 97,8% in Italia; si arrivava invece al 131,8% in Francia, 198,7% negli Stati Uniti e 218,8% nel Regno Unito. Negli stessi paesi, dieci anni prima, la medesima percentuale era circa la metà. Se si aggiungono alla lista anche Canada, Giappone, Olanda e Svizzera, si toccavano valori di attivi finanziari degli investitori istituzionali superiori ai 30.000 \$ (Gallino, 2005).

Nei paesi più sviluppati (e.g. Regno Unito, Stati Uniti, etc.), i capitali detenuti dagli investitori istituzionali possiedono contemporaneamente tre elementi caratterizzanti:

- Un alto tasso di penetrazione nel capitale delle imprese che sono quotate in borsa. La porzione di proprietà in mano agli investitori istituzionali, all'inizio del 1990, era maggiore del 50% in molte società: in America, ad esempio, le prime cinquanta imprese riportavano valori superiori al 58%; oltre il 75% nel Regno Unito, circa il 60% in territorio francese, e poco meno del 40% in Germania. Alla fine del 2000 gli investitori istituzionali italiani detenevano circa il 32% delle azioni circolanti ma, tenendo conto che il loro portafoglio presentava anche azioni straniere, il loro impatto

effettivo sulla borsa italiana si attestava intorno ad un livello del 25%; in particolare, essi possedevano un portafoglio totale di 1139 miliardi di euro, di cui circa 262 miliardi consisteva in azioni;

- Scelte di investimento ad alta mobilità internazionale. Ad esempio, negli Stati Uniti, si stima che di tutte le transazioni registrate sulla borsa giornalmente, oltre l'80% interessino degli investitori istituzionali;
- Un alto livello di concentrazione della proprietà azionaria in capo ad un ristretto numero di soggetti economici. Alla fine degli anni '90, negli USA, considerando il totale delle azioni circolanti, circa il 23% era posseduto dai 25 investitori di maggiore importanza; invece, 49 milioni di famiglie ne controllava solo il 42,4%. Si stima, difatti, che dal 1950 sino ai primi anni del 2000, la quota di azioni in mano a tutti gli investitori istituzionali sia aumentata dal 10% al 50%, vedendo ad una corrispondente riduzione della quota parte detenuta dalle famiglie.

Considerando, quindi, questi tre aspetti, è naturale pensare che si avrà una ripercussione sulla gestione delle aziende: il management di imprese o di società quotate in borsa deve porre attenzione alle iniziative intraprese dagli investitori istituzionali di tutto il mondo dato che il peso di questi ultimi non fa che aumentare ed crescere progressivamente con il passare del tempo. Chen e Hardford (2004) sostengono infatti che: *“Large institutional shareholders are able to invest in information gathering necessary to monitor managers and that the size of their shareholdings gives them influence over managers. The incentive to invest in monitoring comes from the fact that they are able to act on their superior information to adjust their shareholdings in advance of good or bad management decisions”*.

2.3 Gli assetti proprietari e di controllo degli investitori istituzionali

Nel precedente paragrafo abbiamo detto che la presenza degli investitori istituzionali tra i proprietari di una società rappresenta un elemento al quale i manager devono dare un certo peso se vogliono mantenere una certa posizione all'interno della stessa; questo però è vero solo se gli investitori istituzionali decidono di adottare un comportamento "attivo", seguendo in maniera diretta l'impresa di cui possiedono le quote.

Ciò che, però, potrebbe porre un freno a questo attivismo sono i loro assetti proprietari e di controllo.

Come primo aspetto, c'è da considerare il caso in cui essi, o le loro società, siano quotate perché ci potrebbe essere la possibilità che nascano dei conflitti di interesse cosiddetti "*da reciprocità*": gli investitori saranno più inclini a non intervenire nelle scelte di gestione delle società in portafoglio, così da aggirare il pericolo di intromissioni di altri investitori istituzionali nelle proprie società. Tali conflitti di interesse sono maggiori nel caso in cui, come succede nell'Europa continentale, gli investitori istituzionali, o le società che li controllano, sono coinvolti in patti che hanno come obiettivo quello di effettuare un controllo congiunto su più società quotate. (Cortese, Musile Tanzi, 1998).

Negli Stati Uniti, ad esempio, questo tipo di conflitto di interesse dissuade i fondi pensione aziendali (gestiti dal consiglio di amministrazione delle imprese che li hanno istituiti) dall'assumere un comportamento attivo.

In aggiunta, ciò su cui si deve porre attenzione, è la presenza di servizi di collocamento (ovvero bancari o assicurativi) tra le prestazioni offerte dagli investitori, oltre a quelli di asset management; in questo caso, invece, potrebbero crearsi dei conflitti di interesse definibili come "*estrinseci*". In questo caso c'è il rischio di essere più propensi ad assumere un ruolo passivo nella gestione delle società, in maniera tale da aggirare il pericolo di perdita di aspettative di altri rapporti d'affari con le compagnie in cui investono il capitale altrui.

Anche tra gli investitori istituzionali che sono specializzati nella gestione ci potrebbe essere qualcuno che non scelga la via dell'attivismo in quanto, tra i loro potenziali clienti, ci sarebbero anche i fondi pensione aziendali delle stesse società (Bianchi, Corradi, Enriques, 2000).

Ciò che potrebbe attenuare questi conflitti d'interesse e, di conseguenza, anche il loro impatto negativi sull'attivismo, potrebbe essere la concorrenza che si crea tra gli investitori istituzionali per la presa in carico della gestione dei capitali dei investitori finali. Questo beneficio è ottenibile, però, solo se si è in presenza di questi elementi:

1. Il ruolo di monitoraggio deve essere percepito dagli investitori finali come uno strumento per poter avere un rendimento maggiore;
2. Nel caso in cui i gestori vengano scelti da altri intermediari (ad esempio fondi pensione con asset gestiti esternamente), questi ultimi non dovranno avere un conflitto di interessi (o, in alternativa, dovrebbe esistere una disciplina di mercato che regoli la loro forma di opportunismo);
3. Se l'investitore vuole cambiare gestore, i costi da sostenere dovrebbero essere sufficientemente bassi (Enriques, Bianchi, 2001)³¹.

2.4 Le società target

Le caratteristiche che guidano un investitore istituzionale attivo nella scelta della società target nella quale investire sono per lo più due, ovvero la percentuale di capitale in mano al soggetto controllante e la quota detenuta dagli investitori istituzionali in totale. In particolare,

³¹ “*Competition among institutions for final investor’s money may help to curb the problem of conflicts of interest and their negative effect on activism. This may be so, however, only if (at least) the following conditions hold: 1 final investor perceive monitoring as a good thing, i.e. something than increases their return on investment; 2 in the case that money managers are selected by other final investors’ agents (such as pension funds with externally managed assets), these agents face no conflicts of interests themselves (alternatively, their opportunism must as well be sufficiently constrained by market discipline at their level); 3 the cost of switching from one money manager to another are sufficiently low*”.

gli investitori istituzionali si concentrano principalmente su quelle dove le partecipazioni della loro classe sono molto elevate.

In aggiunta, alcuni studi empirici hanno riscontrato che in molte delle società puntate dagli investitori istituzionali vi è un risultato reddituale negativo, rapportato all'andamento medio del settore di appartenenza³²: la scelta, difatti, inizia con una classifica che vede tutte le società che hanno realizzato i peggiori risultati nell'anno.

Gli step successivi per la scelta ultima sono quelli di identificare, per ogni settore, quella che presenti sia la dimensione maggiore sia la quota di capitale più alta in mano ad investitori istituzionali (Enriques, 1998). La ragione alla base della decisione delle prime delle prime due come caratteristiche necessarie è che i benefici reddituali attesi conseguenti a dei cambiamenti nel governo societario, in questo caso, saranno più alti; così come, se la società scelta è leader nel settore, le altre tenderanno ad adottare le stesse proposte da essa attuate.

Questa preselezione e scelta delle aziende target è frutto di una raccolta (*collection*), elaborazione ed analisi di informazioni molto accurata. Da ciò, si deduce che gli investitori istituzionali sono “*better informed*”³³ rispetto ai piccoli risparmiatori.

L'aspetto dell'informazione è anche un capo importante per il tema dell'attivismo perché, solo se si possiede un adeguato quantitativo di informazioni, si può intervenire in maniera attiva su di una questione societaria.

Gli investitori istituzionali sono, poi, attenti ed interessati a raccogliere informazioni derivanti da più fonti dato che, come afferma Hellman nel 2004, essi mirano a creare un “puzzle

³²“Several studies find that firms that are the targets of shareholder activism are, indeed, poor performers (compared to the market or industry-peers) on a variety of stock and accounting measures: abnormal stock returns, growth in operating income, return on assets, operating return on sales, sales growth, and market-to-book ratio” (Romano, 2001).

³³ “Despite the role of institutional investors in the takeover market’s selection of targets is quite ambiguous there is a positive correlation between the presence of institutional investors and a firm’s likelihood of being acquired due to ownership endogeneity, i.e., due to the fact that institutions are better informed investors”. (Lily Qiu Hong Wan, 2006).

composto da informazioni di natura diversa”. La provenienza considerata di maggior rilievo è quella scritta/ verbale dalla società di cui hanno acquistato le partecipazioni: prioritizzando la tipologia delle informazioni, solitamente si dà maggior peso alle informazioni finanziarie (*financial statement*), poi a quelle di natura reddituale (*income statement*), e infine al cash flow³⁴.

Considerando l’informazione verbale, i *fund manager* sono per prima cosa interessati a ricevere maggiori particolari sulle *financial statements*, per poi concentrarsi sulle strategie della società e sul giudizio riguardante le competenze del management³⁵.

Esistono due modi per fare *collection* delle informazioni:

1. derivandolo dal flusso giornaliero di informazioni: queste *public information* provengono da fonti come la società quotata, il mercato azionario, altri investitori o da fonti situate direttamente nell'ambiente di mercato come competitors, clienti, fornitori, banche, lo Stato o istituti previsionali. Gli intermediari dell'informazione si riferiscono a consulenti esterni, agenzie di stampa e *mass media*;
2. conducendo una ricerca attiva di informazioni sui dati personali: si tratta in questo caso di *non-public information*, intendendo informazioni che non sono pubbliche, come informazioni che sono date dai consulenti esterni agli investitori istituzionali dei loro clienti o informazioni verbali passate dalle società quotate agli investitori istituzionali, nella misura in cui questa informazione non è disponibile per i *mass media* (Hellman, 2004).

³⁴ “According to questionnaire studies of analysts, the most important sources were various forms of written and verbal information from the companies. In particular annual reports, communication with management, direct company contact, company visits, in-company analysts ‘meetings, interim reports, and prospectuses all received high rankings. Information from financial reports: financial statements are ranked very high. Further, the income statement is typically ranked higher than the balance sheet, whereas the cash flow statement consistently receives a lower ranking”. (Hellman N., 2004).

³⁵ “Subjects discussed during the meetings between company representatives and financial analysts/fund managers further details about the financial statements, more about the company’s strategies and the evaluation of management capacity is reported as an essential factor”. (Hellman N., 2004).

2.5 Le tipologie di investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali presenti al giorno d'oggi sono diverse e si differenziano per numerose caratteristiche.

I *mutual funds* (fondi comuni di investimento) sono dei patrimoni collettivi realizzati con capitali provenienti da una molteplicità di risparmiatori, ognuno dei quali detiene una percentuale di quote proporzionale all'entità del proprio investimento.

Viene inoltre fatta una distinzione tra fondo aperto e fondo chiuso:

- Nei primi è lasciata la libertà agli investitori finali di investire e disinvestire, senza vincoli di tempo o di somma, ciò che gli risulta a credito, in funzione a ciò che hanno investito. Sono quindi caratterizzati da un patrimonio che può cambiare ogni giorno a seconda delle richieste di rimborso delle quote presenti o delle nuove sottoscrizioni;
- In quelli chiusi, invece, tale libertà si può dire che venga soppressa in base alle disposizioni regolamentari di ciascun fondo.

In Italia sono inoltre presente i SICAV (Società di investimento a capitale variabile): esse sono simili ai fondi per quanto concerne le modalità con cui raccolgono e gestiscono il patrimonio, ma sotto l'aspetto fiscale e giuridico sono differenti e, il loro patrimonio, è formato da azioni e non da quote.

Il patrimonio del fondo viene gestito da un soggetto ma il patrimonio che lo costituisce è indipendente sia da quello dei singoli partecipanti al fondo che da quello della Società di Gestione. Il gestore investe il capitale in più forme di titoli come titoli di stato, strumenti derivati, azioni e obbligazioni di differenti emittenti.

Le liquidità disponibili e gli strumenti finanziari di questo fondo sono protetti da una Banca che si assicura della correttezza e della legittimità delle attività di emissione e rimborso delle quote del fondo, del loro valore calcolato e dei destinatari dei proventi dei fondi.

Vi sono poi i fondi pensione (*pension funds*), rappresentati da qualsiasi fondo o schema finalizzato alla fornitura di un reddito pensionistico. In genere essi hanno ingenti somme di denaro da investire e, solitamente, hanno come target società quotate e private.

Essi rivestono un ruolo molto importante nel mondo degli investitori istituzionali³⁶ e nel 2008 *The Economist* riportava che Morgan Stanley aveva stimato che in tutto il mondo i fondi pensione detenevano il livello maggiore di attività di tutte le tipologie di investitori istituzionali, pari a oltre 20 trilioni di dollari.

Le Gestioni patrimoniali (*asset management*) sono invece delle tipologie di investimento che permettono al risparmiatore di consegnare nelle mani di un Gestore (e.g. SIM, banche, SGR, etc.) l'investimento del proprio capitale tramite un mandato. In questo caso, differentemente da ciò che avviene con i fondi, il patrimonio è gestito in maniera separata per ciascun cliente quindi, la maggior parte delle volte, il portafoglio di ciascuno di essi sarà differente.

Infine, altre tipologie di investitori istituzionali che stanno prendendo piede, come ha messo in evidenza il Presidente della Consob Lamberto Cardia, sono l'*hedge fund* e i fondi di *private equity*³⁷.

³⁶ I 300 fondi pensioni più grandi possiedono circa 6\$ di trilioni attivi (Global Investment Review).

³⁷ “[...] nuove tipologie di investitori istituzionali, quali i fondi di *private equity* e gli *hedge funds*, stanno assumendo un ruolo sempre più importante nel funzionamento dei mercati. Caratteristiche comuni di tali fondi sono le grandi dimensioni dei flussi gestiti, l'alto livello di leva finanziaria impiegata e l'ampio ricorso agli strumenti finanziari più innovativi. Il loro sviluppo ha avuto effetti positivi sulla diversificazione dei portafogli degli operatori e sulla liquidità degli scambi ma comporta rischi per la stabilità sistemica, l'integrità dei mercati e la protezione degli investitori. Crescente è l'impegno dei fondi di *private equity* e di alcuni *hedge funds* nello sviluppare forme di attivismo nei confronti della gestione e dell'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate. L'attivismo di tali soggetti può contribuire ad aumentare la responsabilità dei vertici aziendali nei confronti degli azionisti e a rendere più dinamico il mercato del controllo societario”. Discorso del Presidente Lamberto Cardia tenuto all'Incontro con il mercato finanziario, Milano 9 luglio 2007.

Per i primi non vi è una specifica definizione che ci permetta di individuare dal punto di vista giuridico cosa essi precisamente siano, e considerare la sola definizione che si trova in letteratura che li designa come “fondi di investimento che si servono di tecniche di copertura” potrebbe risultare fuorviante. Secondo Rosangela Mastronardi, una definizione adeguata potrebbe essere: “qualsiasi fondo che non sia un convenzionale fondo di investimento” ovvero qualsiasi fondo che non utilizzi semplici strategie di acquisto di azioni e obbligazioni (come fanno i *mutual funds*) o di titoli di credito (*money market funds*) il cui fine è quello di raggiungere un profitto assoluto positivo dell'investimento, indipendentemente dal fatto che i mercati stiano aumentando o diminuendo, e non in relazione ad un *benchmark*. Le sue azioni, inoltre, non sono limitate da regolatori e sono distinti dai fondi di *private equity* dato che la gran parte degli hedge funds investe in attività liquide.

Esso è gestito da una società di gestione degli investimenti professionale ed è frequentemente strutturato come una società in accomandita, società a responsabilità limitato o sistemi simili.

Gli hedge funds non sono disponibili a tutti gli investitori, ma sono riservati solo ad una cerchia di soggetti sofisticati o accreditati e in genere, quindi, non sono venduti al pubblico. Pertanto, generalmente, essi evitano il controllo regolamentare diretto, riescono ad aggirare i requisiti di licenza che solitamente si applicano alle normali società di investimento e possono agire con una maggiore flessibilità rispetto ai *mutual funds* e agli altri fondi di investimento. Ciò nonostante, a causa della crisi finanziaria degli anni 2007-2008, sia negli USA che in Europa, sono state create delle normative specifiche atte alla creazione di un sistema di supervisione governativa di questa tipologia di investitori e all'eliminazione di alcuni gap normativi.

Gli hedge funds, pur esistendo da molti decenni, soltanto negli ultimi anni hanno iniziato a “risuotere successo” infatti nel 2008 essi potevano vantare un patrimonio di circa 3 trilioni di dollari.

Essi non hanno quasi mai una data di “scadenza” e permettono ai loro investitori di aggiungere o prelevare (generalmente mensilmente o trimestralmente) parte del loro capitale. Il valore della partecipazione di ciascun investitore è proporzionato al valore patrimoniale netto del fondo. I gestori di fondi speculativi investono spesso denaro proprio nel fondo che gestiscono.

Un hedge fund solitamente paga al gestore degli investimenti una commissione di gestione annuale (e.g. il 2% delle attività del fondo) e una commissione di performance (e.g. il 20% dell'aumento del valore patrimoniale netto del fondo durante l'anno). Entrambe le tipologie di commissioni hanno il fine di allineare gli interessi dei gestori con quelli degli investitori nel fondo.

Per quanto riguarda, invece, i fondi di *private equity*, essi si occupano di investire in imprese non quotate del capitale proveniente da investitori specializzati e, spesso, anche da servizi di consulenza; essi intervengono con il loro contributo solitamente nelle fasi più critiche della vita di un'azienda, quando nasce la necessità di avere un contributo finanziario e gestionale dall'esterno. Infatti, il *private equity* rappresenta un ruolo di grande rilevanza nella crescita e nello sviluppo delle società, assumendo un'importanza sempre più ingente nel mondo finanziario europeo (Chesini, 2000).

In questa categoria rientrano anche i *venture capital*.

Nel nostro paese vengono considerati degli investitori istituzionali anche le banche. Le attività che svolgono sono l'acquisizione di partecipazioni azionarie, la concessione di finanziamenti (per lo più indirizzata alle imprese) ed esercizi in via professionale verso il pubblico di servizi di investimento. In questo modo, risulta chiaro come le banche possano rappresentare un soggetto rilevante nel mondo dei mercati finanziari, anche se è stato dichiarato che la loro influenza potrebbe anche rallentare la ripresa del sistema economico.

In un articolo del Sole 24 ore del 2007³⁸ viene, infatti, detto che gli investitori istituzionali nazionali hanno lo svantaggio o di essere di dimensioni troppo ridotte oppure di essere così connessi al sistema bancario da non contare nulla nelle decisioni che devono essere prese; così essi non riescono a ricoprire quel ruolo di catalizzatore che ci si immagina debbano esercitare, sia per i cambiamenti nel mercato che per la *governance* e per il mercato di controllo delle imprese.

2.6 Le iniziative degli investitori istituzionali

Abbiamo detto che gli investitori istituzionali possono decidere di comportarsi in maniera attiva nella gestione della società nella quale decidono di investire; questo loro orientamento verso l'attivismo e la contezza dei benefici che potrebbero ricavarne fa sì che essi utilizzino degli strumenti ben precisi per poter ricoprire un ruolo efficiente ed efficace nel governo societario.

Solitamente, le iniziative degli investitori istituzionali si evolvono in due momenti strategici, di cui il secondo non sempre viene intrapreso: come prima cosa, essi individuano una società target avente prestazioni negative e imputabili al comportamento non efficiente degli amministratori, per poi seguire strategie volte ad entrare in contatto con i loro manager e, con colloqui informali e non pubblicizzati, mostrano la loro delusione per la gestione della società o per precisi aspetti di *Corporate Governance*, iniziando trattative con gli stessi allo scopo di fargli adottare cambiamenti in linea con i loro interessi.

³⁸ Merli A., *Troppa influenza delle banche frena la ripresa*, Il Sole 24 ore, 9 maggio 2007.

Nel caso in cui questa prima fase non andasse a buon fine, gli investitori istituzionali metterebbero in atto delle strategie formali come campagne stampa, uso dei diritti formali o, in casi estremi, all'*exit* dalla società.

2.6.1 *Prima fase: strategie in via informale*

Tra le strategie attuabili in via informale, quelle di maggior rilievo e solitamente utilizzate sono la costituzione graduale di una *relationship investing*, il ricorso a uno o più *professional directors*, la fase segreta di *jawboning*, il *lobbying*, la *non proxy activity* e la minaccia di non sottoscrizione di aumenti di capitale.

2.6.1.1 *La relationships investing, il professional director e la jamboning*

La creazione di una partnership tra l'investitore istituzionale e la società partecipata (*relationship investing*) è ritenuta da molti studiosi la tipologia di attivismo più avanzata (Cortesi, Musile Tanzi, 1998). Ciò nonostante, i costi di formazione di *talent fund manager* e di ricerca delle società target legati ai potenziali rischi correlati ad una minore diversificazione e ad un livello maggiore di coinvolgimento nelle attività societarie delle partecipate, concorrono a frenare l'incentivo degli investitori istituzionali a scegliere questo tipo di strategia informale³⁹.

Tuttavia, è indispensabile che un investitore istituzionale mantenga un confronto diretto con i manager delle società partecipate, se le sue intenzioni sono quelle di rivestire un ruolo attivo nelle stesse.

³⁹ Tenuto conto di queste limitazioni, una parte dei sostenitori di questa forma di *partnership* identificano come soggetti adeguati ad intraprendere un ruolo attivo investitori istituzionali specializzati e professionalmente organizzati nell'esercizio di diritti di proprietà, differenti, quindi, dai fondi pensione o dai fondi comuni, ma comunque sostenuti da essi dal punto di vista della raccolta.

Considerando tale aspetto, spesso ci si avvale della figura del *professional director* per cercare di mantenere un efficace controllo sul management. Si tratta di professionisti che vengono chiamati ad intervenire in più consigli di amministrazione grazie ai voti degli investitori istituzionali e che ricoprono il ruolo di fiduciari per gli stessi in seno alle imprese in cui sono consiglieri (Cortesi, Musile Tanzi, 1998).

Altra strategia informale che può essere intrapresa è quella della *jawboning*, ovvero una negoziazione segreta tra uno o più investitori istituzionali e i soci di controllo o i manager della società; i primi cercano di persuadere i secondi ad attuare dei cambiamenti o a non seguire delle azioni non gradite. Al fine di perseguire il loro scopo, gli investitori istituzionali potrebbero minacciare di (Binachi, Corradi, Enriques, 2000):

- Causare una diminuzione del prezzo di borsa delle azioni della società vendendo le proprie sul mercato⁴⁰;
- Rigettare l'offerta di sottoscrizione di nuovi aumenti di capitale (altro brutto segnale di mercato);
- Pubblicizzare il fallimento delle negoziazioni e il loro dissenso nei confronti del management, portando, potenzialmente, ad una riduzione del prezzo delle azioni della società;
- Usufruire dei diritti propri degli azionisti per riuscire ad ottenere in maniera diretta i cambiamenti proposti, ad esempio mediante una deliberazione assembleare vincolante;
- Utilizzare i diritti degli azionisti che non permettono di avere direttamente i cambiamenti proposti ma in modo da provocare problemi ai soci di controllo o agli

⁴⁰ Indipendentemente dal livello di liquidità del mercato, se un investitore istituzionale importante decide di abbandonare l'investimento che ha fatto in una società, questo si traduce in un pessimo indice che potrebbe influire negativamente sul prezzo di borsa.

amministratori. Per esempio, potrebbero minacciare di eseguire un'azione di responsabilità contro gli amministratori nel caso in cui questi concludano un'operazione alla quale i primi si erano opposti.

Se durante la *jawboning* le negoziazioni falliscono, gli investitori istituzionali tenderanno a mettere in pratica queste minacce in maniera tale da portare all'attenzione del pubblico l'iniziativa. Basandosi sulla documentazione interna di fondi pensione, molti studi empirici rivelano che spesso gli amministratori decidono spontaneamente di utilizzare le misure proposte, evitando, nello stesso tempo, l'incomodo di un voto assembleare (Enriques, 1998).

2.6.1.2 Il *lobbying* e la *non proxy activity*

L'attività di *lobbying* consta di tutte quelle azioni eseguite dagli investitori istituzionali al fine di esercitare pressioni su istituzioni ed organi pubblici in maniera tale da conseguire migliorie in tema di regolamentazione.

Significativo, ad esempio, è il *lobbying* di questi investitori nei confronti della SEC⁴¹, attuato per ottenere una regolamentazione più incline ad accontentare i loro interessi.

La *non proxy activity*, invece, è una strategia informale utilizzata dagli investitori istituzionali che viene utilizzata per manifestare la propria insoddisfazione durante dei colloqui non ufficiali con i manager della società.

Gli argomenti sui quali verte la maggior parte di questi incontri sono la delusione per gli esiti della gestione o l'insoddisfazione legata ai livelli di remunerazione del management, ritenuti troppo alti e poco trasparenti.

⁴¹ Si tratta della Securities and Exchange Commission (Commissione per i Titoli e gli Scambi): è l'ente federale statunitense che si occupa della vigilanza della borsa valori.

Negli anni precedenti, molte regole riguardanti il tema della rappresentanza in assemblea sono stati rivisti, sia a causa di pressioni da parte dei fondi pensione, sia in occasione di famosi scandali che hanno visto come protagonisti proprio degli investitori istituzionali, come il Calvert Group⁴²; sono infatti state fatte delle pressioni di lobbying alla NYSE⁴³ per riuscire ad avere delle norme più stringenti per le società quotate.

2.6.1.3 La minaccia di non sottoscrizione di aumenti del capitale

La strategia di minacciare di non sottoscrivere aumenti di capitale (resa più “pericolosa” dalla regola, istituita dagli investitori istituzionali stessi, secondo la quale le società non possono emettere azioni a prezzi notevolmente più bassi rispetto a quelli correnti nel mercato) è efficace non soltanto perché riesce ad indurre nei soggetti amministratori delle società target il timore di un’effettiva azione di ritorsione compatta da parte di tutte le istituzioni azioniste ma, soprattutto, perché in questo modo vi è il (giustificato) timore degli amministratori riguardo l’interpretazione del mercato: una mancata sottoscrizione di azioni in sede di aumento del capitale potrebbe essere visto come un segnale molto negativo sulla convenienza dell’emissione e ciò minerebbe l’operazione di rifinanziamento, rendendola più costosa se non persino inaccessibile⁴⁴.

Questa tipologia di strategia ha effetto non solo sui gruppi di controllo delle società che decidono di emettere le azioni, ma anche sulle banche di investimento specializzate nelle operazioni di collocamento: in alcuni casi, infatti, sono state proprio queste ultime a consigliare

⁴² Calvert Group è una delle più grandi società di gestione di fondi di investimento etici del mondo. Il Calvert Social Index è uno dei benchmark che più viene utilizzato per valutare le prestazioni delle società quotate sotto il punto di vista etico.

⁴³ La NYSE (New York Stock Exchange) è la Borsa di New York, la più grande borsa valori del mondo per volume di scambi e la seconda per numero di società quotate.

⁴⁴ Enriques L., *Nuova disciplina delle società quotate: fatti e prospettive alla luce dell’esperienza anglosassone*, Giurisprudenza Commerciale 25, I, 1998.

dei cambiamenti (e.g. sostituzione dell'amministratore delegato) prima di dare la conferma per un aumento di capitale, riuscendo, così, a prevenire l'intervento degli investitori istituzionali.

2.6.2 Seconda fase: strategie in via formale

2.6.2.1 Le dichiarazioni ai *mass media*

Nel caso in cui gli investitori istituzionali non ritengano che il dialogo con i manager abbia portato ai risultati sperati, oppure vogliano indurli ad attuare determinate decisioni o ancora, vogliano porre all'attenzione pubblica questioni ritenute importanti, potrebbero pensare di avvalersi di pubblicazioni ai *mass media*.

Questa forma di strategia è altamente temuta dal management e dal *board of directors* perché, in questo modo, molte delle problematiche interne alla società diverrebbero di dominio pubblico e, dato che gli investitori istituzionali raccolgono capitale proveniente da milioni di risparmiatori, queste dichiarazioni scatenerrebbero caos e polemiche.

Altre conseguenze negative si potrebbero avere da parte di altri soggetti come enti di sicurezza, altri finanziatori, organi di stato o anche investitori istituzionali non direttamente implicati nella questione, ma appartenenti all'azionariato della società considerata.

C'è, inoltre, l'eventualità che tutto questo impatti sul prezzo delle azioni della società, portando ad una significativa caduta a causa delle voci in circolazione che incrementerebbero le aspettative future negative.

È per questo che la strategia di fare dichiarazioni ai *mass media* ha un forte potenziale, in maniera particolare se viene utilizzata come minaccia.

Altra conseguenza che viene temuta, sia dal management che dagli amministratori, è la caduta d'immagine e di reputazione che ne potrebbe derivare per la società a seguito dell'implementazione di questa tattica.

2.6.2.2 Le "Just vote no" campaigns

Le "Just vote no" campaigns sono una tecnica di attivismo di recente formazione degli investitori istituzionali che, a differenza degli altri strumenti disponibili, non impatta la struttura di *governance* della società ma va a riversarsi direttamente sul *board of directors*. Esse possono essere viste come delle manovre messe in atto dagli investitori istituzionali attivi per indurre gli altri azionisti a non votare a favore di uno o più amministratori in maniera tale da portare a loro conoscenza il senso di insoddisfazione comune agli investitori; per entrare in contatto, possono essere utilizzati canali diversi, come la posta, la stampa o comunicazioni internet (Del Guercio, Seery, Woidtke, 2008).

Gli investitori istituzionali credono molto in questa strategia, ritenendola più efficace delle *shareholders proposal* come strumento di sollecito all'azione per gli amministratori. Mentre queste ultime hanno come oggetto uno specifico problema (e.g. l'eliminazione delle *poison pills*), con le "just vote no" campaigns si mette in discussione l'intera opera di uno o più amministratori.

L'efficacia, quindi, è nella possibilità di danneggiare significativamente il nome di un amministratore nel mondo del lavoro; ed è proprio per sfuggire a queste potenziali cadute d'immagine che gli amministratori, volontariamente, diventano dei buoni controllori del management (Del Guercio, Seery, Woidtke, 2008).

2.6.2.3 Le *shareholders proposal*

La minaccia di utilizzare questo strumento è molto credibile: i regolamenti della SEC lo riconoscono in termini molto ampi; i costi di esercizio da sostenere sono molto bassi (dato che

è la società target che affronta la maggior parte di essi e non c'è la necessità di coordinarsi preventivamente con gli altri investitori).

D'altro canto, però, l'aspetto che molte *shareholders proposals* non siano vincolanti per il *board* riduce l'inefficacia della minaccia (Bianchi, Corradi, Enriques, 2000).

Nella maggior parte delle situazioni, i temi sui quali vengono avanzate rientrano tra quelli di competenza degli amministratori: anche se vengono approvati, essi non sono allora vincolanti e vengono spesso ignorate dagli amministratori.

Dal 1987 gli investitori utilizzano l'espedito delle *shareholders proposals* per porre all'attenzione degli azionisti le criticità legate alla *Corporate Governance* e ad esso viene riconosciuta una forza di negoziazione analoga a quella fornita dalla minaccia di non sottoscrivere nuove azioni.

Tuttavia, negli ultimi anni, sono stati condotti degli studi che hanno messo in evidenza come gli investitori istituzionali abbiano accantonato questo strumento, decidendo di utilizzare altri meccanismi più moderni, come le "*just vote no*" *campaigns* (Del Guercio, Seery, Woitdtk, 2008).

2.6.2.4 Passivismo, attivismo estremo e *lock in* nell'investimento

Analizzando gli obiettivi perseguiti e le relative politiche di investimento, sono emerse due posizioni contrastanti nella gestione delle imprese: una a favore di un comportamento passivo da parte degli investitori istituzionali, e una, invece, favorevole ad un loro ruolo attivo.

La fazione che pensa che il giusto comportamento da assumere sia quello del "passivismo", vede l'*exit* come un idoneo strumento di riallocazione delle risorse all'interno del mercato, attuabile sia dagli investitori istituzionali che decidono di seguire delle strategie di *stock picking*, sia da quelli che preferiscono, invece, strategie di *indexing* (Cortese, Musile Tanzi, 1998).

Per quanto concerne l'appartenenza dell'*exit* all'una o all'altra forma di comportamento (attivismo o passivismo) degli investitori istituzionali, non vi è ancora una teoria univoca che lo posizioni in una ben definita collocazione tra le due.

Secondo Guido Cammaramo, ex presidente di Assogestioni, l'*exit* è un puro espletamento di attivismo, e non un mezzo utilizzato dagli investitori istituzionali per mostrare la loro inerzia; egli, anzi, lo definisce come “*attivismo estremo*” (intendendo che la si sceglie solo quando tutte le altre potenziali soluzioni sono state già provate, dimostrandosi inefficaci) e lo considera come un tratto caratterizzante del comportamento attivo di un investitore di dimensioni significative (dato che, solo in questo caso, la minaccia o l'attuazione dell'*exit* ha una concreta efficacia).

L'ex presidente aggiunge, inoltre, che si potrebbe ricorrere all'*exit* per cercare di aggirare un ostacolo anche se, in questo caso, non si tratterebbe di un *exit* “*vero*”, a suo parere. Si può definire tale solo quello a cui si fa ricorso in casi estremi: dopo aver provato a percorrere più strade alternative per riuscire a risolvere delle situazioni critiche all'interno di una società per la quale si ritiene che il mantenimento delle quote di partecipazione sia una mossa strategica, si decide di auto-escludersi dalla proprietà della stessa perché non si riescono a trovare migliori modi di ovviare al problema; essa, certe volte, è persino legata ad una perdita secca al momento dell'espletamento (Cammaramo, 2002).

Oltre a questa dichiarazione, un'ulteriore prova dell'appartenenza dell'*exit* alla famiglia delle strategie di attivismo è data dal consenso che essa riceve da parte del mercato e dei piccoli investitori: difatti, quando si assiste all'*exit* da parte di un grande investitore istituzionale dall'azionariato di una società, la prima riflessione che viene fatta in merito è che sia stata eseguita quella mossa a seguito di una decisione ponderata, razionale e motivata, e non come il frutto di una fuga ingiustificata (anche se, forse, non si conoscono in toto le ragioni che l'hanno portato a questa scelta).

Apparentemente si potrebbe pensare che la soluzione dell'*exit* sia quella più facilmente percorribile e maggiormente fruibile per un investitore istituzionale ma, in realtà, non è molto agevole e risulta essere la meno praticabile. Smobilizzare i propri investimenti non è una risposta semplice da mettere agli atti per un investitore istituzionale (come invece lo potrebbe essere per i piccoli risparmiatori) per una serie di ragioni concorrenti (Richter, 2006):

1. La liquidità di un investimento è correlata negativamente con la sua entità;
2. Una numerosa serie di gestioni sono tenute in varia misura a non ignorare (se non a replicare) la composizione di alcuni indici, tra cui i titoli da vendere ipoteticamente;
3. Alcune criticità legate alla *governance* sono un problema che accomuna tutti gli investitori istituzionali (anche se in misura differente): in queste circostanze la dismissione delle proprie azioni non risulta essere per nulla la giusta soluzione alle difficoltà, dato che una grande parte di patrimoni hanno comunque l'obbligo di investire sui titoli del loro mercato di riferimento.

Capitolo 3

FONDI ISTITUZIONALI NEL MONDO ITALIANO E ANGLOSASSONE

3.1 Investitori istituzionali nel mondo anglosassone

Nel mondo, i paesi in cui gli investitori istituzionali giocano un ruolo di maggiore attività sono sicuramente quelli anglosassoni nei quali il modello di società dominante è quello della *public company*, in particolare Stati Uniti ed Inghilterra. In questi, infatti, la diffusione dell'attivismo è legato all'ingente quota di partecipazioni azionarie detenute dagli investitori istituzionali.

Tuttavia, la nazione nella quale sin dagli anni '70 si sono manifestate queste forme di attivismo e alla quale, quindi, va riconosciuta la maggiore tradizione, è l'Inghilterra (Irace, 2000).

Tra tutti i paesi industriali, solo nel Regno Unito gli azionisti godono di così tanti poteri e gli investitori istituzionali hanno un'influenza così forte nel settore delle imprese. In questo contesto, circa l'80-90% delle quote azionarie di una società, media o grande, appartiene a degli investitori istituzionali; il 60-65% in contesti americani.

L'ex presidente della Borsa Italiana ha voluto sottolineare (Tantazzi, 2002) che il primato inglese è frutto di un processo che ha visto, negli ultimi decenni, l'esplosione di un sistema pensionistico a capitalizzazione, dotato di ampi fondi accumulativi provenienti dai piani pensionistici. In questo modo si è andata creandosi un'ampia e crescente riserva di capitale istituzionale, sempre alla ricerca di mercati in cui essere investita, prima in territorio internazionale e, poi, anche al di fuori dei confini.

Inoltre, la cultura anglosassone tende a preferire l'utilizzo del capitale di rischio del mercato azionario come fonte di finanziamento, piuttosto che ricorrere all'indebitamento.

Spostando, invece, l'attenzione sugli Stati Uniti, si può vedere come la concentrazione delle quote azionarie si sia verificata seguendo un lento ma costante processo, che ha visto figure come fondi pensione, assicurazioni, gestori individuali o fondi comuni di investimento accentrare sempre più nelle proprie mani la proprietà delle società statunitensi. Più del 50% del capitale delle società per azioni negli USA è di proprietà degli investitori istituzionali, intervenendo come azionisti di maggioranza delle più importanti società quotate⁴⁵.

Il mito "Berle-Mensiano" del passivismo degli azionisti delle grandi società è iniziato a passare in secondo piano a partire dai primi anni '80, quando alcuni fondi pensione americani, in prevalenza pubblici⁴⁶, hanno iniziato a mostrare interesse alle scelte di gestione e alle strutture di governo delle società delle quali detenevano delle partecipazioni; si può dire che così sia iniziato il fenomeno dell'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti (Enriques, 1998).

È curioso, inoltre, porre l'attenzione su un particolare comportamento adottato dai fondi americani: nel momento in cui decidono di investire all'estero, essi cercano anche di impiantare nella tradizione di quel paese le tattiche di attivismo che sono soliti utilizzare nei confini statunitensi⁴⁷.

⁴⁵ Ad esempio, le maggiori quote di grandi società come Mellon Bank, EXXon, General Electric, Xerox, Chrysler o IBM, alla fine del 1989, erano detenute da investitori istituzionali (Barnard, 1991).

⁴⁶ Tra gli investitori istituzionali più attivi vi era il TIAA-CREEF, il fondo pensione privato degli insegnanti americani; esso nel 1997 possedeva, da solo, l'1% del capitale di tutte le società quotate americane. (Charleton, Nelson, Weisbach, 1997).

⁴⁷ "A growing literature discusses the convergence of national systems of Corporate Governance. Fostering convergence are activist institutional investors, especially from the United States. Case study of one institutional investor - the giant pension fund, CalPERS - and its efforts to change governance in Japan over the past 15 years. CalPERS involvement in Japan went through three stages: solo activism; cultivation of local partners; and, most recently, a shift from marketwide activism to company-level relational investing. Although CalPERS has had some success in changing Japanese Corporate Governance, economic and political factors have limited its influence and permitted the persistence of Japans distinctive governance system" (Jacoby, Sanford, 2007).

Un esempio che si può portare all'attenzione è quello del fondo pensionistico pubblico Calpers: a seguito di un investimento in Giappone, esso ha tentato di esportare in questo paese le sue tattiche di attivismo e i suoi principi di *governance* ma senza avere i risultati sperati (la cultura diffidente e chiusa della cultura giapponese, infatti, ha fatto da barriera al perseguimento di questo obiettivo).

3.1.1 L'evoluzione degli investitori istituzionali nel mondo americano

Il modello di *governance* americano ha subito un'evoluzione nel tempo che può essere articolata in tre fasi (Bresciani, 2003):

1. Anni '80: fase di fusioni e ristrutturazioni⁴⁸;
2. Anni '90: fase di forti pressioni da parte degli investitori istituzionali;
3. In corso: fase di convergenza dei modelli di *Corporate Governance* internazionali.

Dopo il periodo degli anni '80, che aveva visto numerose operazioni di *leverage buyout* (*LBO*), di acquisizioni ostili, di fusioni e di ristrutturazioni, il decennio successivo vide il susseguirsi della formulazione ed emissione di numerose norme e l'esercizio di frequenti pressioni politiche, volte a far desistere le imprese dal voler intraprendere tali strade.

Nonostante ci fossero state delle opposizioni da parte del governo, queste condotte portarono ad aumenti del valore sopra la media⁴⁹ che determinarono l'attuazione di alcuni dei principi alla

⁴⁸ Questo fenomeno è stato rapportato in un primo momento ad un ritorno alla specializzazione delle imprese; dopo, si pensa che la causa sia stata la necessità di trovare una locazione per gli eccessi di capacità delle imprese nei primi anni '80; infine, si pensa che la causa sia stata la crescita degli investitori istituzionali, unita all'aumento delle informazioni disponibili sul mercato dei capitali e alla conseguente pressione esercitata sul management, che si sentì obbligato a massimizzare il valore per gli azionisti.

⁴⁹ "The LBO experience was substantially different in the latter half of the 1980s. But did this default experience mean that the LBO insights were wrong? The evidence, even for the late 1980s, indicates that the LBO insights hold. Kaplan and Stein [1993] find that, overall, the larger LBOs of the later 1980s also generated improvements in operating profits despite the relatively large number of defaults. Even for deals that defaulted, Andrade and Kaplan [1997] find that the LBO companies retained approximately the same value they had attained before the LBO. In other words, the net effect of the LBO and default on capital value was slightly positive" (Steven, Kaplan, 1997).

base delle LBO. Alcuni esempi sono l'applicazione al management di un costo del capitale, utilizzando alcune nuove misure di performance (e.g. EVA – *economic value added*), l'introduzione di nuovi schemi di retribuzione ad incentivi per i manager (e.g. *stock options*), l'esigenza che sia il consiglio di amministrazione che gli azionisti tenessero sotto controllo in maniera attiva e severa il comportamento del management.

In questo modo, nel gruppo degli azionisti divenne sempre più evidente la presenza di investitori istituzionali, come i fondi pensione e i fondi comuni di investimento. Ciò che li differenzia dai piccoli investitori è la loro forza e la loro capacità di riuscire a fare pressioni sul management.

Quello che inoltre si verificò, fu un cambiamento nella logica che vi era dietro le loro partecipazioni nelle società: da mera “compravendita” di titoli, si passò ad un “possesso” degli stessi, accompagnato da una maggiore partecipazione alla vita societaria e all'accettazione di un maggior grado di responsabilità. Si può dire che sia stato in questo modo che l'attivismo degli investitori istituzionali ha visto la luce (Bresciani, 2003).

Ciò che per prima cosa bisogna tenere in considerazione è che il comportamento solitamente assunto dagli investitori istituzionali è quello passivo; l'attivismo può essere quasi ritenuto come una sua eccezione⁵⁰.

In genere, si parla dell'attivismo dei fondi pensione, soprattutto pubblici; alcuni hanno infatti ipotizzato che questo loro comportamento sia dovuto ad un tornaconto di tipo politico, ovvero l'interesse sarebbe quello dei dirigenti che, in ottica di campagne politiche personali future, cercano di farsi pubblicità (Romano, 1993).

⁵⁰ “*The impact of institutional investors on OECD financial markets trends*”, Studio OCSE, 1997.

Degli studi, però, hanno sollevato dei dubbi in merito a questa ipotesi: esaminando il comportamento di un insieme di fondi pensione pubblici, si è verificato che vi è coerenza tra strategie di investimento adottate e iniziative attuate (Del Guercio, Hwkins, 2000).

3.1.2 *Il quadro normativo*

Il diritto ha impatto sull'attivismo degli investitori istituzionali sia in maniera positiva, che in maniera negativa: positivamente, grazie a leggi e regolamenti che permettono a questi investitori di utilizzare mezzi di negoziazione da poter utilizzare contro manager e soci di controllo delle società; negativamente, a causa di regolamenti e leggi che:

- Introducono un valore limite per le partecipazioni che un investitore istituzionale può possedere;
- Disincentivano l'assunzione di posizioni di controllo o prossime ad esso (e.g. istituzione di separazione tra banca e industria);
- Interpongono ostacoli al coordinamento tra gli investitori, in maniera diretta o indiretta.

Dando uno sguardo al mondo statunitense, le norme che in questo paese limitano le partecipazioni degli investitori istituzionali sono molto rigorose, anche se si differenziano in base alla categoria di appartenenza. Inoltre, vi sono copiose disposizioni di regolamento e di legge che stabiliscono divieti e doveri per gli azionisti di controllo o comunque per tutti coloro che possiedono quote superiori al 5% del capitale.

Tali regole, come ad esempio l'imposizione di obblighi di formazione, seguite spesso da iniziative di tipo giudiziario condotte da professionisti di *class actions*, e che pongono un divieto sul *trading* sulle azioni detenute, pongono un freno al fenomeno dell'acquisto di quote rilevanti.

Solitamente, le norme statunitensi e inglesi definiscono il controllo in modo ampio, facendo sì che venga incluso in questo perimetro anche il controllo congiunto; inoltre, tra i soggetti che detengono un certo livello percentuale di capitale ai quali devono essere applicate delle regole concernenti obblighi e divieti, vengono considerate anche le quote appartenenti a coloro che agiscono di concerto ovvero, esse possono essere attuate anche su azioni congiunte da parte di investitori istituzionali. In tal modo, si potrebbe non incoraggiare gli investitori istituzionali ad agire congiuntamente, riducendo, così, l'attivismo degli stessi.

Questa tipologia di regolamentazione, d'altra parte, può essere vista come uno strumento per attenuare il problema dei conflitti d'interesse che si frappongono tra gli investitori istituzionali e un loro possibile ruolo attivo all'interno delle società partecipate. Durante i passati anni, sia sotto amministrazioni repubblicane che sotto amministrazioni democratiche, il *Department of Labour* statunitense ha incoraggiato gli amministratori dei fondi pensione ad assumere un comportamento attivo all'interno delle società, invogliandoli ad andare a votare nelle assemblee o ad intensificare il controllo sul management delle imprese in cui investono⁵¹.

Come detto, l'attribuzione agli azionisti di diritti che possono credibilmente minacciare di mettere in atto nel caso in cui il management si rifiuti di accontentare gli investitori istituzionali nelle loro richieste, fa sì che questi ultimi abbiano un grande potere contrattuale nei confronti dei manager.

La messa in pratica di questi diritti sociali consente agli investitori istituzionali sia di riuscire ad assicurarsi che le proprie iniziative vengano intraprese, sia a creare problemi a soci di controllo e amministratori. Nel primo caso, l'efficacia della minaccia sarà dettata dalla probabilità che l'iniziativa abbia successo; nel secondo, invece, all'aumentare del danno che gli

⁵¹ "Regulation may help to alleviate the risk of conflicts of interest hindering institution's willingness to become active. It is well known that U.S. Department of Labour, both under Republican and Democratic administrations, has argued pension funds 'officials to vote proxies and, more generally, actively monitor the management of investee companies, deriving such obligation from the fiduciary duties applying to fund officials' (Enriques, Bianchi, 2001).

amministratori e i soci di controllo potrebbero subire nel caso di reale attuazione dei diritti da parte degli azionisti, cresce l'efficacia di tale minaccia.

Inoltre, in entrambe le situazioni, il rischio che la minaccia possa realmente attuarsi aumenta con la riduzione dei costi di esercizio dei diritti. In ogni caso, gli investitori istituzionali potrebbero decidere di utilizzare diritti dall'alto costo di esercizio, nonostante essi non risultino economicamente convenienti, pur di far aumentare il grado di credibilità delle proprie minacce.

3.2 Investitori istituzionali nel mondo italiano

Nel precedente paragrafo, analizzando l'attivismo degli investitori istituzionali, si è quasi dato come assunto che esso sia una constatazione di fatto, una realtà, qualcosa di tangibile. Se per i paesi anglosassoni questa rappresenta la quotidianità, in Italia un episodio di attivismo è, invece, da considerarsi come un'eccezione da portare all'attenzione degli studiosi.

Negli ultimi anni si è verificata una situazione strana: si sono registrati pochi casi di attivismo attuati direttamente da investitori istituzionali singolarmente, mentre è aumentato il numero dei casi di attivismo di Assogestioni⁵². Questo risultato può essere interpretato come sintomo della mancanza di capacità dei singoli investitori istituzionali di operare in autonomia e del loro conseguente ricorso ad un'associazione di categoria per riuscire a mettere in luce le loro proposte e le loro idee.

Si procederà con l'analisi delle cause che determinano il comportamento non attivo degli investitori istituzionali italiani, spesso ricondotte all'unico ceppo delle normative sfavorevoli,

⁵² Assogestioni è l'associazione italiana delle società di gestione del risparmio. Essa è stata fondata nel 1984 e rappresenta le principali SGR italiane operanti in Italia, numerose banche e imprese di assicurazioni che si occupano della gestione individuale e della previdenza complementare. In questa associazione ritroviamo anche alcune società di gestione straniere che lavorano in territorio italiano. Tra le varie attività di sua competenza, Assogestioni elabora una classifica dei fondi comuni di investimento e, con ABI (Associazione Bancaria Italiana) e Assosim, è una delle tre associazioni di categoria più importanti tra gli intermediari finanziari italiani.

che sicuramente hanno rappresentato, e rappresentano tutt'ora, un ostacolo importante alla diffusione di tale fenomeno. Ma, oltre a questo, si possono ricercare altri numerosi aspetti che, combinati tra loro, rendono il terreno italiano non adeguato per lo sviluppo, ed in genere per la presenza, degli investitori istituzionali.

Nel febbraio 1998 è stato varato in Italia il Testo Unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria (TUF), con il quale è stata introdotta anche una riforma del diritto delle società quotate. Essa aveva il fine di potenziare i diritti degli azionisti di minoranza: gliene vennero garantiti di nuovi, l'attuazione dei precedenti fu reso più semplice, fu resa legale la sollecitazione delle deleghe di voto (mezzo che prima non poteva essere utilizzato) e, infine, furono ampliati la responsabilità e i poteri del collegio.

Ciò che aveva portato all'elaborazione di queste nuove regole era stata l'idea che esse sarebbero servite agli investitori istituzionali per meglio adempiere al loro ruolo di monitoraggio delle società quotate; in questo modo si sarebbe riuscito ad avere dei minori costi di agenzia (costi conseguenti alla separazione tra proprietà e controllo), con risultati positivi non solo per gli azionisti, ma per l'intera economia italiana.

Un altro aspetto del quale si deve tener conto è che il Risparmio Gestito⁵³ in Italia detiene un livello di capitale superiore a 1.000 miliardi di euro e che il prodotto più largamente utilizzato è il fondo comune di investimento; per questo, quando si tratterà l'argomento dell'attivismo italiano, si farà riferimento a questa tipologia di investitore istituzionale. Il motivo della latenza degli altri investitori istituzionali è da ricercare in elementi di natura giuridica e strutturale: ad esempio, i fondi pensione, non hanno ancora attraversato una piena fase di sviluppo (nonostante dal '93 si siano iniziati ad emanare provvedimenti a loro favore) a causa di freni regolamentari e fiscali; inoltre, i fondi pensione aziendale, di grande rilevanza

⁵³ Per risparmio gestito si intende la quota di accantonamento personale che il risparmiatore dà in affidamento a uno o più gestori professionali, i quali hanno il compito di amministrare le risorse loro commissionate nell'ambito di un mandato ricevuto.

nel mondo bancario, tradizionalmente hanno investito poco in azioni (come succede anche nei paesi anglosassoni) e hanno la tendenza ad assumere un comportamento passivo a causa delle problematiche di reciprocità che possono originarsi con altre società quotate. Per quanto concerne le assicurazioni, vi è soprattutto un problema legato alla disponibilità di dati, in quanto alle loro partecipazioni in società quotate e per quelle pari al 2% del capitale avente diritto di voto, rese disponibile in ottemperanza dell'applicazione delle norme in merito alla trasparenza proprietaria delle società quotate, l'evidenza impressionistica indica una tendenza a gestirle con un orientamento passivo, delle volte anche collusivo.

Inoltre, i fondi comuni mostrano una superiore propensione ad investire in azioni rispetto a quella di altri gestori del risparmio italiani.

Capitolo 4

CONTESTO ITALIANO

4.1 Le quote di capitale degli investitori istituzionali

Un primo elemento che può impattare sulla propensione degli investitori istituzionali italiani ad assumere un ruolo attivo nella gestione delle società partecipate è la quota di capitale da essi detenuta: solo se essa risulta essere sufficientemente elevata si dà una giustificazione, in ottica di maggior rendimento atteso, agli imprescindibili costi legati alla messa in pratica dell'attivismo.

Dato che, il TUF stabilisce che l'1% sia la soglia minima per poter avere accesso ad alcuni dei poteri delle minoranze, si possono definire queste partecipazioni, "partecipazioni rilevanti" per il comportamento attivo degli investitori istituzionali.

Da uno studio condotto da Enriques⁵⁴ a inizio 2001, si evince che alla fine del 2000:

- Circa la metà delle partecipazioni possedute dalle società di gestione dei fondi si attestavano su livelli inferiori allo 0,1% del capitale ordinario;
- Tra lo 0,1 e lo 0,5% del capitale era presente circa un terzo;
- Tra lo 0,5 e l'1% meno del 10%;
- Maggiori dell'1% erano inferiori al 2%;

⁵⁴ Si tratta di uno studio effettuato a inizio 2001 da Enriques e altri dove si evince che alla fine del 2000, le 55 società di gestione di fondi comuni attive sul mercato azionario possedevano 3174 partecipazioni. Le società per le quali vi era almeno una società di gestione nell'azionariato erano 189 su 237 società quotate in totale (Bianchi, Corradi, Enriques, *Gli investitori istituzionali italiani e la Corporate Governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori dei fondi comuni*, Banca Impresa Società, 2000).

- Si mostra una sostanziale concentrazione per quanto concerne la distribuzione delle partecipazioni rilevanti per le società di gestione: circa il 40% del totale delle partecipazioni rilevanti di 55 società di gestione sono nelle mani di sole 5. Questo aspetto è rilevante in quanto ci permette di ipotizzare la presenza di economie di scala nelle azioni di monitoring delle società partecipate. Da ciò si deduce che detenere un numero considerevole di partecipazioni rilevanti può impattare positivamente sull'eventualità che un soggetto assuma un ruolo attivo.

Volendo sintetizzare le evidenze a cui questo studio ha portato, possiamo dire che 55 società di gestione possedevano 196 partecipazioni rilevanti su 3174 in 99 società quotate, avendone considerate 237 in totale. Tali partecipazioni, inoltre, erano concentrate nelle mani di 5 società di gestione per un ammontare di oltre il 40%; si è visto che, in questo modo, esse potevano sfruttare le economie di scala per l'esecuzione di attività necessarie per svolgere un ruolo attivo nelle società partecipate.

4.1.1 *Le limitazioni alle partecipazioni degli investitori istituzionali*

Prima del TUF, ciò che disciplinava i fondi comuni aperti era la direttiva CEE n. 85/611; essa stabiliva che:

- A qualsiasi società di gestione era vietato il possesso di una percentuale superiore al 5% di azioni con diritto di voto in ciascuna delle società quotate o, in ogni caso, una quota tale da permetterle di avere un'influenza rilevante sulla società emittente;
- Era necessario rispettare delle regole minime di diversificazione che imponevano che un fondo comune non aveva la possibilità di investire più del 5% del proprio portafoglio in titoli emessi dallo stesso soggetto.

Questi limiti, con l'avvento del TUF, sono stati variati, e il compito di doverli definire è stato demandato al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Banca d'Italia. Il primo, ha fatto una distinzione tra fondi comuni aperti armonizzati e non armonizzati (che prima non era presente) e la Banca d'Italia si è occupata dell'introduzione di nuove norme:

- Indipendentemente dal fatto che siano armonizzati o meno, i fondi comuni aperti che sono gestiti dalla stessa società di gestione non possono possedere più del 10% congiuntamente delle azioni con diritto di voto in ciascuna delle società quotate o, in ogni caso, una quota tale da permettere all'investitore istituzionale di avere il controllo della società partecipata;
- un fondo comune non ha la possibilità di investire più del 5% del proprio portafoglio in titoli emessi dallo stesso soggetto⁵⁵.

4.2 Le partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo

Un secondo aspetto che influenza la tendenza di un investitore istituzionale a seguire la strada dell'attivismo è la loro strategia di investimento: a causa del *free riding*, potrebbe non essere consono essere attivi se la composizione del proprio portafoglio non è differenziata rispetto a quella delle altre entità.

Altra questione che è stata messa in evidenza dallo studio di Enriques è che non risulta chiaro se la posizione degli investitori istituzionali sia orientata più verso strategie di *indexing* o di *stock picking*; è invece possibile desumere la concentrazione dei portafogli delle singole società di gestione che sono stati investiti in azioni italiane, sia in termini assoluti che in termini relativi,

⁵⁵ Nel caso di titoli quotati, la soglia del portafoglio sale al 10%, se si tratta di fondi armonizzati, e al 15%, nel caso di fondi non armonizzati; in ambo i casi, il totale delle partecipazioni che sono ognuna più del 5% del portafoglio, non devono essere maggiori del 40% del portafoglio del fondo comune.

in maniera tale da individuare quali investitori istituzionali abbiano dei portafogli caratterizzati da concentrazioni sufficienti da rendere l'attivismo una via conveniente.

Ciò che è emerso è che il numero di partecipazioni posseduto da ogni gestore di fondi risulta essere modesto rispetto al numero totale dei titoli di società quotate (vale a dire che i fondi tendono ad investire in poche società rispetto al numero potenziale nel quale potrebbe farlo) e che il livello di concentrazione dei loro portafogli potrebbe essere considerato sufficientemente alto in confronto alla concentrazione del listino. Questo aspetto è importante perché un grado così alto di concentrazione potrebbe fungere da catalizzatore per l'adozione di comportamenti attivi.

D'altro canto è necessario considerare il problema del *free riding*, ipotetico ostacolo per l'attivismo: gli investitori istituzionali potrebbero avere il timore che ci siano altri soggetti concorrenti che beneficino delle loro iniziative, senza, tuttavia, sostenere alcun costo per ottenerli.

Inoltre, questo problema risulta aumentare con la somiglianza delle strutture di portafoglio dei vari gestori; sembra quindi vantaggioso esaminare la composizione dei portafogli di ciascun gestore, così da poter avere un'idea dell'importanza relativa dei singoli investimenti.

Per poter fare questa analisi, sono state determinate le partecipazioni possedute dai gestori che hanno dato ad un titolo un'importanza nel loro portafoglio più alta rispetto a quella data da altri gestori. In questo modo si è visto che su 237 società, per 189 in cui è presente la partecipazione di almeno un investitore istituzionale, sono state ritrovate 760 partecipazioni nelle quali il gestore di quel titolo possiede una concentrazione di investimenti in quel titolo nettamente maggiore rispetto alla media (circa 8 volte maggiore rispetto a quella degli altri gestori), denominate "partecipazioni concentrate"; questa situazione dovrebbe eliminare o, perlomeno, attenuare il problema del *free riding*.

È stato messo in evidenza che almeno una partecipazione concentrata è presente all'interno dei portafogli dei 55 gestori di fondi, anche se, in base alla distribuzione di queste partecipazioni, si evince che oltre il 60% delle stesse è minore dello 0,5% (sono quindi molto piccole) e che, sul totale, solo 142 partecipazioni concentrate sono superiori all'1%, e quindi definibili rilevanti; queste ultime saranno delle "partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo e sono detenute da 32 società di gestione di fondi e interessano 88 società su 189 nelle quali vi è almeno un investitore istituzionale.

Volendo fare un riepilogo delle evidenze emerse, si evince che: analizzando la composizione del portafoglio, si è notato un alto grado di concentrazione, ovvero esso prevede, in media, una struttura formata da un ristretto numero di titoli (circa il 25% di tutti i titoli quotati) e l'importanza delle prime 5 partecipazioni è, per valore, in media superiore al 40% di quello totale del portafoglio e tale situazione potrebbe attenuare l'entità dell'influenza negativa che il *free riding* ha sull'attivismo degli investitori istituzionali.

Inoltre, i dati analizzati prendono in considerazione contemporaneamente due aspetti:

1. La tipologia di specializzazione dei diversi investimenti delle varie società di gestione (esaminando per ciascuna società le partecipazioni dei gestori che hanno fatto un investimento per una quota del loro portafoglio molto più alta rispetto ad altri);
2. La quota di capitale detenuta (considerando la soglia minima stabilita dal TUF dell'1%).

Quest'analisi congiunta ha permesso, quindi, di identificare 142 partecipazioni "ad elevato potenziale di attivismo", possedute all'interno di 88 società quotate.

4.3 La struttura proprietaria degli investitori istituzionali

Il terzo fattore che impatta l'attivismo è la struttura proprietaria degli investitori istituzionali, a fronte dei conflitti di interessi che ne possono scaturire.

I conflitti che assumono rilevanza in questo contesto sono quelli che Assogestioni definisce come “conflitti di interesse da rapporti infra-gruppo e rapporti d'affari”⁵⁶.

Difatti, nonostante vi sia una normativa vigente, è possibile aggirare la stessa mediante articolate strutture di gruppo o rapporti d'affari e, in questo modo, il pericolo di potenziali comportamenti opportunistici riemerge.

Tale situazione risulta molto evidente in Italia, dove si ha che gran parte del capitale gestito fa riferimento a SGR collegate direttamente da banche e, in questi casi, vi è il vincolo di adottare delle strutture organizzative atte alla riduzione del rischio di creazione di conflitti di interesse al livello minimo.

Molti dei gestori dei fondi comuni italiani fanno parte di gruppi finanziari polifunzionali, ovvero gruppi che si occupano di operazioni in più di una tipologia di settore di intermediazione finanziaria. Se consideriamo nuovamente lo studio condotto da Enriques, su un totale di 55 società di gestione, 48 appartenevano a gruppi che prevalentemente si occupavano di operazioni assicurative o bancarie, e il 95% delle attività gestite dalle imprese di gestione italiane faceva capo ad esse.

Se ne deduce che 7 su 55 possono essere definiti gestori “indipendenti” (ovvero non appartenenti ad alcun gruppo finanziario) e possedevano una quota ridotta del mercato (circa il 4,5% considerando le attività gestite), dato che operavano in ristrette nicchie di mercato.

Il fatto che la maggior parte dei gruppi finanziari sia di tipo polifunzionale è confermata anche per quanto concerne l'ambito delle attività investite dalle società di gestione in azioni

⁵⁶ *Il libro del risparmio gestito*, Assogestioni, 2005.

italiane: esse possiedono gran parte delle partecipazioni (circa il 98% in valore di tutti i portafogli di tutte le società di gestione, pari al 90% del numero di partecipazioni), con una predominanza di imprese facenti parte di gruppi bancari.

Per giunta, solo 9 di tutte le partecipazioni rilevanti appartengono a società indipendenti e la prevalenza delle società di stampo bancario o assicurativo è ulteriormente confermato anche per quanto concerne le partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo, anche se si intensifica il peso delle partecipazioni delle società indipendenti, mettendo in evidenza una loro maggiore tendenza a creare dei portafogli “personalizzati”.

Su 32 società di gestione che possiedono partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo, 24 appartengono al mondo bancario, 5 a quello assicurativo e 3 sono indipendenti.

Il fatto che queste ultime possiedano un ristretto numero di partecipazioni ad elevato potenziale di attivismo (possedute per i tre quarti da società appartenenti a gruppi bancari) mette in risalto la criticità che i conflitti di interesse possono portare in ambito di adesione alla politica di attivismo.

Dando uno sguardo anche all’ambito della concorrenza, si vede che all’aumento della stessa sul mercato dei prodotti, si andrebbe riducendo il problema dei conflitti di interesse e il loro impatto negativo in tema di attivismo dei gestori dei fondi.

D’altro canto, però, in ambito italiano, l’aspetto che gran parte dei gestori italiani siano sotto il controllo di gruppi bancari, invece, accentua questi effetti, poiché riduce la concorrenza tra i gestori: i risparmiatori, difatti, sono soliti far riferimento alle banche per servizi di investimento, come quote di fondi comuni distribuiti con sportelli bancari, sia per altri servizi finanziari, in particolar modo quelli bancari. In questa situazione, al cliente viene offerto un insieme di servizi che comprende anche quelli di gestione creando una sorta di legame con il cliente, a maggior ragione se in esso sono compresi anche servizi di lungo periodo come i mutui.

Tutto ciò riduce la concorrenza tra i vari gestori dei fondi poiché, se prevalgono i legami complessivi con il gruppo, una bassa qualità dei servizi di gestione potrebbe non portare ad una effettiva perdita del cliente.

Prima che venisse erogato il TUF, non vi erano delle regole che obbligassero i fondi comuni a mantenere un comportamento attivo, né delle regole in ambito *Corporate Governance* delle società di gestioni dei fondi comuni, in maniera tale da assicurare che i loro manager avrebbero agito in maniera indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo.

4.4 L'informativa societaria

Una questione delicata da affrontare quando si parla di governo delle società quotate italiane è l'informazione. Solitamente, le società italiane non hanno mai fornito il giusto quantitativo di informazioni al mercato e i motivi sono da ricercarsi sia nella loro matrice culturale e fiscale, che nella mancanza di adeguate norme di *disclosure* obbligatoria. Grazie alle pressioni degli investitori istituzionali, a partire dagli anni '90, si sono potute vedere delle migliorie in merito anche se, alcuni di questi problemi, continuano ad interessare le società quotate italiane; alcuni esempi sono i gap informativi, la mancanza di informazioni, informazioni incomplete o informazioni non del tutto trasparenti.

Ciò assume una rilevanza ancora più importante nell'ambito dei gruppi di società, dove, grazie ai regolamenti della Consob e al TUF, vi è l'obbligo di informazione continua sia per le società quotate che per le società controllate e controllanti; inoltre vi è il dovere di rendere pubblico qualsiasi patto stipulato tra gli azionisti delle società quotate e tra gli azionisti di una società che ne controlla una che è quotata, in modo tale che gli investitori riescano ad identificare più facilmente i veri soggetti che controllano le società quotate.

Ciò che ha chiaramente influenzato positivamente la propensione degli investitori istituzionali ad assumere un comportamento attivo, specialmente nell'identificazione delle società target, sono stati il miglioramento della situazione normativa e l'irrigidimento degli obblighi di comunicazione. La dipendenza degli investitori istituzionali da manager e/ o amministratori per procurarsi informazioni è negativamente correlata con il grado degli standard di *disclosure*: più questi ultimi sono elevati, maggiore sarà la libertà degli investitori nell'affrontarli.

La minaccia di condurre una campagna rivolta al pubblico come modo per far valere la propria voce e il proprio pensiero contro i manager, risulta più temibile quando la conoscenza delle informazioni da parte degli investitori istituzionali è maggiore; questo accade quando ci si trova in presenza di vincoli informativi più estesi.

Si è iniziato a dare un maggior peso all'informazione grazie alla riforma del diritto societario, con attenzione alla funzione dell'assemblea in tema di governo societario. In verità, ad esso era stato sempre affidato il compito di garantire la democrazia interna delle società; da questo punto di vista, la riforma avrà un impatto tanto più positivo quanto più si riuscirà ad avere la certezza di una adeguata informazione pre-assembleare e del fatto che gli investitori istituzionali/azionisti di minoranza siano stati messi nelle condizioni di poter partecipare alle assemblee in maniera attiva, informata e partecipativa (Aimeri, Di Segni, Sascaro, 2004).

Bisogna però dire che il fatto che siano presenti obblighi o norme estesi riguardanti l'informativa societaria non garantisce che essi siano effettivamente messi in pratica e quindi che si abbia la giusta diffusione delle informazioni.

L'aspetto che gli investitori istituzionali necessitano di un gran numero di informazioni durante la fase di selezione della società target e che questo possa essere usato come catalizzatore per un ruolo attivo nella vita della stessa, può essere analizzato anche secondo la prospettiva del soggetto-impresa: l'opportunità che le imprese hanno di mirare e di differenziare

le proprie comunicazioni con gli investitori istituzionali risulta essere superiore nel caso in cui si riuscisse a reperire in maniera più agevole un' informativa aggiornata e completa concernente la tipologia degli azionisti, le proprietà dei potenziali investitori istituzionali azionisti e le loro modalità di gestione (Cortesi, Musile Tanzi, 1998).

Riuscire ad ottenere questa informativa, d'altro canto, non è semplice in quanto, tra le diverse difficoltà che devono essere affrontate, vi è quella legata alla difficoltà di identificare dei soci con partecipazioni inferiori al 2%. Ma, nonostante questa soglia, le imprese hanno necessità di conoscere le imprese, in particolar modo quelle che sono molto intenzionate ad individuare dei potenziali *investor value*, in maniera tale da poter creare con loro un dialogo costruttivo.

Riuscire a reperire facilmente le informazioni, quindi, riuscirebbe a rendere più semplice un comportamento proattivo da parte delle imprese nei confronti degli investitori istituzionali, passando da un atteggiamento passivo di imprese bersaglio di investitori istituzionali, all'identificazione di investitori istituzionali target.

La presenza di questo doppio flusso informativo, dalle imprese agli investitori e viceversa, è, inoltre, indispensabile in un'ottica di sviluppo futuro del mercato azionario.

4.5 Il quadro normativo

Come abbiamo già potuto vedere in ambito anglosassone, il contesto normativo di un paese ha la capacità di favorire o di annullare un eventuale comportamento attivo degli investitori istituzionali tramite disposizioni che consentono a tutte le tipologie di azionisti di usufruire di alcuni mezzi per meglio conseguire i loro diritti e i loro obiettivi.

Avere un assetto normativo ben strutturato non è sufficiente per riuscire a perseguire l'obiettivo per il quale era stato formulato: esso potrebbe rivelarsi vano, inconcludente e inadeguato nel caso in cui il contesto che va a regolamentare non sia coerente con gli elementi

da esso mostrati, oppure se ci si imbatte in limiti oggettivi che impediscono l'applicazione delle sue previsioni, o ancora se sono presenti delle barriere burocratiche o degli iter procedurali esageratamente costosi e lunghi.

La situazione italiana rientra in queste difficili condizioni, nella quale ritroviamo dei limiti oggettivi ad una politica attiva da parte degli investitori istituzionali, i quali non riescono a contrapporsi in maniera ferma al management per poter affermare il loro ruolo di monitoring sulla corretta gestione delle società.

4.5.1 Il diritto ad ottenere la convocazione dell'assemblea

In Italia, così come in altri paesi europei, l'assemblea degli azionisti ha sempre avuto poteri più ampi che nel mondo anglosassone. Secondo il codice civile (art. 2364-2365), tra i compiti dell'assemblea ordinaria ritroviamo l'approvazione del bilancio d'esercizio (permettendo agli azionisti di dare voce alla loro visione sui manager della società), la nomina e la revoca di amministratori, la nomina del presidente del collegio sindacale e dei sindaci, la determinazione delle forme di compenso per sindaci e amministratori, o la delibera sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci.

L'assemblea straordinaria, invece, può modificare lo statuto della società, nominare e sostituire dei liquidatori e avere parola in merito a qualsiasi altra materia che la legge delega alla sua competenza.

Il diritto che la minoranza aveva di richiedere la convocazione di un'assemblea era fondamentale ai fini dell'attivismo degli investitori istituzionali, specialmente nei tempi precedenti la legge sulla tutela del risparmio, date le criticità che le minoranze devono superare per riuscire a far sentire la propria voce in merito a nuove proposte durante delle assemblee convocate in maniera ordinaria dagli amministratori.

Concedere alle minoranze il diritto di richiedere un'assemblea permette di ridurre la possibilità che gli amministratori possano determinare in modo del tutto autonomo le strategie imprenditoriali e, pertanto, anche i punti da toccare durante l'assemblea. Questo freno risulta quindi adeguato sia per favorire gli interessi della maggioranza, che per favorire quelli della minoranza; tale diritto permette di sanzionare l'operato di amministratori che si discostano da ciò che dovrebbero essere le giuste scelte proprietarie e, nello stesso tempo, consente alle minoranze di avere voce nei confronti degli amministratori adempienti rispetto a ciò che vuole la maggioranza: vale, quindi, a garantire una migliore comunicazione tra maggioranza e minoranza (Cariello, 1992).

Nonostante ciò, la presenza del potere è inscindibilmente correlata alla forza dei diritti proprietari e quindi dei diritti di voto che vengono riconosciuti per tutelare il diritto; in questo modo, solo quando, per una proposta, si riesce ad avere un numero di consensi adeguato, il potere ha una certa influenza sulla gestione della società.

Questo da un lato è utile alle esigenze che la maggioranza ha di controllare l'operato dell'amministrazione, ma, d'altro canto, c'è il rischio che esso possa essere solo eventuale per le minoranze e, di conseguenza, anche per gli investitori istituzionali: è vero che essi hanno la possibilità di richiedere una riunione dei soci, ma riuscire ad ottenere un cambiamento di strategia o anche solo una piccola modifica nelle decisioni precedentemente intraprese dagli amministratori grazie al consenso della maggioranza è molto bassa se un gruppo di azionisti detiene il controllo, ovvero in tutte quelle circostanze in cui vi sono dei gruppi di dimensioni simili ma di ideologie opposte.

Perché questo diritto abbia un reale impatto, è necessario essere in presenza di una reale diffusione dell'azionariato e, specialmente, che vi sia la possibilità di utilizzare il voto per corrispondenza, i mezzi di raccolta e di sollecitazione delle deleghe.

4.5.2 *Evoluzione normativa italiana*

Come detto nei precedenti paragrafi, la parte di quadro normativo italiano che si occupa del tema della protezione degli investitori è più labile rispetto a quello vigente in altri paesi, causando un maggiore rischio che si creino conflitti di interessi. In questa tipologia di sistemi, infatti, risulta semplice occultarli attraverso complessi intrecci azionari, patti di sindacato non sempre dichiarati, strutture piramidali che rendono estrema la separazione tra proprietà e controllo con un aumento dei costi di agenzia nella relazione tra i gruppi che realmente sono al potere e gli altri soggetti che ne subiscono l'azione (Rossi, 2006).

Tutti questi elementi hanno portato, a partire dagli anni '90 ad una serie di mutamenti nel quadro normativo e regolamentare italiano, se pure in misura e qualità diverse:

- Il Testo unico bancario (TUB) (1993);
- La Legge sulle privatizzazioni (1994);
- Disposizioni della Consob⁵⁷ (1997);
- Il Testo Unico della Finanza (TUF) Legge Draghi (1998);
- Il Codice di Autodisciplina sulla *Corporate Governance* delle società quotate (1999 – Codice Preda - rivisto nel luglio 2002, aggiornato nel marzo del 2006, modificato nel marzo 2010, aggiornato nel dicembre 2011, luglio 2014, luglio 2015, luglio 2018);
- La disciplina della responsabilità amministrativa delle società (Dlgs 231/ 01⁵⁸);
- La Riforma del diritto societario italiano (2004);
- La Legge sulla tutela del risparmio e i suoi emendamenti (2005, 2006);
- Il nuovo accordo sul capitale di Basilea;

⁵⁷ Esso prevedeva l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione di funzioni di vigilanza generale sull'andamento della gestione.

⁵⁸ Essa prevedeva l'istituzione del segmento STAR e assegnazione di importanza giuridica e penale ai modelli di gestione, organizzazione e controllo adeguati alla prevenzione dei reati previsti nel Dlgs.

- La disciplina sugli abusi di mercato (L. 62/ 05);
- Il recepimento degli IAS/ IFRS;
- La nuova direttiva EU sulle OPA (2007);
- ISA Italia 260⁵⁹ (2015).

Questo nuovo assetto normativo che si è andato formando ha impiantato all'interno del mercato finanziario italiano delle nuove ideologie e dei nuovi strumenti che ne hanno modificato la concezione e l'importanza: il livello di protezione degli investitori, è stato aumentato, sono state rese più efficienti alcune forme societarie, è stato innalzato il grado di contendibilità della struttura proprietaria delle imprese, sono state istituite dei nuovi meccanismi interni di *Corporate Governance* ed è stato intensificato il ruolo del mercato finanziario stesso.

In tale modo, si è riusciti, quindi, ad attenuare il potere che ormai era di fatto nelle mani della maggioranza, potenziando la tutela e l'incentivo alla partecipazione alla vita societaria degli azionisti di minoranza; altro importante impatto è stato quello di aver consolidato gli organi di controllo interno e gli standard di trasparenza nei confronti del mercato, dando largo spazio all'autonomia statutaria.

Il sano funzionamento del mercato necessita che il sistema sia incentrato sul recupero di condizioni di fiducia e serenità, ponendo come base dei principi saldi e condivisi, che riescano ad indirizzare il comportamento di tutti i soggetti coinvolti, sia come ruolo attivo di operatore sia come ruolo di vigilante sull'operato degli stessi. Il tutto dovrà permettere di garantire la giusta correttezza e l'adeguata qualità del mercato e, nello stesso tempo, consentire allo stesso di crescere e svilupparsi nel modo migliore possibile.

⁵⁹ Si tratta della nuova legge sul falso in bilancio che prevedeva un'efficace flusso informativo bidirezionale tra i revisori e i responsabili delle attività di *governance*.

Per poter comprendere in maniera adeguata l'entità di innovazioni che sono state introdotte con la promulgazione di queste riforme, risulta importante analizzare nel dettaglio i contenuti dei principali testi normativi, così da individuare i primari cambiamenti che ci sono state nel mercato finanziario italiano.

4.5.2.1 La legge sulle privatizzazioni

A partire dal 1993, è iniziato un periodo di forti cambiamenti in Italia in ambito di privatizzazione che ha visto lo stato italiano dismettere oltre 137 miliardi di euro di attività, facendo posizionare l'Italia al secondo posto per entità di privatizzazioni a livello globale.

Fino ai primi mesi del 2001, infatti, sono state cedute al mercato circa 234.800 miliardi di lire di quote di aziende pubbliche; le cessioni hanno visto come protagonisti importanti aziende possedute dal Ministero del Tesoro (e.g. Seat, Ina, Imi, Telecom, Enel, Eni, Centrale, Bnl, Mediocredito), dall'Iri (e.g. Aeroporti di Roma, Cofiri, Comit, Finmeccanica, Autorstrade, Ilva, Comit, Credit, Stet), dall'Eni (e.g. Saipem, Enichem, Pignone), dall'Efim, da enti pubblici locali (e.g. Amga, Aem, Acea) e da altri enti a controllo pubblico (e.g. Istituto Bancario S. Paolo di Torino e Banca Monte dei Paschi di Siena).

Prendendo in esame gli acquirenti delle aziende privatizzate, si è trattato di soggetti sia esteri che italiani: per quanto concerne i primi, essi appartenevano sempre allo stesso settore nel quale operava l'impresa acquisita, in maniera tale da riuscire ad ingrandirsi sempre nello stesso ambito e anche da intensificare la loro presenza in Italia; quelli nazionali, invece, possono essere distinti in tre tipologie, in base al loro settore di appartenenza e all'obiettivo al quale miravano:

1. Aziende dello stesso settore dell'impresa privatizzata, che puntavano ad aumentare la propria dimensione;
2. Aziende di settori differenti, il cui obiettivo era quello di diversificarsi;

3. Investitori finanziari, che miravano alle plusvalenze che sarebbero derivate dalla successiva vendita delle aziende rilevate (Foresti, 2001).

Si decise di attuare questo piano di privatizzazioni con lo scopo di perseguire diversi obiettivi, ovvero diffondere la proprietà azionaria, creare gruppi industriali contraddistinti da una sostanziale grandezza, soprattutto nei settori strategici per l'economia italiana, ridurre il livello di indebitamento dello Stato, aiutare le aziende statali a migliorare la propria efficienza, conferire stabilità agli assetti proprietari delle imprese privatizzate.

Questo processo, però, ha portato con sé dei temi sui quali vi erano pareri contrastanti: le modalità con le quali dovevano avvenire le privatizzazioni e, in particolare, se per le società dismesse si sarebbe dovuto configurare un assetto di *public company* o di nucleo stabile.

Si può dire che si vide lo scontro di due visioni differenti sul ruolo che il processo di privatizzazione avesse dovuto avere: alcuni lo vedevano come lo strumento per riuscire a ridurre il potere dei colossi nel mercato finanziario, come Mediobanca o le famiglie storiche affermatesi nel mondo capitalistico italiano, grazie ad una più capillare diffusione dell'azionariato; altri, invece, portavano avanti l'idea che fosse necessario un maggiore controllo degli azionisti e, pertanto, che il pensiero di sostenere la *public company* fosse non attuabile.

La questione si concluse con la legge 474, emanata nel luglio 1994, con la quale vennero inclusi nel patrimonio legislativo italiano alcuni obblighi:

- Il voto di lista per la nomina del collegio sindacale e del Consiglio di Amministrazione, ponendo una soglia all'1%;
- La *golden share*⁶⁰, favorendo lo Stato;
- Un livello massimo del 5% come limite per l'entità delle azioni possedute;

⁶⁰ Il *golden share* è un insieme di poteri che lo Stato decide di preservarsi durante e a seguito di un processo di privatizzazione, quali il potere di veto su certi interventi, il potere di avere un proprio membro all'interno del *board*, il potere di opporsi a detentori di quote rilevanti all'interno della società privatizzata.

- Il voto per corrispondenza in tema di rappresentanza assembleare.

4.5.2.2 La Legge Draghi (Il testo Unico della Finanza – TUF)

Il legislatore italiano ha pensato di racchiudere all'interno di un unico testo un insieme di norme che regolassero in maniera univoca il diritto societario; tale riforma si è attuata mediante il passaggio tra due fasi: una prima, che ha visto l'adeguamento al nuovo corpus da parte delle sole società quotate; una seconda, durante la quale sono state coinvolte come protagoniste del processo anche le altre imprese del mondo italiano.

Con il TUF si è cercato di definire dei punti di partenza per un più elevato grado di apertura verso i mercati finanziari, introducendo nuove regole in materia di trasparenza e tutela (Dall'Occhio, Tamarowski, 2005).

I temi sui quali vertono le più rilevanti innovazioni introdotte sono diversi:

- Tutela degli investitori: abbassamento della quota necessaria per poter convocare l'assemblea da parte della minoranza, per la denuncia al Tribunale e per quella al Collegio sindacale; accrescimento dei quorum richiesti per deliberare in sede di assemblee straordinarie; ampliamento del diritto di recesso; estensione dell'utilizzo del voto per delega durante le assemblee (è introdotta la possibilità di raccogliere le deleghe da chi possiede una soglia minima dell'1% del capitale, comprese le banche); introduzione del voto per corrispondenza;
- Controlli interni: viene rafforzato il ruolo del Collegio sindacale in tema di *governance* dell'impresa. L'onere di controllare le scritture contabili viene assegnato alla società di revisione, lasciando al Collegio la sola verifica di legittimità in conformità all'adeguatezza dei meccanismi organizzativi e del principio di corretta amministrazione; il controllo viene potenziato, restando, però, non di merito; per

quanto concerne la nomina, i membri sono eletti mediante voto di lista e due su cinque o uno su tre rappresentano la scelta della minoranza; ha il potere di convocare sia il CdA che l'assemblea; nel caso di sospetti di illegalità di azioni di amministratori, può richiedere l'intromissione del Tribunale in merito;

- Mercato per il controllo delle società: viene disciplinato lo strumento dell'OPA⁶¹ come meccanismo per il trasferimento del controllo, definendo tre tipologie di OPA ovvero quella volontaria, quella preventiva e, infine, quella obbligatoria/ successiva. La prima consente ad un azionista di controllo di aumentare la propria partecipazione; la seconda consente invece di lanciare un'OPA per prendere il controllo della società; l'ultima si ha quando un azionista arriva a possedere più del 30% del capitale;
- Trasparenza: sono stati aumentati i livelli di trasparenza, sia nei confronti del mercato (in merito a patti parasociali, operazioni eseguite sul capitale della società quotata e delle sue partecipazioni, alle strategie per lanciare un'OPA, a ciò che è contenuto all'interno dei prospetti informativi), sia nei confronti della società stessa (dovere da parte del Consiglio di Amministrazione di informare il Collegio sindacale delle operazioni più importanti e di quelle che potrebbe comportare un conflitto di interessi, flusso di informazioni tra i vari organi della società).

4.5.2.3 Il Codice di Autodisciplina

Il Codice di autodisciplina fu elaborato in ottica di sensibilizzazione del mercato, e in particolare delle società quotate, in materia di *Corporate Governance*; difatti, al suo interno,

⁶¹ L'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) è un'operazione finanziaria con la quale un'impresa (detta società offerente) cerca di acquistare la totalità (OPA totalitaria) o solo un pacchetto azionario di un'altra società che prende il nome di società target.

sono presentate delle linee guida che, pur facendo una distinzione in base al settore o alla dimensione dell'impresa, consentono di delineare dei processi coerenti con la buona prassi aziendale e comuni a tutte le aziende, come:

- La definizione di un modello di controllo interno, intendendo uno standard di riferimento da utilizzare come benchmark per il sistema di controllo aziendale, accrescendo l'affidabilità delle imprese agli occhi degli investitori;
- L'identificazione di precise regole che disciplinino il funzionamento degli organi societari;
- La promozione di valori etici, di responsabilità dei dipendenti e concetti di *Corporate Governance*;
- L'utilizzo di modelli di *risk assessment* per valutare il grado di rischio dell'impresa, così da garantire una corretta gestione degli stessi e dei conflitti d'interesse.

Il codice consta di diversi precetti limitanti e le società devono comunicare al pubblico la loro messa a terra; esso definisce anche l'applicazione del principio dello *shareholder value*, ovvero l'obiettivo che deve essere perseguito nella gestione dell'impresa deve essere quello di massimizzare il valore per gli azionisti perché, solo in questo modo, si riusciranno ad avere degli effetti positivi anche per tutti gli altri stakeholders (Barucci, 2006).

Esso viene visto come un'evoluzione delle norme previste dalla Legge Draghi, in quanto si pone l'accento sul Consiglio di Amministrazione (tema non molto snocciolato all'interno del TUF) e sulle sue funzioni all'interno dell'azienda, con l'obiettivo di migliorare e rendere più efficiente la gestione aziendale (Dall'Occhio, Tamarowski, 2005). Quest'organo dovrebbe detenere dei poteri esclusivi in tema di azioni significative con le parti correlate e in conflitto di interessi e di piani strategici; si suggerisce l'utilizzo di procedure particolari e di giudizi da parte di soggetti esterni, il ricorso a un numero consistente di amministratori indipendenti e non

esecutivi e l'istituzione di comitati interni (i cui membri dovrebbero essere in prevalenza degli amministratori indipendenti).

Importante risulta essere il Comitato per il controllo interno al quale viene assegnato l'onere di definire un appropriato sistema di controlli interni volto al monitoraggio delle attività dell'impresa, alla garanzia dei giusti flussi informativi di carattere finanziario e alla coerenza e rispondenza con i regolamenti e le leggi vigenti. È raccomandato di far sì che i ruoli di presidente e di *chief executive officer* siano rappresentati da due soggetti differenti, in maniera tale da rendere più marcata l'imparzialità e l'equilibrio che un Consiglio di Amministrazione dovrebbe avere. È suggerito, inoltre, di definire un sistema di remunerazione per i manager che comprenda una parte dipendente dalla redditività dell'impresa, così da riallineare gli obiettivi del management con quelli della società.

Anche qui, come all'interno del TUF, viene data rilevanza al tema della tutela delle minoranze, fornendo delle linee guida circa gli strumenti da adottare durante le assemblee per garantire il pedissequo esercizio dei diritti da parte di questa tipologia di azionisti.

L'adesione al Codice di Autodisciplina è volontaria e l'impresa che decide di attuarlo, totalmente o in maniera parziale, ha il compito di stilare un documento, denominato "*Relazione sul Governo Societario*", nel quale devono essere presentate le raccomandazioni del Codice che si è deciso di applicare, inserendo il particolare delle modalità che si intendono seguire; nel caso in cui l'emittente decida di non far propri alcuni o tutti i punti del codice, all'interno di tale relazione dovrà indicare le motivazioni che l'hanno portata alla mancata applicazione degli stessi (secondo il principio del "*comply or explain*").

4.5.2.4 La legge sulla tutela del risparmio

Il 28 dicembre 2005 è stata emanata la legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, la quale ha il compito di meglio specificare i meccanismi e gli strumenti da adottare in tema di tutela del risparmio.

L'apertura al mercato da parte del sistema finanziario Italia è stata un crescendo continuo negli ultimi anni: il numero di attività finanziarie rappresentate da azioni, fondi comuni e derivati, obbligazioni private, riserve assicurative e tecniche è salita notevolmente e sono nate molte tipologie differenti di operatori e di servizi, in particolare l'intermediazione mobiliare e la gestione del risparmio.

Questi cambiamenti sono stati correttamente seguiti e normati dai Testi unici della banca e della finanza, mantenendo un certo grado di conformità anche con quelli europei e ponendo come cuore della regolamentazione la solidità del sistema e un'adeguata relazione di emittenti ed intermediari con azionisti e clienti di servizi finanziari. Ma il susseguirsi di scandali in molteplici paesi, ha spinto il legislatore italiano ad introdurre ulteriori norme e ad agire sulle Autorità di vigilanza.

Questa legge, quindi, definisce delle norme che vertono su diversi temi, quali il governo societario, la revisione contabile e la trasparenza.

In ambito di *Corporate Governance*, si sono toccati in particolare gli aspetti legati alla struttura degli organi di controllo e di amministrazione, ai diritti delle minoranze e alle conseguenze giuridiche nel caso di adesione ai codici di autodisciplina.

Si è introdotto l'obbligo della presenza di almeno un membro effettivo sia dell'organo di controllo che dell'organo amministrativo nominato dai soci di minoranza⁶²; ma, un

⁶² Nel caso dell'organo di amministrazione, l'elezione dei membri avviene mediante voto di lista, con sbarramento non superiore al 2,5%; almeno uno di essi deve essere nominato dalla lista espressione degli azionisti di minoranza.

amministratore di minoranza, nonostante ci sia l'onere in capo agli statuti di garantirne la possibilità di elezione, lo si può ritrovare solo in circa un quarto delle società quotate. Da ciò si deduce che un grande impatto delle minoranze si è potuto riscontrare solo nelle società grandi, nelle quali gli investitori istituzionali hanno giocato un ruolo fondamentale per l'elezione di un membro di minoranza: essi non sono attivi nelle società più piccole.

Viene permesso ad una minoranza qualificata di azionisti di integrare l'ordine del giorno previsto in un'assemblea; in questo modo gli investitori istituzionali hanno la possibilità di portare alla luce le loro valutazioni e le loro eventuali critiche in tema di *governance* della società. È stato altresì rafforzato il potere che le minoranze avevano relativamente alla possibilità di portare avanti azioni di responsabilità contro gli amministratori, dimezzando l'entità della partecipazione necessaria e legittimando l'organo di controllo a permettere l'azione.

Altra previsione che agevola l'attivismo e il ruolo di monitoring degli investitori istituzionale è quella secondo cui le cariche sociali debbano⁶³ essere elette mediante scrutinio segreto: in questo modo essi possono opporsi ai soci di controllo senza il timore di intaccare il rapporto fiduciario creatosi con questi da altre società finanziarie o bancarie facenti parte dello stesso gruppo.

Per quanto concerne il tema della trasparenza, vengono introdotti degli obblighi di flussi informativi tra le società italiane (quotate o con titoli diffusi) e quelle estere che risiedono in paesi in cui non vi sono regole equivalenti a quelle italiane (dette *off-shore*); in questo modo si ha la garanzia di conoscere la costituzione, le condizioni finanziarie e patrimoniali, l'effettiva struttura proprietaria, il profilo di gestione delle società italiane o dei gruppi relativi. Vengono potenziati gli oneri in capo ai dirigenti preposti alla redazione della documentazione contabile

⁶³ Il decreto 303/2006 ha eliminato l'obbligo del voto segreto per l'elezione delle cariche sociali.

tra cui anche la possibilità di condurre azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Conformemente a quanto iscritto negli emendamenti internazionali, le società quotate hanno l'obbligo di rendere pubblici i sistemi di remunerazione di collaboratori, dipendenti ed esponenti aziendali, nel caso in cui prevedano *stock option* o azioni.

A causa dei vari scandali che hanno interessato le società di revisione in numerosi paesi, hanno portato a diverse risposte normative in tema di vigilanza, rinnovo e durata dell'incarico e incompatibilità con altre operazioni condotte da altri soggetti del mondo della revisione. Alla Consob viene conferito l'obbligo di valutare in maniera preventiva la conformità delle azioni delle società di revisione, in aggiunta ai già presenti incarichi informativi, ispettivi e normativi. Per quanto riguarda il secondo punto, l'incarico stato prolungato a sei esercizi con la possibilità di essere rinnovato una sola volta, passati tre anni dal momento della cessazione. Altra disposizione rilevante, è quella che prevede che durante l'incarico né le società né i soggetti facenti parte della rete delle società di revisione esegua queste attività per la società sotto revisione o per il gruppo di cui essa fa parte.

Capitolo 5

REGRESSIONE LINEARE: RACCOLTA DATI, STIME E ANALISI DEI DATI

5.1 Obiettivo dell'analisi

Obiettivo del presente lavoro di tesi è quello di valutare l'impatto che la presenza degli investitori istituzionali ha sul livello di performance in alcune aziende quotate italiane. La necessità di trattare tale argomento, nasce dalla sempre più rilevante presenza di questi soggetti nel ventaglio dei maggiori detentori di quote delle società e, pertanto, si è ritenuta da indagare la loro influenza sulle prestazioni che l'azienda raggiunge.

Attraverso un'analisi empirica, ci si pone l'obiettivo di ricercare la presenza e, in caso di risposta affermativa, quali siano i fattori legati agli investitori istituzionali che influenzano il livello di performance di società quotate italiane.

5.2 Il dataset e raccolta dei dati

Per analizzare la relazione esistente tra investitori istituzionali e performance delle società quotate italiane, è stato utilizzato un panel.

L'orizzonte temporale di riferimento va dal 2000 al 2017; nel corso di questo periodo, però, alcune delle aziende considerate hanno deciso di uscire dal mercato e, pertanto, per alcuni dati non è stato possibile accedere ai valori.

Le società inserite nel panel sono 153, per un totale di 1891 osservazioni; di queste, 21 sono state di proprietà dello Stato per almeno un anno nel periodo di esame e 122 sono state almeno una volta imprese familiari.

Nella seguente Tabella (**Tabella 1 – Campione Società**), è riportato l’elenco delle Società inserite nel panel, con relativo numero d’azienda.

Tabella 5-1 Campione Società

Nfirm	NOME AZIENDA
1	AMPLIFON (CONSOLIDATO)
2	ASTALDI (CONSOLIDATO)
3	BASICNET (CONSOLIDATO)
4	BEGHELLI (CONSOLIDATO)
5	BENETTON GROUP (CONSOLIDATO)
6	BIESSE (CONSOLIDATO)
7	BOERO BARTOLOMEO (CONSOLIDATO)
8	BONIFICHE FERRARESI
9	BREMBO - FRENI BREMBO (GRUPPO BREMBO)
10	BULGARI (CONSOLIDATO)
11	BUZZI UNICEM (CONSOLIDATO)
12	CALTAGIRONE EDITORE (CONSOLIDATO)
13	CARRARO (CONSOLIDATO)
14	CEMBRE (CONSOLIDATO)
15	CEMENTIR (CONSOLIDATO)
16	CENTRALE DEL LATTE DI TORINO & C. (CONSOLIDATO)
17	CREMONINI (CONSOLIDATO)
18	CSP INTERNATIONAL INDUSTRIA CALZE (CONSOLIDATO)
19	DANIELI & C. - OFFICINE MECCANICHE (CONSOLIDATO)
20	DAVIDE CAMPARI-MILANO
21	DE LONGHI (CONSOLIDATO)

Nfirm	NOME AZIENDA
22	DUCATI MOTOR HOLDING (CONSOLIDATO)
23	EL.EN. (CONSOLIDATO)
24	EMAK (GRUPPO EMAK)
25	FIAT GROUP
26	FIDIA
27	FIDIA CONSOLIDATO
28	FILATURA DI POLLONE
29	FINMECCANICA (CONSOLIDATO) - LEONARDO
30	GEFRAN (CONSOLIDATO)
31	GEOX (CONSOLIDATO)
32	GEWISS (GRUPPO GEWISS)
33	GIOVANNI CRESPI (CONSOLIDATO)
34	GRANITIFIANDRE (CONSOLIDATO)
35	GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI (GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI)
36	IMA - INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATICHE (GRUPPO IMA)
37	IMPREGILO (CONSOLIDATO)
38	INDUSTRIE PININFARINA (CONSOLIDATO)
39	INTERPUMP GROUP (GRUPPO INTERPUMP GROUP)
40	IRCE - INDUSTRIA ROMAGNOLA CONDUTTORI ELETTRICI (GRUPPO IRCE)
41	ISAGRO (CONSOLIDATO)

Nfirm	NOME AZIENDA
42	ITALCEMENTI (CONSOLIDATO)
43	ITTIERRE (GRUPPO IT HOLDING)
44	LA DORIA (GRUPPO LA DORIA)
45	LAVORWASH (CONSOLIDATO)
46	MARCOLIN (CONSOLIDATO)
47	MARIELLA BURANI FASHION GROUP (CONSOLIDATO)
48	MARZOTTO - MANIFATTURA LANE MARZOTTO (CONSOLIDATO)
49	MERLONI ELETTRODOMESTICI CONSOLIDATO (INDESIT COMPANY)
50	MIRATO (GRUPPO MIRATO)
51	MONTEFIBRE (CONSOLIDATO)
52	NEGRI BOSSI (CONSOLIDATO)
53	OLIDATA
54	PANARIA GROUP INDUSTRIE CERAMICHE (CONSOLIDATO)
55	PERMASTEELISA (CONSOLIDATO)
56	PIRELLI & C. (CONSOLIDATO)
57	POLIGRAFICA S. FAUSTINO
58	PRIMA INDUSTRIE (CONSOLIDATO)
59	RATTI (GRUPPO RATTI)
60	RECORDATI - INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA (GRUPPO RECORDATI)
61	RENO DE MEDICI (CONSOLIDATO)
62	RICHARD GINORI
63	RONCADIN (CONSOLIDATO)
64	RONCADIN (CONSOLIDATO)-ORA ARENA GROUP
65	SABAF (CONSOLIDATO)
66	SADI-SERVIZI INDUSTRIALI
67	SADI-SERVIZI INDUSTRIALI-->AMBIENTHESIS
68	SAES GETTERS (CONSOLIDATO)
69	SAIPEM (CONSOLIDATO)

Nfirm	NOME AZIENDA
70	SNIA (CONSOLIDATO)
71	SOCOTHERM (CONSOLIDATO)
72	SOGEFI (CONSOLIDATO)
73	SOL (GRUPPO SOL)
74	SORIN (CONSOLIDATO)
75	STEFANEL (CONSOLIDATO)
76	TOD'S (CONSOLIDATO)
77	TREVI FINANZIARIA INDUSTRIALE - TREVI GROUP (CONSOLIDATO)
78	TREVISAN COMETAL (CONSOLIDATO)
79	VINCENZO ZUCCHI (CONSOLIDATO)
80	ACEA
81	ACEGAS - APS
82	ACQUE POTABILI
83	ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA
84	ACSM - AGAM
85	ACTELIOS
86	ACTELIOS ---> FALCK RENEWABLES
87	AEM - AMSA - ASM (CONSOLIDATO AEM)
88	AEM - AMSA - ASM (CONSOLIDATO AEM)-->A2A
89	AEROPORTO DI FIRENZE
90	SAVE - AEROPORTO DI VENEZIA MARCO POLO
91	AEROPORTI DI ROMA (GRUPPO GEMINA)
92	AMGA
93	ASCOPIAVE
94	ASTM - Autostrada Torino Milano S.p.A. (Gruppo AURELIA)
95	ATLANTIA ex AUTOSTRADE (Gruppo RAGIONE DI GILBERTO BENETTON E C.)
96	GRUPPO EDISON
97	ENEL
98	ENI
99	ERG

Nfirm	NOME AZIENDA
100	EUTELIA
101	FASTWEB
102	GAS PLUS
103	GRUPPO HERA
104	GRUPPO IRIDE
105	GRUPPO IRIDE---->IREN
106	MEDITERRANEA ACQUE (ex ACQUEDOTTO NICOLAY)
107	RETELIT (ex Gruppo ePlanet S.p.A.)
108	SIAS (Gruppo AURELIA)
109	SNAM RETE GAS (Gruppo ENI)
110	TELECOM ITALIA
111	TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE
112	TISCALI
113	CLASS EDITORI
114	CAIRO COMMUNICATION
115	LUXOTTICA GROUP
116	DATALOGIC
117	LOTTOMATICA
118	LOTTOMATICA--->GTECH
119	SAFILO GROUP
120	PIAGGIO
121	POLTRONA FRAU
122	AEFFE
123	ANSALDO STS (Gruppo FINMECCANICA)
124	BIALETTI INDUSTRIE (Gruppo BIALETTI HOLDING)
125	BOLZONI(CONSOLIDATO)
126	DAMIANI - CASA DAMIANI
127	DIASORIN
128	ELICA
129	GRUPPO COIN
130	IL SOLE 24 ORE
131	LANDI RENZO

Nfirm	NOME AZIENDA
132	MAIRE TECNIMONT
133	NICE
134	PRYSMIAN
135	SARAS
136	ZIGNAGO VETRO (Gruppo ZIGNAGO HOLDING)
137	AUTOSTRADIE MERIDIONALI (Gruppo ATLANTIA)
138	BIANCAMANO
139	CALEFFI
140	FNM
141	PIQUADRO
142	RCF GROUP
143	SERVIZI ITALIA (Gruppo COOPSERVICE)
144	VALSOIA
145	YOOX
146	TSEMEC
147	SALVATORE FERRAGAMO
148	BRUNELLO CUCINELLI
149	DELCLIMA
150	MOLESKINE
151	MONCLER
152	SESA
153	FILA - FABBRICA ITALIANA LAPIS ED AFFINI

La raccolta dei dati per costruire il database è stata fatta da varie fonti; in particolare è stato utilizzato il sito della Consob⁶⁴ per poter accedere alla lista degli azionisti di ciascuna società, in modo tale da poter valutare la presenza di investitori istituzionali tra il ventaglio di detentori di azioni delle aziende e l'entità delle loro partecipazioni.

Per rappresentare gli investitori istituzionali, si è deciso di utilizzare due tipologie di variabili:

- Una variabile dummy, chiamata “*instinv*”, pari a 1 nel caso di presenza di almeno un investitore istituzionale tra i detentori di azioni dell'azienda in esame;
- Una variabile, chiamata “*instshare*”, indicante il valore della quota totale detenuta dagli investitori istituzionali nell'azienda in esame.

Per individuare quali fossero gli investitori istituzionali da considerare nell'analisi, ci si è avvalsi della lista di tipologie di investitori istituzionali elencate nel presente elaborato e, come ulteriore driver di scelta, si è considerata la tipologia di azione del dichiarante. In particolare, sono stati inseriti nell'analisi coloro che possedevano azioni che sul sito della Consob erano registrate come:

- Gestione discrezionale del risparmio;
- Gestione non discrezionale del risparmio;
- Fondi.

È stato quindi elaborato un Documento, presente tra gli Allegati (*Allegato A*), nel quale sono indicate le due variabili precedentemente presentate e il dettaglio relativo al nome degli investitori istituzionali presenti. Nella Tabella successiva (**Tabella 5-2 Estratto Raccolta Dati**

⁶⁴ Si tratta della Commissione nazionale per le società e la Borsa (CONSOB), autorità amministrativa indipendente. Essa è dotata di una personalità giuridica autonoma e le sue attività sono orientate a tutelare gli investitori, a garantire efficienza, trasparenza e sviluppo del mercato mobiliare italiano.

Investitori Istituzionali) è presente un estratto della raccolta, nella quale è possibile vedere tali dati.

All'interno del dataset, però, vi sono dei dati rappresentanti la quota degli investitori istituzionali che non è stato possibile reperire a causa di motivazioni differenti, quali l'inaccessibilità sul sito della Consob alle pagine o agli anni relativi, oppure la cancellazione di alcune società da suddetto sito a seguito della loro uscita dal mercato.

Table 5-2 Estratto Raccolta Dati Investitori Istituzionali

Nfirm	Nome Azienda	Anno	instinv	instshare	Nome Investitore Istituzionale
1	AMPLIFON (CONSOLIDATO)	2001	1	2.37%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LTD
		2002	1	7.37%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LTD; - SOCIETE' GENERALE ASSET MANAGEMENT UK LIMITED; - FIDELITY INVESTMENTS.
		2003	1	2.08%	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED
		2004	1	9.79%	- FIDELITY INVESTMENTS; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED.
		2005	1	9.24%	- CYCLADIC CAPITAL MANAGEMENT LTD; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - M&G INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2006	1	2.01%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2007	1	8.22%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - ALLIANZ SE - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2008	1	8.77%	- BAILLIE GIFFORS & CO; - ALLIANZ SE; - HAL HOLDING NV; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2009	1	7.18%	- HAL INTERNATIONAL INVESTMENTS NV; - ALLIANZ GLOBAL INVESTORS KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2010	1	10.08%	- Tamburi Investment Partners; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - BLACKROCK INC; - ALLIANZ GLOBAL INVESTORS KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH.
		2011	1	11.09%	- NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - FMR LLC; - Tamburi Investment Partners; - ALLIANZ GLOBAL INVESTORS KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH.
		2012	1	9.02%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners.
		2013	1	11.17%	- FIL LIMITED; - FMR LLC; - Tamburi Investment Partners.
		2014	1	9.16%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners.
		2015	1	9.16%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners.
		2016	1	8.94%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners.

5.3 I modelli di stima e le variabili considerate

Nella letteratura odierna sono presenti risultati di studi condotti che analizzano se la presenza degli investitori istituzionali tra i proprietari di una società abbia un qualche impatto su quest'ultima.

In particolare, ad esempio, molti hanno esaminato la possibile relazione che lega le performance di un'impresa con la partecipazione degli investitori istituzionali tra i detentori di quote, ma, alcune volte, si sono avuti dei risultati contrastanti.

Brickley et al. (1988), esaminando un campione di 201 aziende statunitensi con 308 emendamenti anti-takeover nel 1984, scoprirono che vi è una differenza significativa tra istituzioni insensibili alla pressione e istituzioni sensibili, in termini di voto a favore o contro gli emendamenti anti-takeover. I loro risultati suggeriscono che le istituzioni insensibili alla pressione hanno maggiori probabilità di monitorare attivamente il management e di opporsi alla gestione rispetto a quante ne hanno le istituzioni che invece sono sensibili alla pressione.

Anche Cornett, Marcus, Saunders e Teheran (2007) hanno posto la loro attenzione sull'aspetto della sensibilità alla pressione ma indagando gli effetti della proprietà istituzionale sulle prestazioni operative aziendali negli Stati Uniti dal 1993 al 2000; essi hanno scoperto che solo gli investitori istituzionali insensibili alla pressione (ad esempio i fondi comuni di investimento) hanno un impatto positivo sulle prestazioni dell'impresa.

Ferreira e Matos (2008) hanno condotto uno studio a livello internazionale su 27 paesi nel periodo 2000-2005, analizzando il ruolo della proprietà istituzionale; i loro risultati hanno portato alla conclusione che istituzioni straniere e indipendenti (insensibili) migliorano il valore dell'impresa (misurato dalla Q di Tobin) e le prestazioni operative (misurate con il ROA e con margine di profitto netto), mentre i coefficienti applicabili per le istituzioni (sensibili) nazionali e non indipendenti sono insignificanti o negativi.

Elyasiani e Jia nel 2010 hanno indagato l'associazione tra le prestazioni delle aziende e il livello e la stabilità della proprietà istituzionale all'interno, utilizzando un modello di equazione simultanea, adoperando come variabili indicative della stabilità la persistenza della proprietà e la durata dei periodi durante i quali gli investitori detenevano azioni diverse da zero o mantenevano la loro partecipazione azionaria. Essi, considerando come campione tutte le imprese con i dati completi provenienti dal Centro di ricerca sui prezzi azionari (CRSP) presso l'Università di Chicago e i database Thomson Financial, Compustat e ExecuComp nel periodo 1992-2004, hanno scoperto che vi è una relazione positiva tra le performance dell'impresa e la stabilità della proprietà istituzionale, tenendo conto della proporzione della partecipazione azionaria. Questo legame risulta essere robusto grazie all'utilizzo di misure di turnover della proprietà utilizzate in letteratura e appare coerente con l'opinione secondo cui gli investitori istituzionali stabili svolgano un ruolo efficace nel monitoraggio di una società.

Se poi, anche qui, andassimo a distinguere gli investitori istituzionali tra chi è sensibile alla pressione e chi invece non lo è, i due studiosi hanno notato che, in base all'appartenenza a una o all'altra categoria, si ha un effetto positivo di entità diversa sulle prestazioni d'impresa: i primi presentano, infatti, una correlazione minore. Questo è dovuto in parte ad una maggiore asimmetria informativa e ad una minore compensazione basata sugli incentivi.

Ciò su cui loro si sono soffermati è che per poter studiare il ruolo degli investitori istituzionali all'interno di un'azienda è importante considerare congiuntamente sia la quota azionaria che la sua stabilità, in maniera tale da catturare gli incentivi di monitoraggio e, nello stesso tempo, controllare l'efficacia di questi investitori. La rilevanza dell'elemento della stabilità è dovuta al fatto che gli investitori istituzionali che detengono il titolo per un periodo di tempo maggiore, hanno più opportunità di conoscere l'azienda e anche maggiori incentivi per monitorarla al meglio.

Un simile risultato è stato ottenuto da uno studio condotto su un panel di società quotate cinesi dal 2004 al 2014 (Yongjia Rebecca Lin, Xiaoqing Maggie Fu, 2017); dato che negli ultimi decenni, gli investitori istituzionali hanno avuto un ruolo sempre più importante nei mercati azionari di questo paese, in seguito ad una serie di riforme di liberalizzazione del mercato, questi autori hanno deciso di analizzare gli effetti della proprietà istituzionale sulle performance di tali aziende, utilizzando un modello di equazioni simultanee.

I risultati suggeriscono che la proprietà istituzionale influisce positivamente sulle prestazioni aziendali tuttavia, non tutti gli investitori istituzionali assumono un comportamento di monitoraggio attivo e si riflettono positivamente sulle performance. Anche qui, come nello studio precedentemente citato⁶⁵, la sensibilità di un investitore istituzionale, gioca un ruolo importante: gli azionisti insensibili alla pressione, estranei e di grandi dimensioni hanno effetti positivi maggiori sulle performance aziendali rispetto agli azionisti istituzionali sensibili alla pressione, nazionali e di piccole dimensioni.

Restando in Oriente, un altro studio è stato compiuto su un panel di società in Giappone, a cura di Mitsuru Mizuno nel 2010: a partire dai primi anni di quel decennio, gli investitori istituzionali hanno iniziato ad avere un ruolo sempre più attivo nella *Corporate Governance* giapponese, al fine di riuscire a conseguire un più alto valore aziendale di lungo termine. L'autore ha esaminato il rapporto tra le partecipazioni degli investitori istituzionali e le performance aziendali, riscontrando che non vi è una differenza statisticamente significativa tra i due elementi, anche se viene indicata una limitazione di questa analisi ovvero che la dimensione del campione di società con tre comitati non è sufficiente per confrontarsi con le società nell'ambito dei sistemi di controllo societario.

⁶⁵ Elyasiani E., Jia J., *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*, Journal of Banking & Finance, 2010

Un articolo del Canadian Journal of Administrative Sciences riporta uno studio fatto da Scott Fung nel 2012, nel quale si indaga il ruolo degli investitori istituzionali nelle performance aziendali; esaminando come mezzo d'influenza le loro decisioni di investimento, egli notò che l'effetto di interazione tra proprietà istituzionale e spese in conto capitale è significativamente correlato alle prestazioni dell'impresa. In particolare, è stato dimostrato che i consulenti per gli investimenti rappresentano la tipologia che meglio permette un aumento del livello di performance.

Ulteriori studi, precedentemente condotti, suggeriscono che un efficiente controllo del management da parte degli investitori istituzionali può migliorare le performance aziendali, grazie alla riduzione dei costi di agenzia alla quale portano (Admati, Pfleiderer, Zechner, 1994; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1986). Ci sono altri (Kahn, Winton, 1998; Noe, 2002) che sostengono che un comportamento plausibile di un investitore istituzionale sarebbe, invece, quello di trarre beneficio dalle asimmetrie informative vigenti ed evitare i costi legati all'attivismo.

A valle, quindi, di questi studi già condotti, dopo aver raccolto i dati relativi agli investitori istituzionali ed averli integrati con il dataset esistente, si è passati ad un'analisi statistica.

Per il modello di stima utilizzato, si precisa che ci si è serviti di una regressione lineare con regressori multipli, adoperando il metodo dei Minimi Quadrati Ordinari (OLS).

Dato che, solitamente, i casi in cui sono presenti degli errori standard omoschedastici⁶⁶ all'interno delle teorie dell'economia sono limitati, nelle stime effettuate sono stati utilizzati gli errori standard robusti all'eteroschedasticità.

⁶⁶ Secondo la prima assunzione nei minimi quadrati, la distribuzione condizionata di u_i data X_i deve avere media nulla. Se anche la varianza di tale distribuzione condizionata è nulla (ovvero non dipende da X) gli errori si dicono omoschedastici; in caso contrario, essi verranno definiti eteroschedastici. Nel caso in cui gli errori standard classici e quelli robusti all'eteroschedasticità siano simili, la stima non verrà distorta dall'utilizzo di quelli robusti; se invece differiscono, bisognerà utilizzare quelli che considerano l'eteroschedasticità, in quanto sarebbero l'unica tipologia in grado di fornire delle stime affidabili e non distorte. Per tale ragione, nelle regressioni, generalmente, si predilige l'utilizzo degli errori standard robusti all'eteroschedasticità.

Il modello, sviluppato tramite il software Stata, ha l'obiettivo di verificare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la presenza (o la quota) degli investitori istituzionali e alcune misure prescelte di performance aziendali; in particolare, come indicatori di performance sono state utilizzate due macro tipologie di misure:

- *Misura di mercato*
- *Misura finanziaria.*

Per la prima categoria, si è deciso di utilizzare *Market-to-Book*; per la sua definizione vi sono due possibili formule:

$$\text{Market to Book} = \frac{\text{Total Asset} - \text{Equity} + \text{mktcap}}{\text{Total Asset}}$$

$$\text{Market to Book} = \frac{\text{mktcap}}{\text{Equity}}$$

Nell'analisi condotta ci si è avvalsi della prima.

Come misura finanziaria si è, invece, deciso di utilizzare il *ROA (Return on Asset)* utilizzando la seguente formula:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

Dove

$$\text{EBIT} = \text{valadd} - \text{labcost} - \text{depr}$$

Nel modello stimato, inoltre, al fine di evitare eventuali distorsioni da variabili omesse, sono stati inseriti alcuni fattori che si ipotizzano essere in qualche modo legati alle variabili dipendenti. Si tratta delle cosiddette variabili di controllo.

Gli aspetti della società che sono stati presi in considerazione sono stati:

- Dimensione dell'azienda;
- Struttura proprietaria;
- Presenza di un CEO appartenente alla famiglia controllante;

- Quota di dividendi;
- Leverage.

Per la dimensione dell'azienda, si è scelta una variabile logaritmica indicante le vendite reali di ciascuna società ($\log(\text{real_sales})$); per attualizzare il valore delle vendite, sono stati raccolti dal sito dell'ISTAT gli indici nazionali dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, considerando quelli in base 2015 (*Allegato B*).

Per la struttura proprietaria si è deciso di considerare due variabili dummy (*family* e *famceo*) che indicano, rispettivamente, la presenza di una famiglia come maggiore controllante della società e la presenza di un CEO appartenente alla famiglia controllante e una variabile continua (*controllingshare*) per valorizzare la quota di controllo e indice della dispersione delle azioni della società.

Per la quota di dividendi è stata utilizzata la variabile *dividend*, presente nel dataset fornito, mentre, per quanto concerne il leverage, la formula utilizzata è stata quella che vede il rapporto tra i debiti totali contratti dall'azienda (sia quelli finanziari di lungo e breve periodo che quelli non finanziari) e il totale degli asset posseduti; in particolare:

$$\text{leverage} = \frac{\text{debtml} + \text{debtst} + \text{tradedebt}}{\text{totasset}}$$

Altre variabili che sono state utilizzate sono state la variabile dummy *star*, pari a 1 nel caso di appartenenza dell'impresa al settore del Mercato MTA di Borsa Italiana, e le variabili temporali, anch'esse di tipo dicotomico 1/0, indicanti l'appartenenza di un dato ad una certa annata e riassunte nell'unica variabile *i.year*.

Una ulteriore analisi che si è voluto condurre è stata quella che ha indagato l'impatto degli investitori istituzionali (sia in termini di presenza che in termini di quota di partecipazione) sui dividendi, in particolare sul rapporto tra quota di dividendi (*dividend*) e vendite (*sales*), riassunto nella variabile *dividend_sales*. All'interno di queste regressioni la variabile *dividend* non è stata inclusa nel modello come variabile di controllo.

La verifica econometrica è stata condotta utilizzando il seguente modello:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 S_t + \beta_3 C_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{con } i = 1, \dots, 153; t = 2000, \dots, 2017$$

Dove i pedici i e t indicano rispettivamente la società i -esima e l'anno t .

La variabile dipendente Y rappresenta l'indicatore di *performance* o il rapporto dividendi/vendite della singola società considerata, nel nostro caso *mtb*, *roa* o *dividend_sales*.

Tra le variabili indipendenti, invece, X rappresenta la variabile rappresentativa degli investitori istituzionali e, pertanto, o la variabile dummy *instinv* o quella continua *instshare*.

Il regressore S , misura gli effetti temporali, vale a dire le dummy corrispondenti ai periodi considerati nella verifica empirica (gli anni dal 2000 al 2017) e nell'inserire le variabili binarie nella regressione, si è tenuto conto degli eventuali problemi di collinearità perfetta (la cosiddetta "trappola delle dummy").

Il regressore C rappresenta l'insieme delle variabili di controllo presentate nel precedente paragrafo e capaci di spiegare il modello. In ultimo, il termine ε indica il generico termine di errore che bisogna sempre considerare nell'ambito di un modello di stima.

5.4 Risultati della regressione

Come detto nel paragrafo precedente, le variabili dipendenti analizzate sono state tre e, per ciascuna, sono stati condotti tre gruppi di regressioni con i quali si è voluto indagare se fosse o meno significativo il rapporto con la presenza degli investitori istituzionali o con la loro quota di partecipazione, sia nel caso del dataset completo, sia nel caso delle sole società nelle quali vi era un investitore istituzionale.

Di seguito il particolare dei risultati ottenuti per ciascuna variabile e per ciascun gruppo di regressioni, con le relative tabelle di regressione⁶⁷.

5.4.1 Variabile *mtb*

Come prima tipologia di misura, per studiare la performance delle società del dataset considerato, si è deciso di utilizzare la misura di mercato, adoperando come indice l'*mtb*, indicativo del valore sul mercato che l'impresa ha.

Nel primo gruppo di regressioni, come precedentemente esposto, la variabile indipendente introdotta è stata la dummy *instinv* con la quale veniva indicata la presenza degli investitori istituzionali all'interno del portafoglio azionario di una società (**Tabella 5-3 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instinv$**).

Come risulta evidente, introducendo la variabile di controllo *famceo* inerente alla presenza di un CEO facente parte della famiglia controllante, si rileva una relazione significativa e positiva. Una possibile interpretazione che può essere avanzata è quella secondo cui la sola presenza di un investitore istituzionale tolga il sospetto che ci possa essere una qualche forma di espropriazione da parte dei dirigenti, in quanto si potrebbe pensare che essi si appropriino dei cosiddetti "*benefits of control*". Questa situazione, pertanto, porterebbe ad un aumento dell'*mtb*.

È possibile vedere come l'inserimento della variabile relativa ai dividendi (*dividend*) (Cfr. regressione 3) e il suo relativo termine di interazione con la variabile indipendente (*instinv_dividend*) (Cfr. regressione 4) comporti un aumento del coefficiente di *instinv*, nonostante il termine di interazione abbia segno negativo; quest'ultima evidenza potrebbe essere spiegata

⁶⁷ Per una più agevole lettura, sono state omesse le variabili relative agli anni.

dicendo che, nel caso di dividendi alti, la presenza degli investitori istituzionali è quasi “superflua” come garanzia agli occhi degli altri azionisti.

Anche nel momento in cui si introduce la variabile di interazione tra la nostra x e la variabile relativa alla quota di controllo (*instinv_controllingshare*) l'effetto positivo della presenza degli investitori istituzionali sull'*mtb* è attenuato, in quanto tale termine di interazione presenta un coefficiente negativo. Per spiegare questa relazione potrebbe esserci d'aiuto la *Corporate Governance*: alla riduzione della quota di controllo, corrisponde una maggiore separazione tra proprietà e controllo in quanto si parlerà di società con un azionariato più diffuso. In queste società, si considererà come sempre più importante la sola presenza di un investitore istituzionale tra i detentori di partecipazioni in quanto loro, grazie alle loro azioni di monitoring, riescono a ridurre la discrezionalità dei manager e a dare una maggiore garanzia agli occhi del mercato per una corretta conduzione degli affari societari.

Altra evidenza è quella che nelle aziende private e non familiari (*Cfr. regressione 8*) il coefficiente di *instinv* risulta essere molto più alto rispetto a quello delle altre tipologie di azienda: in queste, infatti, la presenza di un investitore istituzionale funge da sostituto delle famiglie per il monitoring dell'operato dei manager e, pertanto, permette un aumento del valore di mercato delle società.

Tabella 5-3 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instinv$

	(1) mtb	(2) mtb	(3) mtb	(4) mtb	(5) mtb	(6) mtb	(7) mtb	(8) mtb
instinv	0.208 (0.132)	0.239 (0.227)	0.211 (0.131)	0.246* (0.101)	0.223 (0.232)	0.204 (0.133)	0.196* (0.0930)	0.254* (0.122)
lsales	-0.171* (0.0695)	-0.171* (0.0701)	-0.171* (0.0707)	-0.175* (0.0680)	-0.167* (0.0664)	-0.138 (0.0712)	-0.132 (0.117)	-0.155** (0.0537)
famceo	0.0357 (0.0494)	0.0560 (0.0965)	0.0242 (0.0458)	0.0276 (0.0439)	0.0247 (0.0447)			
leverage	0.390 (0.229)	0.392 (0.231)	0.389 (0.231)	0.404 (0.222)	0.393 (0.231)	0.359 (0.239)	0.137 (0.268)	0.670** (0.222)
controllingshare	-0.00118 (0.00201)	-0.00107 (0.00219)	-0.00467 (0.00298)	-0.00460 (0.00296)	-0.00480 (0.00396)	-0.00260 (0.00268)	0.000714 (0.00352)	0.0000865 (0.00455)
star	0.133 (0.102)	0.131 (0.102)	0.145 (0.0938)	0.146 (0.0942)	0.142 (0.0943)	0.0991 (0.0881)	0.160* (0.0791)	0.0400 (0.0759)
instinv_famceo		-0.0539 (0.182)						
family			0.245* (0.112)	0.252* (0.114)	0.244* (0.112)	0.208 (0.127)		
dividend			0.00000016 (8.45e-08)	0.00000200 (0.00000249)			0.00000296 (0.00000330)	0.00000444 (0.00000302)
instinv_dividend				-0.00000183 (0.00000251)			0.000000629 (0.00000442)	-0.00000425 (0.00000298)
instinv_controlli ngshare					-0.000199 (0.00556)			
_cons	2.950*** (0.556)	2.927*** (0.544)	2.958*** (0.564)	2.940*** (0.570)	2.937*** (0.608)	2.537*** (0.499)	2.523** (0.857)	2.357*** (0.457)
<i>N</i>	1679	1679	1679	1679	1679	1482	1069	413
<i>N firms</i>	153	153	153	153	153	133	106	48
<i>R</i> ²	0.131	0.131	0.137	0.138	0.135	0.117	0.134	0.237

Standard errors in parentheses

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Il secondo gruppo di regressioni (**Tabella 5-4 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$**) vede come variabile indipendente la quota degli investitori istituzionali, indicata con la variabile *instshare*.

Per tale variabile si è indagata la correlazione sia lineare che quadratica (adoperando la variabile *instshare2*) ma, in entrambi i casi, non si è giunti ad una correlazione significativa tra la quota detenuta dagli investitori istituzionali e l'*mtb*.

Tabella 5-4 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$

	(1) mtb	(2) mtb	(3) mtb	(4) mtb	(5) mtb	(6) mtb
instshare	-0.0000274 (0.0000125)	0.000678 (0.00226)	0.000832 (0.00207)	-0.00155 (0.00153)	0.000318 (0.00286)	0.0000566 (0.0000704)
lsales	-0.157* (0.0664)	-0.158* (0.0666)	-0.154* (0.0646)	-0.151* (0.0656)	-0.157* (0.0662)	-0.159* (0.0671)
family	0.237* (0.113)	0.240* (0.112)	0.253* (0.123)	0.231* (0.114)	0.236* (0.113)	0.235* (0.113)
famceo	0.0165 (0.0443)	0.0175 (0.0453)			0.0166 (0.0442)	
leverage	0.355 (0.231)	0.358 (0.230)	0.365 (0.228)	0.350 (0.232)	0.355 (0.231)	0.353 (0.229)
controllingshare	-0.00484 (0.00299)	-0.00484 (0.00300)	-0.00504 (0.00297)	-0.00519 (0.00302)	-0.00472 (0.00323)	-0.00475 (0.00297)
dividend	0.000000163 (8.58e-08)	0.000000163 (8.61e-08)			0.000000163 (8.72e-08)	0.000000439 (0.000000400)
star	0.146 (0.0952)	0.146 (0.0953)	0.144 (0.0932)	0.141 (0.0943)	0.146 (0.0953)	0.146 (0.0947)
instshare2		-0.000000129 (0.000000425)				
instshare_family			-0.000836 (0.00207)			
instshare_controllingshare					-0.00000566 (0.0000505)	
instshare_dividend						-5.62e-09 (6.55e-09)
_cons	2.996*** (0.585)	2.990*** (0.586)	2.978*** (0.581)	3.019*** (0.589)	2.993*** (0.585)	3.020*** (0.590)
N	1679	1679	1680	1679	1679	1680
N firms	153	153	153	153	153	153
R ²	0.129	0.129	0.127	0.128	0.129	0.130

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Per poter meglio studiare se vi fosse o meno una correlazione, si è deciso, nel terzo gruppo di regressioni, di analizzare un sub-set di aziende, considerando le sole aziende nelle quali è presente almeno un investitore istituzionale tra i detentori di azioni, adoperando il comando di Stata “*if instinv==1*”, con il quale il software ha elaborato solo i dati precedentemente indicati (**Tabella 5-4 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv=1$**).

Anche in questo caso, però, le analisi non hanno portato ad alcun risultato significativo.

Tabella 5-5 Risultati Regressione con $y=mtb$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$

	(1) mtb	(2) mtb	(3) mtb	(4) mtb	(5) mtb	(6) mtb
instshare	-0.0000138 (0.0000181)	-0.00168 (0.00216)	-0.000548 (0.00210)	-0.00218 (0.00181)	-0.00239 (0.00389)	0.0000191 (0.0000513)
lsales	-0.220* (0.0948)	-0.220* (0.0947)	-0.212* (0.0938)	-0.220* (0.0945)	-0.217* (0.0950)	-0.221* (0.0959)
family	0.181 (0.129)	0.169 (0.122)	0.155 (0.121)		0.184 (0.131)	0.176 (0.128)
famceo	0.0892 (0.0672)	0.0857 (0.0686)		0.0266 (0.103)	0.0919 (0.0686)	
leverage	0.529* (0.260)	0.517* (0.257)	0.532* (0.251)	0.515* (0.252)	0.520* (0.260)	0.528* (0.257)
controllingshare	-0.00520 (0.00446)	-0.00522 (0.00449)	-0.00518 (0.00436)	-0.00299 (0.00310)	-0.00664 (0.00562)	-0.00499 (0.00440)
dividend	0.000000124 (7.57e-08)	0.000000124 (7.45e-08)			0.000000128 (7.58e-08)	0.000000222 (0.000000270)
star	0.234 (0.137)	0.233 (0.136)	0.226 (0.133)	0.215 (0.130)	0.234 (0.137)	0.233 (0.135)
instshare2		0.000000316 (0.000000407)				
instshare_controllingshare					0.0000423 (0.0000687)	
instshare_dividend						-1.91e-09 (4.62e-09)
_cons	3.589*** (0.926)	3.657*** (0.968)	3.586*** (0.945)	3.675*** (0.965)	3.646*** (0.929)	3.625*** (0.934)
N	1045	1045	1046	1045	1045	1046
Nfirm	107	107	107	107	107	107
R ²	0.155	0.156	0.153	0.153	0.155	0.154

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

5.4.2 Variabile *roa*

Come presentato nel paragrafo precedente, la performance delle società del dataset è stata indagata anche mediante l'utilizzo di una misura di tipo finanziario, in particolare, si è deciso di calcolare il ROA e di studiare la sua relazione con le variabili indipendenti considerate. L'ordine delle regressioni effettuate è stato lo stesso adoperato per la variabile dipendente precedentemente analizzata.

Nel primo gruppo di regressioni (**Tabella 5-6 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instsinv$**) ciò che si è studiato è stata la possibile correlazione tra il *roa* e la presenza di investitori istituzionali (*instinv*).

Le analisi, però, hanno mostrato che non vi è alcuna correlazione significativa tra le due grandezze, dato che la statistica *t* è risultata sempre troppo bassa e il *p-value* sempre troppo elevato per poter accettare l'ipotesi.

Tabella 5-6 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instsinv$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	roa	roa	roa	roa	roa	roa	roa	roa	roa
instinv	0.00103 (0.00912)	-0.0140 (0.0226)	0.000672 (0.00906)	0.00112 (0.0103)	0.00196 (0.00909)	0.0107 (0.0103)	0.000847 (0.00909)	0.000499 (0.00916)	-0.0315 (0.0365)
lsales	0.0263** (0.00948)	0.0272** (0.00928)	0.0264** (0.00939)	0.0264** (0.00941)	0.0248** (0.00927)	0.0240** (0.00916)	0.0265** (0.00941)	0.0263** (0.00943)	0.0273** (0.00947)
family	0.0128 (0.0116)	0.00177 (0.0156)			0.0134 (0.0117)	0.0152 (0.0116)	0.0135 (0.0115)	0.00793 (0.0131)	0.0139 (0.0116)
leverage	-0.132*** (0.0323)	-0.134*** (0.0316)	-0.133*** (0.0327)	-0.133*** (0.0330)	-0.133*** (0.0324)	-0.128*** (0.0323)	-0.133*** (0.0325)	-0.131*** (0.0328)	-0.133*** (0.0321)
controllingshare	-0.000357 (0.000322)	-0.000381 (0.000326)	0.000151 (0.000206)	0.000153 (0.000202)	0.000140 (0.000375)	0.000154 (0.000371)	-0.000513 (0.000317)	-0.000399 (0.000322)	-0.000401 (0.000537)
star	0.00820 (0.00900)	0.00803 (0.00915)	0.00813 (0.00915)	0.00809 (0.00916)	0.00901 (0.00887)	0.00928 (0.00876)	0.00840 (0.00902)	0.00842 (0.00900)	0.00767 (0.00902)
instinv_family		0.0187 (0.0206)							
famceo			-0.00363 (0.00840)	-0.00335 (0.0104)			-0.00422 (0.00839)	-0.0154 (0.0144)	-0.00509 (0.00831)
instinv_famceo				-0.000762 (0.0141)					
dividend					2.31e-08*** (3.93e-09)	0.000000479* (0.000000223)			
instinv_dividend						-0.000000455* (0.000000222)			
family_famceo								0.0139 (0.0138)	
instinv_controlli ngshare									0.000573 (0.000548)
_cons	-0.0904 (0.0833)	-0.0861 (0.0868)	-0.0895 (0.0820)	-0.0898 (0.0808)	-0.0899 (0.0831)	-0.0945 (0.0821)	-0.0897 (0.0826)	-0.0856 (0.0824)	-0.0744 (0.0938)
N	1645	1645	1644	1644	1638	1638	1644	1644	1644
Nfirm	153	153	153	153	153	153	153	153	153
R ²	0.177	0.179	0.176	0.176	0.184	0.191	0.177	0.178	0.180

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Diverso risultato si è ottenuto utilizzando come variabile indipendente la quota degli investitori istituzionali (**Tabella 5-7 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$**).

Dopo aver verificato che l'ipotesi di non linearità fosse da scartare (a causa della F troppo bassa e del p -value troppo alto), si è indagata la correlazione lineare: in questo caso il coefficiente della variabile *instshare* risultava significativo e negativo e, pertanto, all'aumentare della quota degli investitori istituzionali, il *roa* diminuiva.

Tabella 5-7 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$

	(1) roa	(2) roa	(3) roa	(4) roa	(5) roa	(6) roa	(7) roa	(8) roa	(9) roa
instshare	-0.0000630*** (0.00000131)	0.000142 (0.000258)	-0.0000822 (0.000241)	-0.000185 (0.000211)	-0.0000604 (0.000468)	-0.00000178 (0.00000479)	-0.00000697*** (0.00000124)	-0.000203 (0.000523)	-0.00000435** (0.00000143)
lsales	0.0252** (0.00940)	0.0248** (0.00918)	0.0266** (0.00958)	0.0265** (0.00968)	0.0267** (0.00954)	0.0247* (0.00952)	0.0292** (0.0110)	0.0212 (0.0182)	0.0343* (0.0144)
family	0.0141 (0.0116)	0.0149 (0.0114)	0.0112 (0.0122)	0.0122 (0.0118)	0.0134 (0.0116)	0.0132 (0.0117)	0.0129 (0.00802)		
famceo	-0.00532 (0.00809)	-0.00513 (0.00805)			-0.00425 (0.00845)				
leverage	-0.133*** (0.0331)	-0.132*** (0.0324)	-0.133*** (0.0322)	-0.134*** (0.0326)	-0.133*** (0.0330)	-0.133*** (0.0328)	-0.150*** (0.0356)	-0.112 (0.0841)	-0.145*** (0.0270)
controllingshare	0.000118 (0.000365)	0.000121 (0.000363)	-0.0000301 (0.000322)	-0.0000416 (0.000326)	-0.0000683 (0.000365)	0.000139 (0.000375)			
dividend	2.32e-08*** (3.88e-09)	2.30e-08*** (3.94e-09)				4.41e-08 (2.52e-08)	2.92e-08** (1.02e-08)	3.16e-08* (1.21e-08)	0.000000286 (0.000000148)
star	0.00928 (0.00890)	0.00921 (0.00884)	0.00812 (0.00905)	0.00807 (0.00904)	0.00836 (0.00908)	0.00903 (0.00889)	0.00684 (0.00913)	0.00171 (0.0240)	0.00829 (0.00946)
instshare2		-2.81e-08 (4.85e-08)							
instshare_family			0.0000759 (0.000241)						
instshare_famcec				0.000179 (0.000212)					
instshare_control gshare					0.000000952 (0.00000825)				
instshare_divider						-4.29e-10 (4.46e-10)			
_cons	-0.0884 (0.0817)	-0.0895 (0.0812)	-0.0901 (0.0832)	-0.0869 (0.0828)	-0.0891 (0.0828)	-0.0874 (0.0832)	-0.112 (0.0881)	-0.0650 (0.156)	-0.146 (0.120)
N	1637	1637	1645	1644	1644	1638	1449	401	1048
Nfirm	153	153	153	153	153	153	133	48	106
R ²	0.185	0.185	0.177	0.178	0.178	0.185	0.204	0.127	0.284

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Per meglio comprendere questa evidenza, si è deciso di analizzare il sub-set di aziende in cui era presente un investitore istituzionale (come fatto per la precedente variabile dipendente *mtb*) e di considerare le evidenze ottenute (**Tabella 5-8 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$**).

Anche in questo caso risulta una correlazione significativa e negativa tra la quota degli investitori istituzionali e il *roa*; questa evidenza si potrebbe spiegare dicendo che, in presenza di investitori istituzionali, all'aumentare della loro quota di partecipazione nella società, diminuisce la quota di controllo dei proprietari i quali, deresponsabilizzandosi, si interessano meno della gestione e dei risultati della società stessa. Molto alto risulta, infatti, anche il coefficiente nel caso di aziende private e familiari (*Cfr. regressione 8*).

Tabella 5-8 Risultati Regressione con $y=roa$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	roa	roa	roa	roa	roa	roa	roa	roa
instshare	-0.00000732*** (0.00000140)	0.0000545 (0.000254)	0.00000213 (0.000259)	0.0000506 (0.000545)	-0.00000696* (0.00000341)	-0.00000816*** (0.00000142)	-0.000554 (0.000496)	-0.00000427* (0.00000190)
lsales	0.0197 (0.0104)	0.0197 (0.0104)	0.0215* (0.0105)	0.0215* (0.0105)	0.0197 (0.0105)	0.0246* (0.0122)	0.000792 (0.0133)	0.0632*** (0.00910)
family	0.0219 (0.0136)	0.0223 (0.0135)	0.0211 (0.0171)	0.0210 (0.0136)	0.0216 (0.0135)	0.0222 (0.0117)		
famceo	-0.00308 (0.0132)	-0.00297 (0.0132)		0.000614 (0.0134)				
leverage	-0.136** (0.0419)	-0.136** (0.0409)	-0.136** (0.0407)	-0.136** (0.0412)	-0.136** (0.0416)	-0.177*** (0.0477)	-0.168* (0.0742)	-0.118* (0.0463)
controllingshare	0.000197 (0.000381)	0.000199 (0.000381)	0.000125 (0.000355)	0.000146 (0.000471)	0.000206 (0.000375)			
dividend	1.97e-08*** (4.27e-09)	1.97e-08*** (4.30e-09)			2.13e-08 (1.70e-08)	1.96e-08* (7.64e-09)	2.84e-08** (1.01e-08)	0.000000255 (0.000000132)
star	0.0236* (0.0118)	0.0236* (0.0117)	0.0217 (0.0121)	0.0218 (0.0122)	0.0236* (0.0118)	0.0201 (0.0119)	0.0238 (0.0157)	0.0211 (0.0141)
instshare2		-1.17e-08 (4.78e-08)						
instshare_family			-0.00000955 (0.000259)					
instshare_controlli ngshare				-0.00000103 (0.00000962)				
instshare_dividend					-3.29e-11 (3.06e-10)			
_cons	-0.0392 (0.0951)	-0.0415 (0.0958)	-0.0488 (0.0945)	-0.0500 (0.0955)	-0.0399 (0.0957)	-0.0624 (0.0988)	0.161 (0.110)	-0.394*** (0.0849)
N	1013	1013	1017	1016	1014	838	329	509
Nfirm	107	107	107	107	107	89	39	62
R ²	0.174	0.174	0.168	0.168	0.174	0.201	0.173	0.342

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

5.4.3 Variabile *dividend_sales*

Un'altra analisi che si è voluto condurre, come anticipato nel paragrafo precedente, è stata quella che ha studiato la relazione tra gli investitori istituzionali (considerati sempre sia come sola presenza tra gli azionisti delle società, sia in termini di quote) e il rapporto tra i dividendi e le vendite (*dividend_sales*). Anche per questa variabile sono stati condotti tre gruppi di regressioni, per meglio analizzare gli effetti delle variabili indipendenti.

Nel primo gruppo di regressioni (**Tabella 5-9 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instsinv$**) la variabile indagata è stata quella relativa alla sola presenza degli investitori istituzionali. Dalle evidenze ottenute, si può dire che la presenza di investitori istituzionali determini un aumento del rapporto dividendi/vendite, avendo ottenuto un coefficiente significativo e positivo; tale influenza è ampliata sia nelle società private (*Cfr. regressione 5*) che in quelle private e familiari (*Cfr. regressione 7*), anche se quest'ultima relazione può essere considerata significativa con un *p-value* di solo il 7,2%.

Tabella 5-9 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instsinv$

	(1) dividend_sales	(2) dividend_sales	(3) dividend_sales	(4) dividend_sales	(5) dividend_sales	(6) dividend_sales	(7) dividend_sales
instinv	0.0141* (0.00629)	0.0138 (0.00862)	0.0141* (0.00625)	0.00332 (0.0114)	0.0142* (0.00623)	0.0210 (0.0147)	0.0114 (0.00626)
lsales	-0.00607 (0.00472)	-0.00604 (0.00478)	-0.00594 (0.00473)	-0.00560 (0.00462)	-0.00395 (0.00500)	-0.00852 (0.0124)	-0.00286 (0.00502)
family	0.00304 (0.00630)	0.00279 (0.00529)	0.00344 (0.00626)	0.00358 (0.00630)	-0.00622 (0.00611)		
leverage	-0.0370** (0.0111)	-0.0370*** (0.0110)	-0.0373*** (0.0111)	-0.0373** (0.0112)	-0.0387** (0.0117)	-0.0241 (0.0125)	-0.0493*** (0.0132)
controllingshare	-0.000441 (0.000257)	-0.000442 (0.000256)	-0.000455 (0.000264)	-0.000588* (0.000285)	-0.000219 (0.000253)	0.000278 (0.000692)	-0.000218 (0.000224)
star	0.00356 (0.00568)	0.00355 (0.00569)	0.00367 (0.00572)	0.00342 (0.00571)	0.00210 (0.00541)	-0.00347 (0.0109)	0.00629 (0.00568)
instinv_family		0.000432 (0.00694)					
famceo			-0.00192 (0.00510)	-0.00224 (0.00510)			
instinv_controllin gshare				0.000190 (0.000222)			
_cons	0.109** (0.0349)	0.109** (0.0346)	0.110** (0.0350)	0.115** (0.0379)	0.0813* (0.0348)	0.0778 (0.0773)	0.0768 (0.0462)
<i>N</i>	1680	1680	1679	1679	1482	413	1069
<i>N</i> _{firm}	153	153	153	153	133	48	106
<i>R</i> ²	0.035	0.035	0.035	0.036	0.042	0.062	0.057

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Nel secondo gruppo di regressioni la variabile indipendente è stata quella della quota degli investitori istituzionali (**Tabella 5-10 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$**), per il quale si è giunti ad una conclusione opposta rispetto a quella ottenuta nel precedente insieme.

Il coefficiente della variabile *instshare* risulta essere significativo ma, nello stesso tempo, negativo, ovvero all'aumentare della quota di partecipazione degli investitori istituzionali, il rapporto dividendi/vendite diminuisce. Questa relazione inversamente proporzionale risulta essere maggiormente ampliata nelle società private e familiari (*Cfr. regressione 8*).

Tabella 5-10 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$

	(1) dividend sales	(2) dividend sales	(3) dividend sales	(4) dividend sales	(5) dividend sales	(6) dividend sales	(7) dividend sales	(8) dividend sales
instshare	-0.00000273* (0.00000126)	0.0000622 (0.000173)	0.0000339 (0.000192)	-0.00000274* (0.00000125)	-0.000317 (0.000297)	-0.00000333* (0.00000142)	0.000128 (0.000441)	-0.00000181** (0.000000614)
lsales	-0.00509 (0.00476)	-0.00522 (0.00491)	-0.00519 (0.00508)	-0.00494 (0.00477)	-0.00439 (0.00479)	-0.00275 (0.00504)	-0.00592 (0.0122)	-0.00267 (0.00508)
family	0.00241 (0.00655)	0.00278 (0.00635)	0.00316 (0.00641)	0.00288 (0.00647)	0.00325 (0.00647)			
leverage	-0.0393*** (0.0115)	-0.0390*** (0.0115)	-0.0391*** (0.0116)	-0.0396*** (0.0116)	-0.0399*** (0.0117)	-0.0410** (0.0124)	-0.0287 (0.0150)	-0.0512*** (0.0131)
controllingshare	-0.000452 (0.000269)	-0.000452 (0.000268)	-0.000452 (0.000268)	-0.000467 (0.000275)	-0.000588 (0.000325)	-0.000336 (0.000274)	0.000280 (0.000575)	-0.000197 (0.000233)
star	0.00359 (0.00585)	0.00358 (0.00585)	0.00364 (0.00591)	0.00373 (0.00588)	0.00348 (0.00588)	0.00229 (0.00560)	-0.00473 (0.0112)	0.00656 (0.00583)
instshare2		-1.23e-08 (3.27e-08)						
instshare_family			-0.0000366 (0.000193)					
famceo				-0.00243 (0.00502)	-0.00245 (0.00505)			
instshare_controllingshare					0.00000555 (0.00000524)			
_cons	0.112** (0.0359)	0.111** (0.0351)	0.112** (0.0355)	0.112** (0.0360)	0.115** (0.0380)	0.0822* (0.0356)	0.0720 (0.0787)	0.0799 (0.0472)
N	1680	1680	1680	1679	1679	1482	413	1069
Nfirm	153	153	153	153	153	133	48	106
R ²	0.030	0.030	0.030	0.030	0.031	0.033	0.058	0.047

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Per quanto concerne l'ultima tipologia di regressioni, quella che vede alle sole società con almeno un investitore istituzionale tra gli azionisti (**Tabella 5-11 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv=1$**), il risultato ottenuto, almeno in termini di segno della correlazione, è il medesimo del precedente insieme.

È stato verificato che la relazione esistente tra la quota di investitori istituzionali e il rapporto dividendi/vendite è di tipo quadratico e, in particolare, all'aumentare della prima, diminuisce la seconda (coefficiente negativo). In questo caso, l'effetto sarà ampliato nelle società private (*Cfr. regressione 6*) e non in quelle che sono anche familiari. La spiegazione che potrebbe essere addotta è la medesima ritrovata nel caso di variabile dipendente uguale al *roa*: la presenza di investitori istituzionali innesca un processo di deresponsabilizzazione della classe dirigente e ciò porta ad una riduzione di questo rapporto.

Tabella 5-11 Risultati Regressione con $y=dividend_sales$ e $x=instshare$ nelle società con $instinv==1$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	dividend sales	dividend sales	dividend sales	dividend sales	dividend sales	dividend sales	dividend sales	dividend sales
instshare	-0.0000429 (0.0000235)	-0.0000891 (0.000165)	0.0000441 (0.000222)	-0.0000925 (0.000163)	-0.000127 (0.000262)	-0.000178 (0.000256)	-0.00328 (0.00282)	-0.000357 (0.000323)
lsales	-0.0144 (0.00948)	-0.0144 (0.00947)	-0.0148 (0.00962)	-0.0144 (0.00943)	-0.0143 (0.00924)	-0.0146 (0.0103)	-0.0191 (0.0207)	-0.0140 (0.00977)
family	0.00431 (0.00872)	0.00367 (0.00842)	0.0139 (0.00895)	0.00382 (0.00851)	0.00394 (0.00856)			
leverage	-0.0351* (0.0139)	-0.0357* (0.0140)	-0.0340* (0.0140)	-0.0359* (0.0140)	-0.0360* (0.0143)	-0.0355* (0.0141)	-0.0384 (0.0211)	-0.0622* (0.0275)
controllingshare	-0.000140 (0.000321)	-0.000139 (0.000321)	-0.000158 (0.000315)	-0.000150 (0.000329)	-0.000176 (0.000339)	0.000116 (0.000251)	0.000443 (0.000592)	-0.0000129 (0.000249)
star	0.00832 (0.0102)	0.00829 (0.0102)	0.00885 (0.0103)	0.00831 (0.0102)	0.00832 (0.0103)	0.00659 (0.00958)	0.000342 (0.0127)	0.0152 (0.0127)
instshare2		1.60e-08 (3.13e-08)	5.05e-08 (3.38e-08)	1.66e-08 (3.10e-08)	1.47e-08 (4.01e-08)	3.25e-08 (4.86e-08)	0.0000500 (0.0000478)	6.69e-08 (6.07e-08)
instshare_family			-0.000316 (0.000249)					
famceo				0.00189 (0.0122)	0.00196 (0.0121)			
instshare_controlli					0.000000786 (0.00000646)			
_cons	0.181* (0.0755)	0.185* (0.0728)	0.184* (0.0720)	0.185* (0.0739)	0.185* (0.0762)	0.166* (0.0751)	0.230 (0.200)	0.184* (0.0820)
N	1046	1046	1046	1045	1045	861	335	526
Nfirm	107	107	107	107	107	89	39	62
R ²	0.035	0.035	0.036	0.035	0.035	0.047	0.116	0.074

Standard errors in parentheses

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

CONCLUSIONI

Oggetto di studio di questa tesi è stata l'influenza degli investitori istituzionali sulle performance di alcune aziende quotate italiane, con un piccolo focus sulle possibili correlazioni presenti anche sulle politiche dei dividendi vigenti nelle stesse.

L'analisi ha mostrato risultati differenti, ma significativi, per ciascuna delle tre variabili considerate, sostenendo anche le evidenze alle quali studi precedenti erano giunti.

Un efficiente controllo del management da parte degli investitori istituzionali, come sostenevano in molti (Admati, Pfleiderer, Zechner, 1994; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1986), permetterebbe alle aziende di migliorare le proprie performance grazie alla riduzione dei costi d'agenzia. A questo risultato si è giunti considerando come variabile dipendente il *market-to-book*: la sola presenza di un investitore istituzionale risulta avere una correlazione positiva con questo indice di mercato, rivelando un'influenza maggiore nelle aziende private o in quelle in cui il CEO appartiene alla famiglia controllante. La *Corporate Governance*, infatti, considera queste figure come dei meccanismi di controllo che permettono di disciplinare il management, evitando azioni di opportunismo e di espropriazione da parte di questi ultimi; questo aspetto è ben noto al mercato e, pertanto, la sola presenza di un investitore istituzionale nel ventaglio degli azionisti di una società si pone come garanzia per l'azione di monitoring del management facendo sì che il valore di mercato dell'azienda aumenti.

Data questa evidenza, non sorprende il fatto che, invece, l'entità della partecipazione non risulta avere alcun legame significativo con il *market-to-book*, come aveva già messo in

evidenza Mitsuru Mizuno il quale, analizzando un panel di aziende giapponesi, aveva riscontrato che non vi era una differenza statisticamente significativa tra i due elementi.

Risultato opposto, sia per evidenze che per segni di correlazione, è stato perseguito studiando il *roa*: in questo caso è risultata significativa non la presenza, bensì la quota di partecipazione degli investitori istituzionali e, inoltre, il segno che la lega all'indice finanziario è minore di zero. Per capire come si è giunti a questa evidenza, si potrebbe pensare ad un processo di deresponsabilizzazione da parte della classe dirigente: in presenza di investitori istituzionali, all'aumentare della loro quota di partecipazione nella società, diminuisce la quota di controllo dei proprietari i quali, deresponsabilizzandosi, si interessano meno della gestione e dei risultati della società stessa e questo ha un'influenza negativa sul ROA, dato che esso misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta.

Una stessa spiegazione potrebbe essere data per i risultati a cui si è arrivati studiando l'influenza degli investitori istituzionali sulle politiche di dividendo delle società del panel preso in esame: dalle analisi condotte, si è registrata una correlazione quadratica e negativa tra la quota degli investitori e il rapporto dividendi/ vendite. Per quanto concerne la presenza, invece, essa determina un aumento dei dividendi, andando ad avvalorare la tesi sostenuta nel caso del *market-to-book* come variabile dipendente.

In conclusione, questa tesi porta nuove evidenze riguardo la risposta delle performance delle società quotate italiane alla presenza degli investitori istituzionali e alle quote che essi possiedono, anche in base alla tipologia di indicatore che si decide di considerare: la sola presenza di questa tipologia di azionisti, ha una correlazione significativa solo nel caso in cui si utilizzi una misura di mercato e risulta positiva; mentre, nel caso della quota, questa risulta significativa con una misura di performance di tipo finanziario e la correlazione è negativa.

Ulteriore sviluppo dello studio potrebbe essere raggiunto investigando le diverse tipologie di investitori che detengono partecipazioni nelle società quotate italiane, investigando quali hanno un maggiore impatto sulle performance delle stesse.

Un altro aspetto che potrebbe essere preso in considerazione negli studi futuri è la durata del periodo in cui un investitore istituzionale è presente come azionista delle società, in quanto questo aspetto potrebbe rappresentare un ulteriore elemento impattante sulle performance in maniera significativa.

ALLEGATI

ALLEGATO A: TABELLA DATI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Investitori Istituzionali Società Quotate Italiane

Dati e Variabili



Read Me First

Informazioni per la Compilazione	
Nfirm	<i>Numero dell'Azienda in esame</i>
Nome Azienda	<i>Nome dell'Azienda in esame.</i>
Anno	<i>Anno di riferimento per l'analisi.</i>
Investitore Istituzionale	<i>Variabile Dummy che indica la presenza di un Investitore Istituzionale tra i detentori di azioni dell'Azienda in esame.</i>
Quota Investitore Istituzionale	<i>Valore della quota totale detenuta dagli Investitori Istituzionali nell'Azienda in esame.</i>
Nome Investitore Istituzionale	<i>Nome degli Investitori Istituzionali detentori di azioni dell'Azienda in esame.</i>

Nfirm	Nome Azienda	Anno	instinv	instshare	Nome Investitore Istituzionale
1	AMPLIFON (CONSOLIDATO)	2001	1	2,37%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LTD
		2002	1	7,37%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LTD; - SOCIETE GENERALE ASSET MANAGEMENT UK LIMITED; - FIDELITY INVESTMENTS
		2003	1	2,08%	- THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED
		2004	1	9,79%	- FIDELITY INVESTMENTS; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED
		2005	1	9,24%	- CYCLADIC CAPITAL MANAGEMENT LTD; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - M&G INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED
		2006	1	2,01%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP
		2007	1	8,22%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - ALLIANZ SE - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP
		2008	1	8,77%	- BAIL LIE GIFFORS & CO; - ALLIANZ SE; - HAL HOLDING NV; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD
		2009	1	7,18%	- HAL INTERNATIONAL INVESTMENTS NV; - BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD
		2010	1	10,08%	- Tamburi Investment Partners; - NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - BLACKROCK INC; - ALLIANZ GLOBAL INVESTORS KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH
		2011	1	11,09%	- NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - FMR LLC; - Tamburi Investment Partners; - ALLIANZ GLOBAL INVESTORS KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH
		2012	1	9,02%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners
		2013	1	11,17%	- FIL LIMITED; - FMR LLC; - Tamburi Investment Partners
		2014	1	9,16%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners
		2015	1	9,16%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners
		2016	1	8,94%	- FMR LLC; - Tamburi Investment Partners
2	ASTALDI (CONSOLIDATO)	2002	1	18,44%	- GARTMORE INVESTMENT MANAGEMENT PLC; - HERMES INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA; - CAPITALLIA SPA (BANCA DI ROMA SPA - pegno e CAPITALLIA SPA - proprieta)
		2003	1	16,28%	- GARTMORE INVESTMENT MANAGEMENT PLC; - BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA; - CAPITALLIA SPA (BANCA DI ROMA SPA - pegno e CAPITALLIA SPA - proprieta)
		2004	1	7,52%	- EXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - GARTMORE INVESTMENT MANAGEMENT PLC
		2005	1	8,11%	- GARTMORE INVESTMENT MANAGEMENT PLC; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED
		2006	1	3,09%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED
		2007	1	11,34%	- RATIO ASSET MANAGEMENT LLP; - ODIN FORVALTNING AS; - PICTET ASSET MANAGEMENT LTD; - BG SGR SPA
		2008	1	11,94%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - ODIN FORVALTNING AS
		2009	1	10,07%	- ODIN FORVALTNING AS; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY
		2010	1	6,96%	- PICTET ASSET MANAGEMENT LTD; - ODIN FORVALTNING AS
		2011	1	6,96%	- PICTET ASSET MANAGEMENT LTD; - ODIN FORVALTNING AS
		2012	1	7,01%	- PICTET ASSET MANAGEMENT LTD; - ODIN FORVALTNING AS
		2013	1	11,19%	- NORGES BANK; - FMR LLC; - PICTET ASSET MANAGEMENT LTD; - ODIN FORVALTNING AS
		2014	1	13,96%	- UBS GROUP AG; - PIONEER ASSET MANAGEMENT SA; - FMR LLC; - PICTET ASSET MANAGEMENT LTD
		2015	1	7,28%	- NORGES BANK; - FMR LLC
		2016	1	9,78%	- FMR LLC
		3	BASICNET (CONSOLIDATO)	2000	0
2001	0			-	-
2002	1			3,99%	- UBS AG
2003	1			6,25%	- VENTUNO INVESTIMENTI NV (proprieta); - KING LUN HOLDINGS LIMITED (proprieta)
2004	1			8,88%	- GOLDEN STEP LIMITED (proprieta); - BANCA INTESA SPA (proprieta e pegno); - KING LUN HOLDINGS LIMITED (proprieta)
2005	1			6,65%	- GOLDEN STEP LIMITED (proprieta); - UBS AG (Int. conto terzi); - KING LUN HOLDINGS LIMITED (proprieta)
2006	1			4,50%	- GOLDEN STEP LIMITED (proprieta); - KING LUN HOLDINGS LIMITED
2007	1			4,50%	- GOLDEN STEP LIMITED (proprieta); - KING LUN HOLDINGS LIMITED
2008	1			4,50%	- FENERA HOLDING SPA; - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2009	1			11,59%	- WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - LEMANIK SICAV (proprieta); - FENERA HOLDING SPA (proprieta); - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2010	1			13,51%	- WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - NORGES BANK (proprieta); - CREDIT SUISSE SERVIZI FIDUCIARI SRL (proprieta); - LEMANIK SICAV (proprieta); - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2011	1			16,52%	- NORGES BANK (proprieta); - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - CREDIT SUISSE SERVIZI FIDUCIARI SRL (proprieta); - LEMANIK SICAV (proprieta); - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2012	1			18,16%	- NORGES BANK (proprieta); - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2013	1			18,28%	- NORGES BANK (proprieta); - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2014	1			18,28%	- NORGES BANK (proprieta); - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - GOLDEN STEP LIMITED (proprieta)
2015	1			19,59%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT HOLDINGS INC; - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP; - NORGES BANK (proprieta)
2016	1	11,18%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA; - WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP		
4	BEGHELLI (CONSOLIDATO)	2000	0	-	-
		2001	0	-	-
		2002	0	-	-
		2003	1	3,08%	- SANPAOLO IMI SPA (pegno)
		2004	1	3,08%	- SANPAOLO IMI SPA (pegno)
		2005	1	3,06%	- SANPAOLO IMI SPA (pegno)
		2006	0	-	-
		2007	0	-	-
		2008	0	-	-
		2009	1	2,02%	- INTESA SANPAOLO SPA (pegno)
		2010	1	2,02%	- INTESA SANPAOLO SPA (pegno)
		2011	0	-	-
2012	0	-	-		

		2013	0	-	-	
		2014	0	-	-	
		2015	0	-	-	
		2016	0	-	-	
5	BENETTON GROUP (CONSOLIDATO)					
6	BIESE (CONSOLIDATO)					
7	BOERO BARTOLOMEO (CONSOLIDATO)					
8	BONIFICHE FERRARESI				AZIENDA NON PIU' QUOTATA	
9	BREMBO - FRENI BREMBO (GRUPPO BREMBO)					
10	BULGARI (CONSOLIDATO)					
11	BUZZI UNICEM (CONSOLIDATO)	2000	1	7.03%	- ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO - ISTITUTO MOBILIARE ITALIANO SPA;	
		2001	1	2.14%	- BANCA D'ITALIA	
		2002	1	2.14%	- BANCA D'ITALIA	
		2003	1	4.19%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED;	
		2004	1	9.63%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED;	
		2005	1	8.28%	- ALLIANCEBERNSTEIN LP;	
		2006	1	14.57%	- AMBER CAPITAL LP;	
		2007	1	14.58%	- ALLIANCEBERNSTEIN LP;	
		2008	1	7.57%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD;	
		2009	0	-	- ALLIANCEBERNSTEIN LP;	
		2010	1	2.01%	- JULIUS BAER INVESTMENT MANAGEMENT LLC;	
		2011	1	4.95%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD;	
		2012	0	-	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED;	
		2013	1	5.31%	- ARTIO GLOBAL MANAGEMENT LLC;	
		2014	1	4.11%	- UBS AG;	
		2015	1	2.11%	- UBS AG;	
2016	0	-	- PLATINUM INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED;			
12	CALTAGIRONE EDITORE (CONSOLIDATO)					
13	CARRARO (CONSOLIDATO)	2000	1	4.12%	- ARCA SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SGR SPA;	
		2001	1	4.12%	- ARCA SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SGR SPA;	
		2002	0	-	-	
		2003	0	-	-	
		2004	1	4.41%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA;	
		2005	1	7.45%	- MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS GROUP LIMITED;	
		2006	1	6.99%	- CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR SPA;	
		2007	1	4.81%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA;	
		2008	1	2.01%	- CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR SPA;	
		2009	1	2.01%	- ABSOLUTE CAPITAL MANAGEMENT HOLDINGS LTD;	
		2010	1	2.11%	- BIPIEMME GESTIONI SGR SPA;	
		2011	1	2.11%	- OYSTER SICAV;	
		2012	0	-	- BIPIEMME GESTIONI SGR SPA;	
		2013	0	-	- ANIMA SGR SPA;	
		2014	0	-	- ANIMA SGR SPA;	
		2015	0	-	- ANIMA SGR SPA;	
14	CEMBRE (CONSOLIDATO)	2000	0	-	-	
		2001	0	-	-	
		2002	0	-	-	
		2003	0	-	-	
		2004	0	-	-	
		2005	0	-	-	
		2006	0	-	-	
		2007	1	2.26%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC;	
		2008	0	-	-	
		2009	0	-	-	
		2010	0	-	-	
		2011	0	-	-	
		2012	1	6.21%	- FIRST CAPITAL SPA;	
		2013	1	2.04%	- ALBEMARLE ASSET MANAGEMENT LIMITED;	
		2014	1	4.13%	- INVESTMENTAKTIEN GESELLSCHAFT FUR LANGFRISTIGE INVESTOREN TGV;	
		2015	1	4.13%	- FIRST CAPITAL SPA;	
2016	0	-	- INVESTMENTAKTIEN GESELLSCHAFT FUR LANGFRISTIGE INVESTOREN TGV;			
15	CEMENTIR (CONSOLIDATO)					
16	CENTRALE DEL LATTE DI TORINO & C. (CONSOLIDATO)	2000				
		2001				
		2002				
		2003				
		2004				
		2005				
		2006				
		2007				
		2008	1	5.91%	- LAVIA SS (proprietà);	
		2009	1	8.04%	- B&E EQUITIES SPA (proprietà);	
		2010	1	15.92%	- LAVIA SS (proprietà);	
		2011	1	20.94%	- B&E EQUITIES SPA (proprietà);	
		2012	1	20.94%	- LAVIA SS (proprietà);	
		2013	1	20.94%	- B&E EQUITIES SPA (proprietà);	
		2014	1	5.91%	- LAVIA SS (proprietà);	
		2015	0	-	-	
2016	1	28.33%	- Fidi Toscana S.p.A. (proprietà);			
17	CREMONINI (CONSOLIDATO)					
18	CSP INTERNATIONAL INDUSTRIA CALZE (CONSOLIDATO)					
19	DANIELI & C. - OFFICINE MECCANICHE (CONSOLIDATO)	2000	1	68.87%	- GRANTHAM MAYO VAN OTTERLOO & CO. LLC;	
		2001	1	66.66%	- SMS ITALIA SRL (proprietà);	
		2002	1	66.66%	- SIND INTERNATIONAL SPA;	
		2003	1	66.66%	- ALLEANZA ASSICURAZIONI SPA;	
		2004	1	68.67%	- SMS ITALIA SRL (proprietà);	
		2005	1	68.37%	- SIND INTERNATIONAL SPA;	

					- LEMANIK SICAV (proprietà); - SIND INTERNATIONAL SPA (proprietà).
		2006	1	65.18%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2007	1	65.18%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2008	1	69.62%	- AXA ROSENBERG GROUP LLC; - BRITISH COLUMBIA INVESTMENT MANAGEMENT CORPORATION; - SIND INTERNATIONAL SPA (proprietà).
		2009	1	67.19%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - SIND INTERNATIONAL SPA.
		2010	1	65.18%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2011	1	65.18%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2012	1	66.68%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2013	1	66.68%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2014	1	66.68%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2015	1	66.68%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
		2016	1	66.68%	- SIND INTERNATIONAL SPA.
20	DAVIDE CAMPARI-MILANO	2001	1	5.20%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2002	1	9.39%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2003	1	5.57%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2004	1	12.69%	- FMR CORP. (diritto di voto); - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED (diritto di voto); - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2005	1	14.71%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED; - FMR CORP. (diritto di voto); - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED (diritto di voto); - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC.
		2006	1	14.71%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED; - FMR CORP. (diritto di voto); - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED (diritto di voto); - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC.
		2007	1	12.54%	- JANUS CAPITAL MANAGEMENT LLC; - CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2008	1	12.54%	- JANUS CAPITAL MANAGEMENT LLC; - CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2009	1	7.53%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2010	1	10.03%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2011	1	10.42%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2012	1	14.57%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - INDEPENDENT FRANCHISE PARTNERS LLP.
		2013	1	14.57%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - INDEPENDENT FRANCHISE PARTNERS LLP.
		2014	1	14.57%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - INDEPENDENT FRANCHISE PARTNERS LLP.
		2015	1	10.50%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
		2016	1	10.50%	- CEDAR ROCK CAPITAL LIMITED.
21	DE LONGHI (CONSOLIDATO)	2001	1	2.33%	- GARTMORE INVESTMENT LIMITED.
		2002	0	-	-
		2003	0	-	-
		2004	1	2.13%	- FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2005	1	2.13%	- FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2006	1	2.13%	- FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2007	1	4.16%	- FINANCIERE DE L'ECHOUER SA; - FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2008	1	4.16%	- FINANCIERE DE L'ECHOUER SA; - FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2009	1	4.16%	- FINANCIERE DE L'ECHOUER SA; - FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2010	1	4.16%	- FINANCIERE DE L'ECHOUER SA; - FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS CORP.
		2011	0	-	-
		2012	1	2.09%	- FMR LLC.
		2013	1	2.09%	- FMR LLC.
		2014	1	2.09%	- FMR LLC.
		2015	1	8.43%	- APG ASSET MANAGEMENT N.V.; - FMR LLC.
		2016	1	6.34%	- APG ASSET MANAGEMENT N.V.
22	DUCATI MOTOR HOLDING (CONSOLIDATO)	2000	1	10.07%	- MORGAN STANLEY & CO INTERNATIONAL LTD. - FINANZIARIA ADRIATICA SPA; - LLOYD ADRIATICO SPA; - FMR CORP. (diritto di voto); - ALLEANZA ASSICURAZIONI SPA (proprietà); - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2001	1	13.88%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - GENERALI VITA SPA; - RISPARMIO VITA ASSICURAZIONI SPA; - ASSIBA SOCIETA' DI ASSICURAZIONI SPA; - ALLEANZA ASSICURAZIONI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - L.A. FIN SIM SPA; - LLOYD ADRIATICO SPA.
		2002	1	13.44%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - OPPENHEIMERFUNDS INC.
		2003	1	7.57%	- HARRIS ASSOCIATES LP.
		2004	1	4.97%	- HARRIS ASSOCIATES LP.
		2005	1	6.45%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2006	1	25.82%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - AMBER CAPITAL LP; - WORLD MOTORS WHITE SCA (proprietà); - WORLD MOTOR RED SCA (proprietà); - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2007	1	29.69%	- REACH CAPITAL MANAGEMENT LLC; - LEMANIK SICAV (proprietà); - OPPENHEIMERFUNDS INC.; - WORLD MOTOR RED SCA (proprietà); - WORLD MOTORS WHITE SCA (proprietà); - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
23	EL.EN. (CONSOLIDATO)	2000	1	17.34%	- STAR VENTURE I BELGIUM SA (proprietà); - GRUPPO MONTE PASCHI ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - CASSA DI RISPARMIO DI PRATO SPA (proprietà); - BANCA TOSCANA SPA (proprietà).
		2001	1	14.06%	- STAR VENTURE I BELGIUM SA; - CASSA DI RISPARMIO DI PRATO SPA; - BANCA TOSCANA SPA.
		2002	1	13.99%	- MPS BANCA PER L'IMPRESA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - STAR VENTURE I BELGIUM SA.
		2003	1	16.08%	- SEVIAN SRL; - MPS BANCA PER L'IMPRESA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - STAR VENTURE I BELGIUM SA.
		2004	1	20.66%	- S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.; - LM-IS SARL; - SEVIAN SRL; - MPS BANCA PER L'IMPRESA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2005	1	11.85%	- SEVIAN SRL; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.; - MPS BANCA PER L'IMPRESA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2006	1	14.49%	- CACIQUE TRUST; - OYSTER SICAV; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2007	1	14.16%	- CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LIMITED; - J.P. MORGAN SECURITIES LIMITED; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2008	1	13.35%	- AXA ROSENBERG GROUP LLC; - CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LIMITED (proprietà); - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2009	1	7.50%	- S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2010	1	7.50%	- S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.

		2011	1	9,71%	- REX CAPITAL SPA; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S. - LASERFIN SRL;
		2012	1	11,72%	- REX CAPITAL SPA; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S. - LASERFIN SRL;
		2013	1	14,52%	- REX CAPITAL SPA; - LASERFIN SRL; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2014	1	16,71%	- INVESCO ADVISERS INC.; - REX CAPITAL SPA; - LASERFIN SRL; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2015	1	9,70%	- INVESCO ADVISERS INC.; - S.M.I.L. DI ALBERTO PECCI & C. S.A.S.
		2016	1	15,43%	- KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT N.V.; - S.M.I.L. SRL;
24	EMAK (GRUPPO EMAK)	2000	1	79,95%	- FENERA HOLDING SPA; - FENERA HOLDING SPA; - D-LITE NETHERLANDS BV; - ZETA ZETA SPA; - YAMA SPA.
		2001	1	76,69%	- FENERA HOLDING SPA; - D-LITE NETHERLANDS BV; - ZETA ZETA SPA; - YAMA SPA.
		2002	1	75,02%	- ZETA ZETA SPA; - D-LITE NETHERLANDS BV; - YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2003	1	74,95%	- ZETA ZETA SPA; - D-LITE NETHERLANDS BV; - YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2004	1	76,95%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - ZETA ZETA SPA; - D-LITE NETHERLANDS BV; - YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2005	1	76,31%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - D-LITE NETHERLANDS BV; - YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2006	1	74,31%	- D-LITE NETHERLANDS BV; - YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2007	1	75,22%	- YAMA SPA; - EMAK SPA.
		2008	1	77,55%	- YAMA SPA; - EMAK SPA; - ING INVESTIMENTE MANAGEMENT BELGIUM SA.
		2009	1	76,62%	- YAMA SPA; - ING INVESTIMENTE MANAGEMENT BELGIUM SA.
		2010	1	81,24%	- FMR LLC; - ING INVESTMENT MANAGEMENT BELGIUM SA; - YAMA SPA.
		2011	1	82,83%	- GIREFIN SPA (proprietà); - YAMA SPA; - SPAFID SPA SOCIETA' PER AMMINISTRAZIONI FIDUCIARIE; - FMR LLC.
		2012	1	80,74%	- FMR LLC; - YAMA SPA; - GIREFIN SPA (proprietà).
		2013	1	80,74%	- FMR LLC; - GIREFIN SPA (proprietà); - YAMA SPA.
		2014	1	77,20%	- FMR LLC; - YAMA SPA.
		2015	1	77,20%	- FMR LLC; - YAMA SPA.
		2016	1	75,19%	- YAMA SPA.
25	FIAT GROUP	2000	1	37,31%	- DEUTSCHE BANK AG; - ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO - ISTITUTO MOBILIARE ITALIANO SPA; - IFIL SPA - FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI; - IFI SPA - ISTITUTO FINANZIARIO INDUSTRIALE; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2001	1	21,32%	- DEUTSCHE BANK AG; - IFIL - FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI SPA; - IFI SPA - ISTITUTO FINANZIARIO INDUSTRIALE; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - SAN PAOLO IMI SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2002	1	31,07%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - SANPAOLO IMI SPA; - DODGE & COX; - PICTET & CIE BANQUIERS; - DEUTSCHE BANK AG; - SOUTHEASTERN ASSET MANAGEMENT INC; - LIBYAN ARAB FOREIGN INVESTMENT COMPANY SA; - IFIL - FINANZIARIA DI ; - MEDIOBANCA SPA.
		2003	1	39,22%	- SANPAOLO IMI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - IFIL - FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI SPA; - LIBYAN ARAB FOREIGN INVESTMENT COMPANY SA; - MEDIOBANCA SPA.
		2004	1	39,22%	- SANPAOLO IMI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - IFIL - FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI SPA; - LIBYAN ARAB FOREIGN INVESTMENT COMPANY SA; - MEDIOBANCA SPA.
		2005	1	57,81%	- BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA; - UNICREDITO ITALIANO SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - IFIL INVESTMENTS SPA; - CAPITALIA SPA; - SANPAOLO IMI SPA; - BANCA INTESA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LIBYAN ARAB FOREIGN INVESTMENT COMPANY SA.
		2006	1	39,51%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - UNICREDITO ITALIANO SPA; - FMR CORP.; - IFIL INVESTMENTS SPA.
		2007	1	35,15%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD; - FMR LLC; - IFIL INVESTMENTS SPA.
		2008	1	37,79%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - IFIL INVESTMENTS SPA; - FMR LLC.
		2009	1	40,12%	- BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - EXOR SPA; - FMR LLC.
		2010	1	40,02%	- FMR LLC; - BLACKROCK INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - EXOR SPA.
		2011	1	33,25%	- BLACKROCK INC.; - EXOR SPA.
		2012	1	34,70%	- VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FUND; - BAILLIE GIFFORD OVERSEAS LIMITED; - BAILLIE GIFFORD & CO; - EXOR SPA (proprietà).
		2013	1	34,70%	- VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FUND; - BAILLIE GIFFORD OVERSEAS LIMITED; - BAILLIE GIFFORD & CO; - EXOR SPA (proprietà).
		2014	1	36,70%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FUND; - BAILLIE GIFFORD OVERSEAS LIMITED.

					- BAILLIE GIFFORD & CO; - EXOR SPA <i>(proprietà)</i>
26	FIDIA	2000	1	2,77%	- BANCA INTESA SPA.
		2001	0	-	-
		2002	0	-	-
		2003	0	-	-
		2004	0	-	-
		2005	0	-	-
		2006	0	-	-
		2007	0	-	-
27	FIDIA CONSOLIDATO				
28	FILATURA DI POLLONE				
29	FINMECCANICA (CONSOLIDATO) - LEONARDO	2000			
		2001			
		2002			
		2003			
		2004			
		2005			
		2006			
		2007			
		2008	1	32,45%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - THE INCOME FUND OF AMERICA INC; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
		2009	1	39,56%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - BLACKROCK INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
		2010	1	41,59%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - BLACKROCK INC.; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
		2011	1	42,08%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - BLACKROCK INC.; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
		2012	1	41,48%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - GRANTHAM MAYO VAN OTTERLOO & CO. LLC; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
2013	1	38,64%	- FMR LLC; - GRANTHAM MAYO VAN OTTERLOO & CO. LLC; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2014	1	36,59%	- FMR LLC; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2015	1	36,49%	- NORDEBS BANK; - LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2016	1	32,45%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
30	GEFRAN (CONSOLIDATO)				
31	GEOX (CONSOLIDATO)	2004	1	-	- JANA PARTNERS LLC; - WELLINGTON MANAGEMENT COMPANY LLP.
		2005	1	7,06%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2006	1	2,03%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2007	1	2,03%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2008	1	5,11%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2009	1	4,95%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2010	1	4,95%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2011	1	2,18%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LLC.
		2012	1	2,18%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LLC.
		2013	1	2,04%	- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2014	1	4,17%	- FMR LLC; - JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
2015	1	4,15%	- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - FMR LLC.		
2016	1	-	-		
32	GEWISS (GRUPPO GEWISS)				
33	GIOVANNI CRESPI (CONSOLIDATO)				
34	GRANTIFIANDRE (CONSOLIDATO)	2001	1	65,10%	- COMIT ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - FINANZIARIA CERAMICHE LE FIANDRE SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA.
		2002	1	65,10%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - FINANZIARIA CERAMICHE LE FIANDRE SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA.
		2003	1	63,67%	- EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - FINANZIARIA CERAMICHE LE FIANDRE SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA.
		2004	1	65,68%	- FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - DWS INVESTMENT GMBH; - EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
		2005	1	63,40%	- FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR SPA. - FINCEA SPA;
		2006	1	69,62%	- FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP; - BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2007	1	71,63%	- SOFIA HOLDING SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP; - BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2008	1	77,58%	- SOFIA HOLDING SPA; - FINCEA SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2009	1	44,66%	- MODENA CAPITALE INDUSTRY PARTECIPATIONS SPA; - BESTINVER GESTION SGHC SA; - SOFIA HOLDING SPA; - FINCEA SPA;
		2010	1	69,99%	- FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA; - MODENA CAPITALE INDUSTRY PARTECIPATIONS SPA; - ASSICURATRICE MILANESE SPA; - SOFIA HOLDING SPA; - FINCEA SPA; - FINANZIARIA CERAMICA CASTELLARANO SPA.
35	GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI (GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI)				
36	IMA - INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATICHE (GRUPPO IMA)	2000	1	21,45%	- MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED; - NET PACKAGING SA; - NOMURA INTERNATIONAL PLC.
		2001	1	19,30%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT LTD; - MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED; - NET PACKAGING SA.
		2002	1	14,79%	- INTERLOPAM INVEST NV; - INTERBANCA SPA.
		2003	1	14,93%	- HUNTER HALL MANAGEMENT LTD. - MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED; - INTERLOPAM INVEST NV.
		2004	1	17,89%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - HUNTER HALL MANAGEMENT LTD. - INTERLOPAM INVEST NV.
		2005	1	2,90%	- HUNTER HALL MANAGEMENT LTD.
		2006	1	2,21%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2007	1	2,21%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2008	0	-	-
		2009	0	11,00%	- MORCHELLA SRL; - RUFUS SRL; - FOLCO FINANZIARIA IMMOBILIARE SRL.
		2010	1	11,00%	- MORCHELLA SRL; - RUFUS SRL; - FOLCO FINANZIARIA IMMOBILIARE SRL.
		2011	1	11,10%	- FOLCO FINANZIARIA IMMOBILIARE SRL; - MORCHELLA SRL; - RUFUS SRL.
		2012	1	11,10%	- FOLCO FINANZIARIA IMMOBILIARE SRL; - MORCHELLA SRL; - RUFUS SRL.
2013	1	3,53%	- FOLCO FINANZIARIA IMMOBILIARE SRL UNIPERSONALE.		

		2014	1	2,00%	- HYDRA SPA.
		2015	1	2,00%	- HYDRA SPA.
		2016	0	-	-
37	IMPREGIO (CONSOLIDATO)	2000	1	26,10%	- SKIND SPA SOCIETA' INVESTIMENTI COMMERCIALI E INDUSTRIALI; - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE; - GIROLA PARTECIPAZIONI SPA; - BANCA DI ROMA SPA.
		2001	1	26,57%	- GIROLA PARTECIPAZIONI SPA; - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE; - BANCA DI ROMA SPA.
		2002	1	28,45%	- CAPITALIA SPA; - FINECOGESTIONI SPA SGR; - GIROLA PARTECIPAZIONI SPA; - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE.
		2003	1	25,68%	- JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION; - CAPITALIA SPA; - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE.
		2004	1	23,64%	- CAPITALIA SPA (PEGAO); - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE.
		2005	1	38,78%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL; - HBK INVESTMENTS LP; - NEWMAN RAGAZZI & CO LIMITED; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE.
		2006	1	47,77%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL; - KAIROS FUND LIMITED; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - IGLI SPA; - FMR CORP; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - DWS INVESTMENTS GMBH; - THEOREMA ASSET MANAGEMENT LTD; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	1	54,57%	- FMR LLC; - S.W. MITCHELL CAPITAL LLP; - BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL; - GANDHARA ADVISORS EUROPE LLP; - CENTAURUS CAPITAL LP; - IGLI SPA; - DWS INVESTMENTS GMBH; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2008	1	37,47%	- FMR LLC; - IGLI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2009	1	35,60%	- THEOREMA ASSET MANAGEMENT LTD; - IGLI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2010	1	40,51%	- UBS AG; - NORGES BANK; - AMUNDI SA; - IGLI SPA.
		2011	1	34,78%	- UBS AG; - MCKINLEY CAPITAL MANAGEMENT LLC; - IGLI SPA.
		2012	1	37,56%	- UBS AG; - AMBER CAPITAL LP; - IGLI SPA.
		2013	0	-	-
		2014	0	-	-
		2015	1	2,01%	- UBS GROUP AG.
		2016	0	-	-
38	INDUSTRIE PININFARINA (CONSOLIDATO)				
39	INTERPUMP GROUP (GRUPPO INTERPUMP GROUP)	2000	1	40,11%	- SALOMON BROTHERS INTERNATIONAL LTD; - MORGAN GRENELL & CO. LIMITED; - DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - FONDI ALLEANZA SGR SPA; - DESTRIZ GEST AO E SERVICOS SOCIEDADE UNIPessoal LDA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2001	1	31,19%	- LEONARDO CAPITAL FUND LTD; - GARTMORE INVESTMENT LIMITED; - FONDI ALLEANZA SGR SPA; - DESTRIZ GEST AO E SERVICOS SOCIEDADE UNIPessoal LDA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2002	1	38,39%	- GARTMORE INVESTMENT LIMITED; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - INTERPUMP GROUP SPA; - FIDELITY INVESTMENTS; - HARRIS ASSOCIATES LP; - DESTRIZ GEST AO E SERVICOS SOCIEDADE UNIPessoal LDA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT.
		2003	1	35,23%	- MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED; - NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - HARRIS ASSOCIATES LP; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - EOS SERVIZI FIDUCIARI SRL; - B. GROUP SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2004	1	33,37%	- MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED; - HARRIS ASSOCIATES LP; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - B. GROUP SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - EOS SERVIZI FIDUCIARI SPA; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2005	1	32,13%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - INTERPUMP GROUP SPA; - CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - MAIS SPA; - COMMONWEALTH OF PENNSYLVANIA STATE EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM; - MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY; - HARRIS ASSOCIATES LP; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2006	1	34,63%	- INTERPUMP GROUP SPA; - CAAM SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA; - HARRIS ASSOCIATES LP; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - MAIS SPA; - MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2007	1	42,98%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - INTERPUMP GROUP SPA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2008	1	46,06%	- THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - CANTILLON CAPITAL MANAGEMENT LLC; - HARRIS ASSOCIATES LP.
		2009	1	49,50%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - FIL LIMITED; - T. ROWE PRICE INTERNATIONAL INC; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.
2010	1	52,41%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - CANTILLON CAPITAL MANAGEMENT LLC; - FMR LLC; - LAZARD FRERES GESTIONS; - T. ROWE PRICE INTERNATIONAL INC in qualita' ; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.		

		2011	1	52,73%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - FMR LLC; - CANTILLON CAPITAL MANAGEMENT LLC; - LAZARD FRERES GESTIONS; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2012	1	47,69%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - FMR LLC; - CANTILLON CAPITAL MANAGEMENT LLC; - GRUPPO IPG HOLDING SRL; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2013	1	42,09%	- NORGES BANK; - FIN TEL SRL; - FMR LLC; - GRUPPO IPG HOLDING SPA; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2014	1	44,10%	- AMBER CAPITAL UK LLP; - NORGES BANK; - FIN TEL SRL; - FMR LLC; - GRUPPO IPG HOLDING SPA; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - INTERPUMP GROUP SPA.
		2015	1	40,16%	- GRUPPO IPG HOLDING SPA; - MAIS SPA; - AMBER CAPITAL UK LLP; - FIN TEL SRL; - FMR LLC; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES.
		2016	1	43,21%	- GRUPPO IPG HOLDING SPA; - CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES; - FMR LLC; - MAIS SPA; - FIN TEL SRL.
40	IRCE - INDUSTRIA ROMAGNOLA CONDUTTORI ELETTRICI (GRUPPO IRCE)				
41	ISAGRO (CONSOLIDATO)	2003	1	15,11%	- SIPCAM INAGRA SA; - INAGRA SAARCA MERCHANT SPA; - SIPCAM PHYTEUROP SA; - SANPAOLO IMI SPA.
		2004	1	6,52%	- SIPCAM INAGRA SA; - SIPCAM PHYTEUROP SA.
		2005	1	7,65%	- THE ANTARES EUROPEAN FUND LIMITED; - SOFIA HOLDING SPA; - SIPCAM PHYTEUROP SA.
		2006	1	5,32%	- SOFIA HOLDING SPA; - PHYTEUROP SA.
		2007	1	4,89%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2008	1	4,89%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2009	1	4,89%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2010	1	4,89%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2011	1	4,89%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2012	1	6,25%	- SYMPHONIA SGR SPA; - PHYTEUROP SA.
		2013	1	2,79%	- PHYTEUROP SA.
		2014	1	2,79%	- PHYTEUROP SA.
		2015	1	2,79%	- PHYTEUROP SA.
		2016	0	-	-
42	ITALCEMENTI (CONSOLIDATO)	2000	1	-	-
		2001	1	-	-
		2002	1	-	-
		2003	1	-	-
		2004	1	-	-
		2005	1	8,28%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL EUROPE; - BARCLAYS GLOBAL INVESTORS LTD; - GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT L.P.
		2006	1	2,97%	- GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT L.P.
		2007	0	-	-
		2008	1	2,22%	- ARNHOLD AND S. BLEICHROEDER ADVISERS LLC.
		2009	1	2,22%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
		2010	1	2,22%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
		2011	1	2,22%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
		2012	1	2,22%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
		2013	1	2,22%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
2014	1	9,81%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.		
2015	1	8,41%	- FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC.		
43	ITTIERRE (GRUPPO IT HOLDING)				NOV SONO PRESENTI INFORMAZIONI SUL SITO DELLA CONSOB
44	LA DORIA (GRUPPO LA DORIA)	2000	1	5,00%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2001	1	5,00%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2002	1	5,00%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2003	1	5,00%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2004	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2005	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2006	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2007	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2008	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2009	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2010	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2011	1	6,55%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2012	1	4,99%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI.
		2013	1	2,92%	- ALBEMARLE ASSET MANAGEMENT LIMITED.
2014	0	-	-		
2015	1	-	-		
2016	1	10,03%	- WILMINGTON CAPITAL SL; - KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT N.V.		
45	LAVORWASH (CONSOLIDATO)	2000	1	74,04%	- BANCA INTESA SPA; - OYSTER SICAV; - FIFEST FIDUCIARIA S.I.M. SPA; - ZENITH SPA.
		2001	1	76,19%	- CABOTO HOLDING - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA; - INTESABCI SPA; - OYSTER SICAV; - ZENITH SPA.
		2002	1	72,03%	- BANCA INTESA SPA; - ZENITH SPA.
		2003	1	73,93%	- ZENITH SPA; - BANCA INTESA SPA.
		2004	1	60,35%	- ZENITH SPA.
		2005	1	60,35%	- ZENITH SPA.
		2006	1	60,35%	- ZENITH SPA.
		2007	1	59,51%	- ZENITH SPA.
46	MARCOLIN (CONSOLIDATO)				
47	MARIELLA BURANI FASHION GROUP (CONSOLIDATO)				
48	MARZOTTO - MANIFATTURA LANE MARZOTTO (CONSOLIDATO)	2000	1	31,79%	- AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO; - GABRIEL FIDUCIARIA SRL; - VENINVEST SPA; - FMR CORP. - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - WESTDEUTSCHE LANDESBANK ITALIA SPA; - HANDELSFINANZ-CCF BANK; - BANKERS TRUST COMPANY; - STATE OF NEW JERSEY COMMON FUND; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.

		2001	1	26.53%	- SP PRIVATE BANKING SA; - FINANZIARIA CANOVA SPA; - GABRIEL FIDUCIARIA SRL; - VENINVEST SPA; - BANKERS TRUST COMPANY; - STATE OF NEW JERSEY COMMON FUND; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.
		2002	1	29.54%	- FINANZIARIA CANOVA SPA; - UBS AG; - VENINVEST SPAGABRIEL FIDUCIARIA SRL; - BANKERS TRUST COMPANY; - STATE OF NEW JERSEY COMMON FUND; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.
		2003	1	6.68%	- FINANZIARIA CANOVA SPA; - J.P. MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2004	1	4.33%	- CENTAURUS CAPITAL LP; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.
		2005	1	10.31%	- PFC SRL; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.
		2006	1	25.99%	- TRENORA SPA; - LEONARDO CAPITAL FUND LTD; - PFC SRL; - CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS.
49	MERLONI ELETTRODOMESTICI CONSOLIDATO (INDESIT COMPANY)	2000	1	12.44%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI; - CO.GE.FIN. SPA.
		2001	1	18.09%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD. - ZURICH INVESTMENTS LIFE SPA; - ZURIGO ASSICURAZIONI SA. - CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI; - CO.GE.FIN. SPA.
		2002	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2003	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2004	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2005	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2006	1	7.02%	- AMBER CAPITAL LP; - CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2007	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2008	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2009	1	4.96%	- CORDUSIO SOCIETA' FIDUCIARIA PER AZIONI.
		2010	0	-	-
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	1	2.07%	- NORGES BANK.
		2014	1	87.78%	- WHIRLPOOL ITALIA HOLDINGS SRL.
50	MIRATO (GRUPPO MIRATO)				
51	MONTEFIBRE (CONSOLIDATO)	2000	1	19.67%	- OYSTER SICAV; - ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - IFIGEST FIDUCIARIA S.I.M. SPA; - EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - FILOFIBRA HOLDING SA; - SANFORD C. BERNSTEIN & CO. INC..
		2001	1	13.71%	- OYSTER SICAV; - FILOFIBRA HOLDING SA; - SANFORD C. BERNSTEIN & CO. INC..
		2002	1	9.95%	- FILOFIBRA HOLDING SA; - OYSTER SICAV.
		2003	1	13.43%	- SEVIAN SRL; - FILOFIBRA HOLDING SA; - OYSTER SICAV.
		2004	1	12.07%	- SEVIAN SRL; - FILOFIBRA HOLDING SA; - OYSTER SICAV.
		2005	1	10.81%	- OYSTER SICAV; - FILOFIBRA HOLDING SA.
		2006	1	10.81%	- OYSTER SICAV; - FILOFIBRA HOLDING SA.
		2007	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
		2008	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
		2009	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
		2010	1	7.56%	- OYSTER SICAV; - FILOFIBRA HOLDING SA.
		2011	1	9.57%	- WINDSAIL HOLDING SA; - OYSTER SICAV; - FILOFIBRA HOLDING SA.
		2012	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
		2013	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
		2014	1	5.55%	- FILOFIBRA HOLDING SA.
52	NEGRI BOSSI (CONSOLIDATO)	2002	1	64.13%	- BANCO DI NAPOLI ASSET MANAGEMENT SGR/PA; - SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2003	1	60.00%	- H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2004	1	62.03%	- BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA SCARL; - J.P. MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2005	1	64.14%	- BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA SCARL; - H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2006	1	62.03%	- BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA SCARL; - H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2007	1	62.03%	- BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA SCARL; - H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2008	1	89.08%	- H.P.S. SPA - HOLDING PARTECIPAZIONI SACMI.
		2009	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2001	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2002	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2003	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2004	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2005	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2006	1	7.82%	- FASE FINTEK SA.
		2007	1	4.68%	- FASE FINTEK SA.
		2008	0	-	-
		2009	0	-	-
		2010	0	-	-
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	0	-	-
		2014	1	29.87%	- LE FONTI CAPITAL PARTNER SRL.
		2015	1	29.87%	- LE FONTI CAPITAL PARTNER SRL.
		2016	1	29.87%	- LE FONTI CAPITAL PARTNER SRL.
53	OLIDATA				
54	PANARIA GROUP INDUSTRIE CERAMICHE (CONSOLIDATO)				
55	PERMASTEELISA (CONSOLIDATO)	2000	1	52.20%	- INTESA ASSET MANAGEMENT - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SGR SPA; - DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - HOLDING BAU SA.
		2001	1	38.59%	- JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT LTD; - HOLDING BAU SA; - GARTMORE INVESTMENT LIMITED; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED.
		2002	1	29.90%	- HOLDING BAU SA; - 21 INVEST 5 SA.
		2003	1	34.02%	- DEUTSCHE BANK AG; - HOLDING BAU SRL; - BANCA DITALIA; - INVESTINDUSTRIAL 5 SA.
		2004	1	39.40%	- ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - HOLDING BAU SRL; - BANCA DITALIA; - INTERNATIONAL ARCHITECTURE SA.
		2005	1	57.37%	- D.I.T.D. HOLDING SA; - HOLDING BAU SA; - AMBER CAPITAL LP; - CYCLADIC CAPITAL MANAGEMENT LTD; - ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BANCA DITALIA; - INTERNATIONAL ARCHITECTURE SA.

		2006	1	60.35%	- GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL; - AMBER CAPITAL LP; - CYCLADIC CAPITAL LLP; - ANDIMAHIA SA; - D.I.T.D. HOLDING SA; - ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BANCA D'ITALIA; - INTERNATIONAL ARCHITECTURE SA; - INTERNATIONAL ARCHITECTURE SA.
		2007	1	66.82%	- CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LIMITED; - FIL LIMITED; - ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - M2 CAPITAL MANAGEMENT LP; - AMBER CAPITAL LP; - CYCLADIC CAPITAL LLP; - ANDIMAHIA SA; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BANCA D'ITALIA; - INTERNATIONAL ARCHITECTURE SA.
		2008	1	63.34%	- D.I.T.D. HOLDING SA; - CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LIMITED; - ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - AMBER CAPITAL LP; - ANDIMAHIA SA; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BANCA D'ITALIA; - B-INVEST INTERNATIONAL HOLDINGS LTD.
		2009	1	6.46%	- ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BANCA D'ITALIA.
56	PIRELLI & C. (CONSOLIDATO)	2000	1	53.32%	- CAMFIN CAM FINANZIARIA SPA; - MEDIOBANCA SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA.
		2001	1	58.93%	- SERFIS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - CAMFIN CAM FINANZIARIA SPA; - MEDIOBANCA SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA.
		2002	1	60.59%	- PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - MEDIOBANCA SPA; - SERFIS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - CAMFIN CAM FINANZIARIA SPA; - HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA.
		2003	1	40.47%	- ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - MEDIOBANCA SPA; - CAMFIN CAM FINANZIARIA SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2004	1	42.33%	- CAMFIN CAM FINANZIARIA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ AKTIENGESELLSCHAFT; - MEDIOBANCA SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI.
		2005	1	43.29%	- ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - MEDIOBANCA SPA.
		2006	1	43.43%	- ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - MEDIOBANCA SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI.
		2007	1	44.70%	- CENTAURUS CAPITAL LP; - AMBER CAPITAL LP; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - MEDIOBANCA SPA.
		2008	1	52.78%	- PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT L.P.; - AXA ROSENBERG GROUP LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2009	1	43.99%	- PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2010	1	43.99%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2011	1	43.99%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - ALLIANZ SE; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - MEDIOBANCA SPA.
		2012	1	46.46%	- CAM 2012 SPA; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - FINSOE SPA; - RUANE CUNNIF & GOLDFARB INC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ALLIANZ SE; - MEDIOBANCA SPA.
		2013	1	43.43%	- HARBOR INTERNATIONAL FUND; - MALACALZA INVESTIMENTI SRL; - CAM 2012 SPA; - CAM PARTECIPAZIONI SPA; - CAMFIN SPA; - RUANE CUNNIF & GOLDFARB INC; - MEDIOBANCA SPA.
2014	1	41.07%	- HARBOR INTERNATIONAL FUND; - MALACALZA INVESTIMENTI SRL; - CAM 2012 SPA; - CAMFIN SPA; - MEDIOBANCA - BANCA DI CREDITO FINANZIARIO SPA.		
57	POLIGRAFICA S. FAUSTINO	2000	0	-	-
		2001	0	-	-
		2002	0	-	-
		2003	0	-	-
		2004	0	-	-
		2005	0	-	-
		2006	0	-	-
		2007	0	-	-
		2008	0	-	-
		2009	0	-	-
		2010	0	-	-
		2011	0	-	-
2012	0	-	-		
2013	0	-	-		
2014	0	-	-		
2015	0	-	-		

		2016	0	-	-
		2000	1	32,29%	- INVESTIRE PARTECIPAZIONI SPA; - ERSTE INTERNATIONAL HOLDING SA; - LESTRI HOLDING BV; - ALMOND SA.
		2001	1	31,06%	- ERSTE INTERNATIONAL HOLDING SA; - INVESTIRE PARTECIPAZIONI SPA; - LESTRI HOLDING BV; - ALMOND SA.
		2002	1	33,75%	- ERSTE INTERNATIONAL HOLDING SA; - INVESTIRE PARTECIPAZIONI SPA; - LESTRI HOLDING BV; - ALMOND SA.
		2003	1	37,99%	- LESTRI HOLDING BV; - ERSTE INTERNATIONAL HOLDING SA; - INVESTIRE PARTECIPAZIONI SPA; - ALMOND SA.
		2004	1	37,99%	- LESTRI HOLDING BV; - ERSTE INTERNATIONAL HOLDING SA; - INVESTIRE PARTECIPAZIONI SPA; - ALMOND SA.
		2005	1	43,15%	- ERSTE INTERNATIONAL SA; - ARCIPELAGOS SICAV; - LEMANIK SICAV; - LESTRI HOLDING BV; - ALMOND SA.
		2006	1	34,44%	- AIM ADVISOR INC. - CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - ERSTE INTERNATIONAL SA; - LESTRI HOLDING BV.
		2007	1	34,47%	- ERSTE INTERNATIONAL SA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV; - LESTRI HOLDING BV.
		2008	1	50,87%	- ED. BUEHLER HOLDING AG; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV; - LESTRI HOLDING BV.
		2009	1	46,59%	- CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - ED. BUEHLER HOLDING AG; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV.
		2010	1	47,75%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2011	1	47,75%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2012	1	47,75%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2013	1	49,81%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2014	1	49,81%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2015	1	49,81%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - CREDIT AGRICOLE (SUISSE) SA; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
		2016	1	45,56%	- LAZARD FRERES GESTION SAS; - SHARP FOCUS INTERNATIONAL LTD; - ERSTE INTERNATIONAL SA.
56	PRIMA INDUSTRIE (CONSOLIDATO)				
59	RATTI (GRUPPO RATTI)				
		2000	0	-	-
		2001	1	7,12%	- FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - AMVESCAP PLC.
		2002	1	9,98%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED.
		2003	1	5,03%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2004	0	-	-
		2005	1	2,31%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA.
		2006	0	-	-
		2007	1	2,00%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2008	1	2,00%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2009	0	-	-
		2010	1	5,08%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - FPL LIMITED.
		2011	1	6,17%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - FMR LLC; - BLACKROCK INC.
		2012	1	5,50%	- FMR LLC; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2013	1	5,50%	- FMR LLC; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2014	1	5,40%	- FMR LLC; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2015	1	3,40%	- FMR LLC.
		2016	1	4,05%	- FMR LLC.
60	RECORDATI - INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA (GRUPPO RECORDATI)				
		2000	1	29,04%	- BANQUE DU GOTHARD MONACO; - MAYR MELNHOF HOLDINGS BV; - ISFINA - ISTITUTO FINANZIARIO ED INDUSTRIALE NAZIONALE SPA.
		2001	1	29,04%	- BANQUE DU GOTHARD MONACO; - MAYR MELNHOF HOLDINGS BV; - ISFINA - ISTITUTO FINANZIARIO ED INDUSTRIALE NAZIONALE SPA.
		2002	1	29,04%	- BANQUE DU GOTHARD MONACO; - MAYR MELNHOF HOLDINGS BV; - ISFINA - ISTITUTO FINANZIARIO ED INDUSTRIALE NAZIONALE SPA.
		2003	1	14,79%	- I2 CAPITAL SPA; - BANQUE DU GOTHARD MONACO; - ISFINA - ISTITUTO FINANZIARIO ED INDUSTRIALE NAZIONALE SPA.
		2004	1	11,64%	- I2 CAPITAL SPA; - ISFINA - ISTITUTO FINANZIARIO ED INDUSTRIALE NAZIONALE SPA.
		2005	1	10,10%	- BANCA INTESA SPA; - I2 CAPITAL SPA.
		2006	1	5,67%	- RATIO ASSET MANAGEMENT LLP; - I2 CAPITAL SPA.
		2007	1	12,08%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SRL; - EURIZON INVESTIMENTI SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA; - EURINVEST FINANZA STABILE SRL.
		2008	1	5,51%	- EURINVEST FINANZA STABILE SPA.
		2009	1	5,51%	- EURINVEST FINANZA STABILE SPA.
		2010	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2011	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2012	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2013	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2014	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2015	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2016	1	5,42%	- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC.
		2000	1	5,96%	- REGALUXE INVESTMENT SA; - GEP 97 SPA.
		2001	1	2,04%	- REGALUXE INVESTMENT SA.
		2002	0	-	-
		2003	0	-	-
		2004	1	6,97%	- STARFIN SPA.
		2005	1	6,97%	- STARFIN SPA.
		2006	1	6,97%	- STARFIN SPA.
62	RICHARD GINORI				
63	RONCADIN (CONSOLIDATO)				DATI NON PRESENTI SUL SITO DELLA CONSOR
64					DATI NON PRESENTI SUL SITO DELLA CONSOR

	RONCADIN (CONSOLIDATO)-ORA ARENA GROUP				
65	SABAF (CONSOLIDATO)	2000	1	6.10%	-MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS LIMITED; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2001	1	6.26%	- CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2002	1	10.00%	- HERMES INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2003	1	8.34%	- UNICREDIT FONDI SGR SPA; - CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2004	1	8.26%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2005	1	12.66%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP; - SYCOMORE ASSET MANAGEMENT SA; - DWS INVESTMENTS GMBH; - CASSA NAZIONALE PREVIDENZA E ASSISTENZA RAGIONIERI E PERITI COMMERCIALI; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2006	1	11.84%	- BESTINVER GESTION SGIIC SA; - SYCOMORE ASSET MANAGEMENT SA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA.
		2007	1	11.65%	- NAZIONALE FIDUCIARIA SPA; - BESTINVER GESTION SGIIC SA; - SYCOMORE ASSET MANAGEMENT SA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2008	1	21.79%	- BAILLIE GIFFORD & CO; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - BESTINVER GESTION SGIIC SA; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA; - SYCOMORE ASSET MANAGEMENT SA; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LP.
		2009	1	22.44%	- DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - BAILLIE GIFFORD & CO; - BESTINVER GESTION SGIIC SA; - NAZIONALE FIDUCIARIA SPA; - SYCOMORE ASSET MANAGEMENT SA.
		2010	1	17.68%	- SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - BAILLIE GIFFORD & CO.
		2011	1	17.68%	- SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - BAILLIE GIFFORD & CO.
		2012	1	19.94%	- BNY MELLON SERVICE KAPITALANLAGE; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - BAILLIE GIFFORD & CO.
		2013	1	25.18%	- FIL LIMITED; - FMR LLC; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2014	1	22.20%	- FMR LLC; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2015	1	22.20%	- FMR LLC; - DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2016	1	34.98%	- DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT NV; - QUAESTIO CAPITAL SGR SPA.
66	SADI-SERVIZI INDUSTRIALI	2000	1	3.96%	- A.S.A.P. ASSISTENZA AZIENDE E PARTECIPAZIONI SRL.
		2001	1	3.96%	- A.S.A.P. ASSISTENZA AZIENDE E PARTECIPAZIONI SRL.
		2002	1	3.96%	- A.S.A.P. ASSISTENZA AZIENDE E PARTECIPAZIONI SRL.
		2003	1	4.84%	- SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA SPA.
		2004	1	7.77%	- THE DIMPORZANO FAMILY TRUST; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2005	1	31.05%	- IDA SRL; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2006	1	31.05%	- IDA SRL; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2007	1	7.82%	- FINANCIERE DE CHAMPLAIN SAS; - SOPAF SPA.
		2008	1	7.82%	- FINANCIERE DE CHAMPLAIN SAS; - SOPAF SPA.
		2009	1	7.69%	- FINANCIERE DE CHAMPLAIN SAS; - SOPAF SPA.
		2010	1	4.96%	- FINANCIERE DE CHAMPLAIN SAS.
2011	0	-	-		
67	SADI-SERVIZI INDUSTRIALI->AMBIENTHESIS				
68	SAES GETTERS (CONSOLIDATO)	2000	1	11.81%	- ROBERT FLEMING HOLDINGS LIMITED; - BERGER TRUST SPA; - BNL GESTION SGR SPA.
		2001	1	10.09%	- BERGER TRUST SPA; - PRIMEGEST SGR SPA.
		2002	1	14.30%	- GENERALI ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - BIPIEMME GESTION SGR SPA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - BERGER TRUST SPA.
		2003	1	14.30%	- GENERALI ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - BIPIEMME GESTION SGR SPA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - BERGER TRUST SPA.
		2004	1	11.28%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO; - BERGER TRUST SPA; - BIPIEMME GESTION SGR SPA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2005	1	15.84%	- LEMANIK SICAV; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO; - BERGER TRUST SPA; - BIPIEMME GESTION SGR SPA.
		2006	1	7.42%	- BERGER TRUST LUXEMBOURG HOLDING SA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2007	1	7.42%	- FINTRUST SA; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2008	1	2.62%	- FINTRUST SA.
		2009	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2010	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2011	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2012	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2013	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2014	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2015	1	2.62%	- BERGER TRUST SRL.
		2016	0	-	-
69	SAIPEM (CONSOLIDATO)	2000	1	47.38%	- FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - GENERAL ELECTRIC INVESTMENT CORPORATION; - SNAM SPA; - SOCIETA' FINANZIAMENTI IDROCARBURI SODIF SPA; - ENI SPA.
		2001	1	47.23%	- SOCIETA' FINANZIAMENTI IDROCARBURI SODIF SPA; - SNAM SPA; - ENI SPA; - FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - GENERAL ELECTRIC INVESTMENT CORPORATION.
		2002	1	43.00%	- SOCIETA' FINANZIAMENTI IDROCARBURI SODIF SPA; - ENI SPA.
		2003	1	43.00%	- SOCIETA' FINANZIAMENTI IDROCARBURI SODIF SPA; - ENI SPA.
		2004	1	45.10%	- ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP; - ENI SPA.
		2005	1	52.55%	- ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - THREEADNEDLE ASSET MANAGEMENT LIMITED; - ENI SPA.

		2006	1	51.54%	- ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - GE ASSET MANAGEMENT INC; - ENI SPA.
		2007	1	51.34%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - GE ASSET MANAGEMENT INC; - ENI SPA.
		2008	1	48.18%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - ENI SPA.
		2009	1	54.46%	- BLACKROCK INC.; - FIL LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - ALLIANCE BERNSTEIN LP; - ENI SPA.
		2010	1	56.12%	- FMR LLC; - BLACKROCK INC.; - FIL LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - ENI SPA.
		2011	1	56.12%	- FMR LLC; - BLACKROCK INC.; - FIL LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - ENI SPA.
		2012	1	45.57%	- FIL LIMITED; - ENI SPA.
		2013	1	44.95%	- MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY; - ENI SPA.
		2014	1	50.00%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - DODGE & COX; - ENI SPA.
		2015	1	56.57%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - DODGE & COX; - ENI SPA.
		2016	1	49.35%	- DODGE & COX; - CDP EQUITY SPA; - ENI SPA.
70	SNIA (CONSOLIDATO)	2000	1	4.27%	- BANQUE DU GOTHARD MONACO; - BANCA D'ITALIA.
		2001	1	5.07%	- LANSDOWNE PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP; - BANCA D'ITALIA.
		2002	1	11.76%	- K CAPITAL PARTNERS LLC; - SENECA CAPITAL LP; - OZ MANAGEMENT LLC; - CENTAURUS ALPHA MASTER FUND LIMITED.
		2003	0	-	-
		2004	1	2.01%	- JULIUS BAER MULTICOOPERATION SICAV.
		2005	1	30.88%	- BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA; - HOPA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2006	1	19.15%	- HOPA SPA; - ARTIENE INVESTIMENTI SRL; - INTERBANCA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2007	1	23.73%	- BERTOLINI SPA; - INTERBANCA SPA; - COMPAGNIA FINANZIARIA BIORAFFINERIE SRL; - ARTIENE INVESTIMENTI SRL; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - HOPA SPA.
		2008	1	18.34%	- HOPA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - INTERBANCA SPA; - COMPAGNIA FINANZIARIA BIORAFFINERIE SRL; - ARTIENE INVESTIMENTI SRL.
71	SOCOTHEM (CONSOLIDATO)	2002	1	80.33%	- ABXBANK SPA; - FIDER SRL ISTITUTO FIDUCIARIO E DI REVISIONE; - EOS SERVIZI FIDUCIARI SRL.
		2003	1	78.02%	- HERMES INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FIDER SRL ISTITUTO FIDUCIARIO E DI REVISIONE; - EOS SERVIZI FIDUCIARI SRL.
		2004	1	65.00%	- EOS SERVIZI FIDUCIARI SPA.
		2005	1	64.16%	- EOS SERVIZI FIDUCIARI SPA; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2006	1	7.46%	- DWS INVESTMENTS GMBH; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP.
		2007	1	5.30%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP.
		2008	1	3.05%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2009	1	2.06%	- SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
72	SOGEFI (CONSOLIDATO)	2001	1	4.13%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
		2002	1	4.13%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
		2003	1	4.99%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2004	1	4.99%	- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED.
		2005	1	4.19%	- TOCQUEVILLE FINANCE SA; - NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA.
		2006	1	9.19%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - TOCQUEVILLE FINANCE SA; - CAAM SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA.
		2007	1	5.01%	- BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2008	1	7.08%	- CAPITAL GUARDIAN TRUST COMPANY; - BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2009	1	7.55%	- BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2010	1	7.16%	- BESTINVER GESTION SGHC SA.
		2011	0	-	-
		2012	1	2.14%	- HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP.
		2013	1	3.00%	- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2014	1	4.08%	- HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP; - FIL LIMITED.
		2015	1	4.08%	- HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP; - FIL LIMITED.
2016	0	-	-		
73	SOL (GRUPPO SOL)	2000	1	14.99%	- SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA S.I.R.E.F.
		2001	1	14.99%	- SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA S.I.R.E.F.
		2002	1	17.00%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA S.I.R.E.F.
		2003	1	16.22%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA SPA.
		2004	1	18.23%	- TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2005	1	20.21%	- JULIUS BAER MULTICOOPERATION SICAV; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2006	1	21.37%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - JULIUS BAER MULTICOOPERATION SICAV; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2007	1	15.66%	- SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA; - BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC.
		2008	1	17.69%	- APERTA SICAV; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA; - BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC.
		2009	1	18.49%	- TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - BESTINVER GESTION SGHC SA; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2010	1	19.89%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.
		2011	1	19.89%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.

		2012	1	22.39%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.		
		2013	1	24.94%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.		
		2014	1	24.99%	- ALLIANZ IARD SA; - J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED; - TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.		
		2015	1	24.99%	- ALLIANZ IARD SA; - J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED; - TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.		
		2016	1	24.99%	- ALLIANZ IARD SA; - J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED; - TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC; - SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA.		
74	SORIN (CONSOLIDATO)	2004	0	-	-		
		2005	1	33.79%	- BIOS INTERBANCA SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - SRS SPA; - WELLINGTON MANAGEMENT COMPANY LLP.		
		2006	1	27.57%	- SRS SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - BIOS INTERBANCA SPA.		
		2007	1	27.53%	- THE ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC; - SRS SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.		
		2008	1	27.51%	- BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - BIOS INTERBANCA SPA; - SRS SPA.		
		2009	1	34.89%	- ANIMA SGR SPA; - SMALLPART SPA; - BIOS INTERBANCA SPA; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - TOWER 6 BIS SARL; - MPS INVESTMENTS SPA.		
		2010	1	26.20%	- BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - UNIPOL ASSICURAZIONI SPA; - BIOS INTERBANCA SRL; - TOWER 6 BIS SARL.		
		2011	1	26.96%	- NORGES BANK; - UNIPOL ASSICURAZIONI SPA; - GE CAPITAL EQUITY HOLDINGS INC; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - TOWER 6 BIS SARL.		
		2012	1	27.97%	- ZADIG GESTION (LUXEMBOURG) S.A.; - UNIPOL ASSICURAZIONI SPA; - GE CAPITAL EQUITY HOLDINGS INC; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - TOWER 6 BIS SARL.		
		2013	1	24.66%	- FIL LIMITED; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - NORGES BANK; - UNIPOL ASSICURAZIONI SPA; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - TOWER 6 BIS SARL.		
		2014	1	13.28%	- UNIPOL SAI ASSICURAZIONI SPA; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - TOWER 6 BIS SARL.		
75	STEFANEL (CONSOLIDATO)	2000	1	29.76%	- MEDIOBANCA SPA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2001	1	29.76%	- MEDIOBANCA SPA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2002	1	29.76%	- MEDIOBANCA SPA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2003	1	27.46%	- DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2004	1	30.30%	- SANPAOLO ASSET MANAGEMENT SA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2005	1	32.05%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2006	1	36.86%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2007	1	30.68%	- LEONARDO CAPITAL FUND SPC LIMITED; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE; - BESTINVER GESTION SGHC SA.		
		2008	1	26.04%	- DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE; - CLASSICA SPA; - BESTINVER GESTION SGHC SA.		
		2009	1	23.77%	- BESTINVER GESTION SGHC SA; - DELTA ERRE SPA SOC. FIDUCIARIA DI ORGANIZZAZIONE AZIENDALE E REVISIONE.		
		2010	1	9.97%	- BESTINVER GESTION SGHC SA.		
		2011	1	2.52%	- PRIMA SGR SPA.		
		2012	0	-	-		
		2013	0	-	-		
		2014	0	-	-		
		2015	0	-	-		
2016	0	-	-				
76	TODS (CONSOLIDATO)	DATI NON ACCESSIBILI SUL SITO CONSOB					
		2008	1	7.08%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - STATE OF NEW JERSEY COMMON FUND D.		
		2009	1	7.03%	- FIL LIMITED; - OPPENHEIMERFUNDS INC.		
		2010	1	10.23%	- BLACKROCK INC.; - FIL LIMITED; - OPPENHEIMERFUNDS INC.		
		2011	1	15.43%	- SERVIZIO ITALIA SPA - SOCIETA' FIDUCIARIA E DI SERVIZI; - OPPENHEIMERFUNDS INC.		
		2012	1	31.65%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - SERVIZIO ITALIA SPA - SOCIETA' FIDUCIARIA E DI SERVIZI; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.		
		2013	1	8.73%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.		
		2014	1	8.73%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.		
		2015	1	8.73%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.		
		2016	1	3.70%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.		
		77	TREVI FINANZIARIA INDUSTRIALE - TREVI GROUP (CONSOLIDATO)	2000	1	14.52%	- PRIMEGEST SGR SPA; - COMIT ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - INTESA ASSET MANAGEMENT - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SGR SPA.
				2001	0	9.60%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - COMIT ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
				2002	0	4.89%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA.
				2003	0	-	-
				2004	0	-	-

		2005	1	5.40%	- BIPIEMME GESTIONI SGR SPA.
		2006	1	2.14%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2007	1	7.26%	- FIL LIMITED.
		2008	1	5.00%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2009	1	4.04%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.
		2010	1	14.57%	- ANIMA SGR SPA;
		2011	1	12.54%	- POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC;
		2012	1	21.74%	- OPPENHEIMERFUNDS INC.;
		2013	1	24.55%	- HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED;
		2014	1	44.14%	- POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC;
		2015	1	26.86%	- POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC;
		2016	1	26.86%	- POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC.
78	TREVISAN COMETAL (CONSOLIDATO)	2003	1	32.76%	- ABAXBANK SPA;
		2004	1	20.90%	- FINFEO ASSET MANAGEMENT SPA SGR SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO;
		2005	1	18.59%	- POWE CAPITAL MANAGEMENT LLP;
		2006	1	18.44%	- CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR SPA;
		2007	1	66.35%	- HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED;
		2008	1	61.34%	- AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO;
		2009	0	-	-
		2001	0	-	-
		2002	0	-	-
		2003	0	-	-
		2004	0	-	-
		2005	0	-	-
		2006	0	-	-
		2007	0	-	-
		2008	0	-	-
		2009	0	-	-
		2010	0	-	-
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	1	10.71%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCARL;
		2014	1	10.71%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCARL;
		2015	1	8.19%	- INTESA SANPAOLO SPA;
		2016	0	-	-
79	VINCENZO ZUCCHI (CONSOLIDATO)	2002	1	53.00%	- UNIONE GENERALE IMMOBILIARE SPA;
		2003	1	60.28%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2004	1	65.31%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2005	1	71.54%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2006	1	71.55%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2007	1	69.32%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2008	1	74.77%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA;
		2009	1	72.52%	- ONDEO ITALIA SPA;
		2010	1	75.55%	- FINANZIARIA ITALIA SPA;
		2011	1	77.55%	- FINANZIARIA ITALIA SPA;
80	ACEA	2002	1	53.00%	- UNIONE GENERALE IMMOBILIARE SPA;
		2003	1	60.28%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2004	1	65.31%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2005	1	71.54%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2006	1	71.55%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2007	1	69.32%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD;
		2008	1	74.77%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA;
		2009	1	72.52%	- ONDEO ITALIA SPA;
		2010	1	75.55%	- FINANZIARIA ITALIA SPA;
		2011	1	77.55%	- FINANZIARIA ITALIA SPA;

					- GDF SUEZ ENERGIA ITALIA SPA; - ROMA CAPITALE.
		2012	1	78.88%	- GAMMA SRL; - FINCAL SPA; - VIAPAR SRL; - VIAFIN SRL; - SO.FI.COS SRL; - ONDEO ITALIA SPA; - GDF SUEZ ENERGIA ITALIA SPA; - ROMA CAPITALE.
		2013	1	82.68%	- ONDEO ITALIA SPA; - NORGES BANK; - GAMMA SRL; - FINCAL SPA; - VIAPAR SRL; - VIAFIN SRL; - SO.FI.COS SRL; - GDF SUEZ ENERGIA ITALIA SPA; - ROMA CAPITALE.
		2014	1	81.36%	- ONDEO ITALIA SPA; - NORGES BANK; - GAMMA SRL; - FINCAL SPA; - VIAPAR SRL; - VIAFIN SRL; - SO.FI.COS SRL; - ROMA CAPITALE.
		2015	1	81.36%	- SUEZ ITALIA SPA; - NORGES BANK; - GAMMA SRL; - FINCAL SPA; - VIAPAR SRL; - VIAFIN SRL; - SO.FI.COS SRL; - ROMA CAPITALE.
		2016	1	79.34%	- FINCAL SPA; - VIAPAR SRL; - VIAFIN SRL; - SO.FI.COS SRL; - SUEZ SA; - ROMA CAPITALE.
81	ACEGAS - APS	2003	1	69.92%	- COMUNE DI PADOVA; - COMUNE DI TRIESTE; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE.
		2004	1	2.01%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE.
		2005	1	8.51%	- BANCA INTESA SPA; - DEUTSCHE BANK AG; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE.
		2006	1	5.63%	- SANPAOLO IMI SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE.
		2007	1	5.69%	- INTESA SANPAOLO SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE.
		2008	1	8.79%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2009	1	8.79%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2010	1	11.30%	- ING INVESTMENT MANAGEMENT BELGIUM SA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2011	1	11.30%	- ING INVESTMENT MANAGEMENT BELGIUM SA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2012	1	11.30%	- ING INVESTMENT MANAGEMENT BELGIUM SA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TRIESTE; - INTESA SANPAOLO SPA.
82	ACQUE POTABILI	2003			
		2004			
		2005			
		2006			
		2007	1	87.98%	- IRIDE ACQUA GAS SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA; - INTESA SANPAOLO SPA;
		2008	1	71.45%	- SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA; - IRIDE ACQUA GAS SPA.
		2009	1	71.45%	- IRIDE ACQUA GAS SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2010	1	71.45%	- INTESA SANPAOLO SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA; - IREN ACQUA GAS SPA.
		2011	1	71.45%	- IREN ACQUA GAS SPA; - INTESA SANPAOLO SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA.
		2012	1	71.45%	- IREN ACQUA GAS SPA; - INTESA SANPAOLO SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA.
		2013	1	71.45%	- IREN ACQUA GAS SPA; - INTESA SANPAOLO SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA.
		2014	1	87.91%	- SVILUPPO IDRICO SPA; - SOCIETA' METROPOLITANA ACQUE TORINO SPA; - IREN ACQUA GAS SPA.
83	ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA	2002	1	94.20%	- GENOVA ACQUE SPA; - ACQUA ITALIA SPA.
		2003	1	94.20%	- GENOVA ACQUE SPA; - ACQUA ITALIA SPA.
		2004	1	94.20%	- GENOVA ACQUE SPA; - ACQUA ITALIA SPA.
84	ACSM - AGAM	2002	1	55.00%	- COMUNE DI COMO; - EDISON SPA.
		2003	1	55.00%	- COMUNE DI COMO; - EDISON SPA.
		2004	1	55.00%	- COMUNE DI COMO; - EDISON SPA.
		2005	1	54.97%	- COMUNE DI COMO; - EDISON SPA.
		2006	1	44.45%	- COMUNE DI COMO; - EDISON SPA.
		2007	1	40.48%	- COMUNE DI COMO.
		2008	1	44.45%	- COMUNE DI COME; - EDISON SPA.
		2009	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2010	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2011	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2012	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2013	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2014	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2015	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
		2016	1	53.89%	- COMUNE DI COMO; - COMUNE DI MONZA.
85	ACTELIOS	2002	0	-	-
		2004	0	-	-
		2005	0	-	-
		2006	1	7.92%	- GLG PARTNERS LP; - LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL EUROPE.
		2007	1	9.51%	- GLG PARTNERS LP.
		2008	0	-	-
		2009	0	-	-
86	ACTELIOS -> FALCK RENEWABLES				
87	AEM - AMSA - ASM (CONSOLIDATO AEM)	2002	1	56.00%	- MOTOR COLUMBUS AG; - COMUNE DI MILANO.

		2003	1	56.32%	- MOTOR COLUMBUS AG; - COMUNE DI MILANO;
		2004	1	48.59%	- UBS AG; - COMUNE DI MILANO;
		2005	1	50.63%	- PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - UBS AG; - COMUNE DI MILANO;
		2006	1	52.64%	- T. ROWE PRICE INTERNATIONAL INC; - PREMAFIN FINANZIARIA SPA HOLDING DI PARTECIPAZIONI; - MOTOR COLUMBUS AG; - COMUNE DI MILANO;
		2007	1	50.66%	- FIL LIMITED; - ATEL HOLDING AG; - COMUNE DI MILANO;
88	AEM - AMSA - ASM (CONSOLIDATO AEM)--->A2A	2008	1	62.35%	- ATTEL HOLDING AG; - FIL LIMITED; - COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2009	1	59.91%	- ALPIQ HOLDING AG; - COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2010	1	59.91%	- ALPIQ HOLDING AG; - COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2011	1	59.91%	- ALPIQ HOLDING AG; - COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2012	1	54.91%	- COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2013	1	54.91%	- COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2014	1	54.91%	- COMUNE DI BRESCIA; - COMUNE DI MILANO;
		2015	1	52.08%	- NORGES BANK; - COMUNE DI MILANO; - COMUNE DI BRESCIA;
		2016	1	53.06%	- NORGES BANK; - COMUNE DI MILANO; - COMUNE DI BRESCIA;
		2000	1	61.48%	- MONTE DEI PASCHI DI SIENA; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE SPA; - COMUNE DI PRATO - AZIENDA MUNICIPALIZZATA PER L'IGIENE URBANA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2001	1	61.50%	- FONDAZIONE MONTE DEI PASCHI DI SIENA; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE SPA; - COMUNE DI PRATO - AZIENDA MUNICIPALIZZATA PER L'IGIENE URBANA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2002	1	61.48%	- FONDAZIONE MONTE DEI PASCHI DI SIENA; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE SPA; - COMUNE DI PRATO - AZIENDA MUNICIPALIZZATA PER L'IGIENE URBANA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2003	1	51.67%	- C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE;
		2004	1	51.68%	- C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE; - ACQUISIZIONE PRIMA SRL; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2005	1	54.65%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2006	1	60.14%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA.
		2007	1	74.77%	- BANCA TOSCANA SPA; - MERIDIANA SPA; - FONDIARIA - SAI SPA; - AEROPORTI HOLDING SRL; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE;
89	AEROPORTO DI FIRENZE	2008	1	72.70%	- BANCA TOSCANA SPA; - MERIDIANA SPA; - FONDIARIA - SAI SPA; - AEROPORTI HOLDING SRL; - KAIROS PARTNERS SGR SPA; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE;
		2009	1	72.70%	- BANCA TOSCANA SPA; - MERIDIANA SPA; - FONDIARIA - SAI SPA; - AEROPORTI HOLDING SRL; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE;
		2010	1	75.11%	- ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - FONDIARIA - SAI SPA; - AEROPORTI HOLDING SRL; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - COMUNE DI FIRENZE;
		2011	1	76.18%	- C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - AEROPORTI HOLDING SRL; - COMUNE DI FIRENZE;
		2012	1	75.11%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - FONDIARIA - SAI SPA; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2013	1	76.18%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2014	1	76.29%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - REGIONE TOSCANA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2015	1	78.66%	- AEROPORTI HOLDING SRL; - CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE; - REGIONE TOSCANA; - COMUNE DI FIRENZE;
		2016	1	33.94%	- CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRIC. DI FIRENZE; - C.C.I.A.A. CAMERA COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI PRATO; - ENTE CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE;

90	SAVE - AEROPORTO DI VENEZIA MARCO POLO	2005	1	71.24%	- REGIONE TOSCANA; - COMUNE DI FIRENZE; - MARCO POLO HOLDING SRL; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA; - SANPAOLO IMI SPA.
		2006	1	74.66%	- FONDAZIONE DI VENEZIA; - THEOREMA ASSET MANAGEMENT LTD; - DEUTSCHE BANK AG; - MARCO POLO HOLDING SRL; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA.
		2007	1	76.01%	- COMUNE DI TREVISO; - KAIROS FUND LIMITED; - FONDAZIONE DI VENEZIA; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI VENEZIA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA.
		2008	1	75.76%	- KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA.
		2009	1	76.80%	- KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA.
		2010	1	81.31%	- DEUTSCHE BANK AG; - KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA.
		2011	1	78.36%	- KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - COMUNE DI VENEZIA.
		2012	1	80.75%	- AMBER CAPITAL UK LLP; - AMBER CAPITAL ITALIA SGR SPA; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - NORDEST MERCHANT SPA; - KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA.
		2013	1	88.49%	- BANCA POPOLARE DI VICENZA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI; - AMBER CAPITAL UK LLP; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA.
		2014	1	84.17%	- AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - BANCA POPOLARE DI VICENZA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI; - AMBER CAPITAL UK LLP; - FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA.
		2015	1	91.82%	- FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA; - AMBER CAPITAL UK LLP; - AMMINISTRAZIONE DELLA PROVINCIA DI VENEZIA; - KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED; - COMUNE DI TREVISO; - FONDAZIONE DI VENEZIA.
		2016	1	59.64%	- FINANZIARIA INTERNAZIONALE HOLDING SPA.
91	AEROPORTI DI ROMA (GRUPPO GEMINA)				DATI NON PRESENTI SUL SITO DELLA CONSOB
92	AMGA	2003	1	29.71%	- COMUNE DI GENOVA; - COMUNE DI ROMA;
		2004	1	58.90%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - LYXOR ASSET MANAGEMENT; - COMUNE DI GENOVA; - COMUNE DI ROMA;
		2005	1	48.83%	- COMUNE DI GENOVA; - AMBER CAPITAL LP; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
93	ASCOPIAVE	2006	1	67.09%	- ASM ROVIGO SPA; - FIL LIMITED; - FASSINA PARTECIPAZIONI SRL; - ASCO HOLDING SPA.
		2007	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2008	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2009	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2010	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2011	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2012	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2013	1	68.07%	- ASCO HOLDING SPA; - VENETO SVILUPPO SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2014	1	69.07%	- AMBER CAPITAL UK LLP; - ASCO HOLDING SPA; - ASM ROVIGO SPA.
		2015	1	65.98%	- ASCO HOLDING SPA; - ASM ROVIGO SPA.
2016	1	61.56%	- ASCO HOLDING SPA.		
94	ASTM - Autostrada Torino Milano S.p.A. (Gruppo AURELIA)	2006	1	64.6%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - ARGO FINANZIARIA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	1	69.64%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.

				- ARGO FINANZIARIA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA;	
		2008	1	70.11%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - AURELIA SPA.
		2009	1	69.97%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - AURELIA SRL.
		2010	1	65.95%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - AURELIA SRL.
		2011	1	65.95%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - AURELIA SRL.
		2012	1	65.95%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - AURELIA SRL.
		2013	1	67.33%	- NORGES BANK; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - AURELIA SRL.
		2014	1	70.29%	- NORGES BANK; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LL; - AURELIA SRL.
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
95	ATLANTIA ex AUTOSTRADE (Gruppo RAGIONE DI GILBERTO BENETTON E.C.)	2003	1	76.71%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCR.L; - JP MORGAN SECURITIES LIMITED; - DEUTSCHE BANK AG; - SCHEMAVENTOTTO SPA.
		2004	1	58.80%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCR; - HSBC BANK PLC; - FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - SCHEMAVENTOTTO SPA.
		2005	1	59.57%	- JP MORGAN SECURITIES LIMITED; - BANCA POPOLARE DI MILANO SCR; - SCHEMAVENTOTTO SPA.
		2006	1	61.87%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCR.L; - AMBER CAPITAL LP; - JP MORGAN SECURITIES LIMITED; - SCHEMAVENTOTTO SPA.
		2007	1	62.88%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCR.L; - J.P. MORGAN SECURITIES LIMITED; - LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL EUROPE; - SCHEMAVENTOTTO SPA; - SINTONIA SA.
		2008	1	60.35%	- SOPELA BETEILIGUNGSVERWALTUNGS GMBH; - HSBC BANK PLC; - ACESA ITALIA SRL; - SCHEMAVENTOTTO SPA; - SINTONIA SA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.
		2009	1	66.31%	- BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITE; - UBS AG; - SOPELA BETEILIGUNGSVERWALTUNGS GMBH; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - ACESA ITALIA SRL; - SCHEMAVENTOTTO SPA; - SINTONIA SA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ATLANTIA SPA.
		2010	1	63.06%	- NORGES BANK; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - ACESA ITALIA SRL; - SCHEMAVENTOTTO SPA; - SINTONIA SA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ATLANTIA SPA.
		2011	1	60.33%	- NORGES BANK; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - BLACKROCK INC.; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - SCHEMAVENTOTTO SPA; - SINTONIA SA; - ATLANTIA SPA.
		2012	1	59.74%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - BLACKROCK INC.; - SINTONIA SPA; - ATLANTIA SPA.
		2013	1	58.78%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - UBS AG; - BLACKROCK INC.
		2014	1	50.63%	- SINTONIA SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.
		2015	1	55.74%	- BLACKROCK INC.; - SINTO MB SRL; - ATHENA HOLDING SRL; - SINTONIA SPA; - GIC PTE LTD; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.
		2016	1	43.45%	- SINTONIA SPA; - GIC PTE LTD; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.
96	GRUPPO EDISON	2002	1	64.34%	- ITALENERGIA BIS SPA; - TECNIMONT SPA; - ELECTRICITE' DE FRANCE SERVICE NATIONAL.
		2003	1	64.34%	- ITALENERGIA BIS SPA; - TECNIMONT SPA; - ELECTRICITE' DE FRANCE SERVICE NATIONAL.
		2004	1	64.04%	- ITALENERGIA BIS SPA; - TECNIMONT SPA; - ELECTRICITE' DE FRANCE SERVICE NATIONAL.
		2005	1	97.78%	- JP MORGAN SECURITIES LIMITED; - MEDIOBANCA SPA; - TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - ELECTRICITE' DE FRANCE SA.
		2006	1	88.57%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - WGRM HOLDING 3 SPA; - MNTC HOLDING SRL; - WGRM HOLDING 4 SPA; - ELECTRICITE' DE FRANCE SA.
		2007	1	78.74%	- MNTC HOLDING SRL; - TRANSALPINA DI ENERGIA SRL.
		2008	1	80.64%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - WGRM HOLDING 3 SPA; - MNTC HOLDING SRL; - ELECTRICITE' DE FRANCE SA.
		2009	1	80.64%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - MNTC HOLDING SRL IN LIQUIDAZIONE.
		2010	1	80.64%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - MNTC HOLDING SRL IN LIQUIDAZIONE.
		2011	1	80.64%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - MNTC HOLDING SRL IN LIQUIDAZIONE.
		2012	1	99.48%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - MNTC HOLDING SRL IN LIQUIDAZIONE.
		2013	1	99.48%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SRL; - MNTC HOLDING SRL IN LIQUIDAZIONE.
		2014	1	99.48%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SPA.
		2015	1	99.48%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SPA.
		2016	1	99.48%	- TRANSALPINA DI ENERGIA SPA.
97	ENEL	2002	1	68.26%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
		2003	1	60.98%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2004	1	41.83%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.

		2005	1	34.22%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.		
		2006	1	32.22%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.		
		2007	1	34.44%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.		
		2008	1	34.44%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.		
		2009	1	34.26%	- BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.		
		2010	1	33.98%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - BLACKROCK INC.		
		2011	1	33.98%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE; - BLACKROCK INC.		
		2012	1	31.24%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
		2013	1	31.24%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
		2014	1	33.32%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
		2015	1	27.52%	- NORGES BANK; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
		2016	1	28.63%	- BLACKROCK INC.; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
		98	ENI	2001	1	32.34%	- BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
				2002	1	30.34%	- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
				2003	1	30.32%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
				2004	1	34.40%	- FIDELITY INVESTMENTS ; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.
2005	1			30.32%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2006	1			30.32%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2007	1			32.32%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2008	1			32.41%	- CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2009	1			35.05%	- BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2010	1			34.99%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - BLACKROCK INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2011	1			32.98%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - BLACKROCK INC.; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2012	1			30.30%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2013	1			30.30%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2014	1			32.41%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
2015	1			32.41%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE.		
99	ERG			2003	1	2.00%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED.
		2004	1	5.00%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED.		
		2005	1	2.04%	- GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT L.P.		
		2006	1	2.16%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED.		
		2007	0	-	-		
		2008	0	-	-		
		2009	1	4.23%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR SPA.		
		2010	1	7.28%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR SPA.		
		2011	1	12.23%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC; - GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR SPA.		
		2012	1	4.96%	- TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC.		
		2013	1	2.03%	- NORGES BANK.		
		2014	0	-	-		
		2015	0	-	-		
		2016	1	4.08%	- UNICREDIT SPA.		
		100	EUTELIA	2001	0	-	-
				2002	0	-	-
2003	1			79.98%	- BANCHE POPOLARI UNITE SCRL; - COHRI SPA.		
2004	0			-	-		
2005	1			50.46%	- BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA E DEL LAZIO SCARL; - F. FINANZIARIA SRL; - 12 INVEST SRL; - FINITAL - FINANZIARIA ITALIANA SPA.		
2006	1			45.45%	- F. FINANZIARIA SRL; - FINITAL - FINANZIARIA ITALIANA SPA.		
2007	1			49.81%	- BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA - OYSTER SICAV; - F. FINANZIARIA SRL; - FINITAL - FINANZIARIA ITALIANA SPA.		
2008	1			39.18%	- FINITAL - FINANZIARIA ITALIANA SPA; - F. FINANZIARIA SRL.		
2009	1			35.63%	- FINITAL - FINANZIARIA ITALIANA SPA; - F. FINANZIARIA SRL.		
2010	0			-	-		
101	FASTWEB	2001	0	-	-		
		2002	0	-	-		
		2003	0	-	-		
		2004	1	14.31%	- FMR CORP.; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - AEM SPA.		
		2005	1	2.25%	- FMR CORP.		
		2006	1	6.87%	- FMR CORP.; - PIONEER ASSET MANAGEMENT SA.		
		2007	0	-	-		
		2008	0	-	-		
		2009	0	-	-		
		2010	0	-	-		
102	GAS PLUS						
103	GRUPPO HERA	2003	1	48.66%	- KAIROS FUND LIMITED; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI IMOLA; - NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI FORLI'; - COMUNE DI CESENA.		
		2004	1	48.14%	- COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI FORLI'; - COMUNE DI CESENA; - COMUNE DI IMOLA.		
		2005	1	45.38%	- COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI RIMINI;		

				- COMUNE DI FORLÌ; - COMUNE DI CESENA; - COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI BOLOGNA.	
		2006	I	49.90%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - HOLDING STRATEGIE E SVILUPPO DEI TERRITORI MODENESI SPA; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI FORLÌ; - COMUNE DI CESENA; - COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI BOLOGNA.
		2007	I	51.94%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - PICTET ASSET MANAGEMENT SA; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI FORLÌ; - COMUNE DI CESENA; - COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI BOLOGNA.
		2008	I	49.88%	- COMUNE DI FERRARA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI FORLÌ; - COMUNE DI CESENA.
		2009	I	50.92%	- COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI FERRARA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI RIMINI; - COMUNE DI CESENA.
		2010	I	52.64%	- COMUNE DI RIMINI; - GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI SPA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI FERRARA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI CESENA.
		2011	I	57.71%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - CARIMONTE HOLDING SPA; - COMUNE DI RIMINI; - GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI SPA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI CESENA; - COMUNE DI BOLOGNA.
		2012	I	53.09%	- COMUNE DI RAVENNA; - CARIMONTE HOLDING SPA; - COMUNE DI RIMINI; - GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI SPA; - COMUNE DI FERRARA; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI IMOLA; - COMUNE DI CESENA.
		2013	I	47.70%	- HOLDING STRATEGIE E SVILUPPO DEI TERRITORI MODENESI SPA; - COMUNE DI PADOVA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI TRIESTE; - COMUNE DI RAVENNA; - CARIMONTE HOLDING SPA; - COMUNE DI IMOLA.
		2014	I	50.34%	- GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI SPA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI TRIESTE; - COMUNE DI UDINE; - COMUNE DI PADOVA; - COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI RAVENNA; - CARIMONTE HOLDING SPA; - COMUNE DI IMOLA.
		2015	I	44.33%	- COMUNE DI MODENA; - GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI SPA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI TRIESTE; - COMUNE DI PADOVA; - COMUNE DI RAVENNA; - CARIMONTE HOLDING SPA; - COMUNE DI IMOLA.
		2016	I	40.33%	- COMUNE DI MODENA; - COMUNE DI BOLOGNA; - COMUNE DI TRIESTE; - COMUNE DI PADOVA; - COMUNE DI RAVENNA; - COMUNE DI IMOLA.
104	GRUPPO IRIDE	2002	I	74.19%	- AAR E TICINO SA DI ELETTRICITA' - ATEL; - COMUNE DI TORINO.
		2003	I	77.22%	- COMUNE DI TORINO; - SANPAOLO IMI SPA; - ATEL ITALIA HOLDING SRL.
		2004	I	74.22%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - COMUNE DI TORINO; - SANPAOLO IMI SPA.
		2005	I	76.23%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - COMUNE DI TORINO; - SANPAOLO IMI SPA.
		2006	I	71.81%	- FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - AMBER CAPITAL LP; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL; - SANPAOLO IMI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	I	72.02%	- CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LIMITED; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - AMBER CAPITAL LP; - INTESA SANPAOLO SPA.
		2008	I	71.59%	- FIL LIMITED; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL; - INTESA SANPAOLO SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - AMBER CAPITAL LP.
		2009	I	66.84%	- FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL; - INTESA SANPAOLO SPA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO.
		105	GRUPPO IRIDE---->IREN	2010	I
2011	I			56.51%	- COMUNE DI PARMA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - INTESA SANPAOLO SPA; - COMUNE DI REGGIO EMILIA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL.
2012	I			56.42%	- COMUNE DI PARMA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - INTESA SANPAOLO SPA.

				- COMUNE DI REGGIO EMILIA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL.	
		2013	1	56.42%	- COMUNE DI PARMA; - FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI TORINO; - INTESA SANPAOLO SPA; - COMUNE DI REGGIO EMILIA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL.
		2014	1	55.93%	- COMUNE DI PARMA; - NORGES BANK; - INTESA SANPAOLO SPA; - COMUNE DI REGGIO EMILIA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL.
		2015	1	55.49%	- COMUNE DI PARMA; - NORGES BANK; - INTESA SANPAOLO SPA; - COMUNE DI REGGIO EMILIA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL.
		2016	1	49.38%	- COMUNE DI PARMA; - FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL; - COMUNE DI REGGIO EMILIA.
106	MEDITERRANEA ACQUE (ex ACQUEDOTTO NICOLAV)				
		2001	1	16.55%	- SIRTI SPA; - APE BELGIOUE SA; - FIDICONTROL SPA.
		2002	1	14.52%	- FIDICONTROL SPA; - SELIN SRL; - SIRTI SPA.
		2003	1	37.67%	- SELIN SRL; - SITE SPA; - 2NET SPA IN LIQUIDAZIONE; - SIRTI SPA; - MEDIATEL MANAGEMENT SA; - FIDICONTROL SPA.
		2004	1	40.92%	- SIRTI SPA; - SELIN SRL; - 2NET SPA IN LIQUIDAZIONE; - MEDIATEL MANAGEMENT SA.
		2005	1	32.49%	- SELIN SPA; - SIRTI SPA; - SVILUPPO ITALIA SPA; - SITE SPA.
		2006	1	26.20%	- SELIN SPA; - SIRTI SPA; - SVILUPPO ITALIA SPA; - SITE SPA.
		2007	1	19.39%	- SITE SPA; - S.I.T.E. SOCIETA' IMPIANTI TELEFONICI ED ELETTRICI SPA; - SIRTI SPA; - SELIN SPA.
107	RETELT (ex Gruppo ePlanet S.p.A.)	2008	1	40.44%	- SIRTI SPA; - SITE SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2009	1	40.44%	- SIRTI SPA; - SITE SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2010	1	40.44%	- SIRTI SPA; - SITE SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2011	1	40.44%	- SIRTI SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2012	1	40.44%	- SIRTI SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2013	1	33.97%	- SIRTI SPA; - HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2014	1	29.03%	- HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2015	1	26.46%	- HBC SPA; - BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2016	1	24.42%	- BOUSVAL SA; - SELIN SPA.
		2006			
		2007			
108	SIAS (Gruppo AURELIA)				DATI NON ACCESSIBILI SUL SITO CONSOB
		2008	1	9.27%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2009	1	8.64%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2010	1	8.64%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2011	1	8.64%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2012	1	8.64%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2013	1	8.64%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC.
		2014	1	3.63%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2015	1	3.63%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2016	0	-	
		2002	1	59.76%	- ENI SPA.
109	SNAM RETE GAS (Gruppo ENI)	2003	1	63.81%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - ENI SPA; - BANCA D'ITALIA.
		2004	1	52.07%	- ENI SPA; - BANCA D'ITALIA.
		2005	1	54.06%	- ENI SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - BANCA D'ITALIA.
		2006	1	54.31%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENI SPA; - BANCA D'ITALIA.
		2007	1	54.31%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENI SPA; - BANCA D'ITALIA.
		2008	1	52.29%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENI SPA.
		2009	1	53.71%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENI SPA.
		2010	1	50.03%	- ENI SPA.
		2011	1	50.03%	- ENI SPA.
		2012	1	50.23%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - ENI SPA.
		2013	1	38.54%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - ENI SPA.
		2014	1	40.92%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - ENI SPA.
		2015	1	35.75%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA; - ENI SPA.
		2016	1	30.79%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA.
110	TELECOM ITALIA	2003	1	23.73%	- OLIMPIA SPA; - BANCA D'ITALIA; - CDC IXIS CAPITAL MARKET; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC.
		2004	1	42.91%	- HOPA SPA; - OLIMPIA SPA; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC.

				- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - BANCA D'ITALIA.	
		2005	1	27.00%	- HOPA SPA; - OLIMPIA SPA; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2006	1	27.35%	- HOPA SPA; - OLIMPIA SPA; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	1	33.40%	- TELCO SPA; - FINDIM GROUP SA; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LLC; - HOPA SPA.
		2008	1	34.69%	- ALLIANCERNSTEIN LP; - FINDIM GROUP SA; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LP; - TELCO SPA.
		2009	1	38.42%	- SINTONIA SA; - TELCO SPA; - BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - FINDIM GROUP SA; - ALLIANCERNSTEIN LP; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LP.
		2010	1	36.43%	- BLACKROCK INC.; - TELCO SPA; - FINDIM GROUP SA; - ALLIANCERNSTEIN LP; - BRANDES INVESTMENT PARTNERS LP.
		2011	1	32.41%	- BLACKROCK INC.; - TELCO SPA; - FINDIM GROUP SA; - ALLIANCERNSTEIN LP.
		2012	1	27.45%	- TELCO SPA; - FINDIM GROUP SA.
		2013	1	35.24%	- BLACKROCK INC.; - FINDIM GROUP SA; - TELCO SPA.
		2014	1	29.52%	- PEOPLE'S BANK OF CHINA; - FINDIM GROUP SA; - TELCO SPA.
		2015	1	6.60%	- J.P. MORGAN SECURITIES PLC; - PEOPLE'S BANK OF CHINA.
		2016	0	-	-
		2004	1	50.00%	- ENEL SPA.
		2005	1	41.05%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - ENEL SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2006	1	41.05%	- CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - ENEL SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	1	44.49%	- KAIROS FUND LIMITED; - PICTET GLOBAL SELECTION FUND - GLOBAL UTILITIES EQUITIES FUND; - ENEL SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2008	1	41.30%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENEL SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2009	1	43.13%	- BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED; - PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - ENEL SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2010	1	45.30%	- BLACKROCK INC.; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI; - ENEL SPA.
		2011	1	37.28%	- ENEL SPA; - BLACKROCK INC.; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2012	1	32.00%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2013	1	32.03%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - CASSA DEPOSITI E PRESTITI SOCIETA' PER AZIONI.
		2014	1	29.85%	- CDP RETI SPA.
		2015	1	34.92%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - CDP RETI SPA.
		2016	1	34.97%	- LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - CDP RETI SPA.
		2001	1	24.04%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION; - FINANCIERE AGACHE SA; - KINGFISHER INTERNATIONAL HOLDING LIMITED.
		2002	1	24.04%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION; - FINANCIERE AGACHE SA; - KINGFISHER INTERNATIONAL HOLDING LIMITED.
		2003	1	23.16%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION; - FINANCIERE AGACHE SA; - KINGFISHER INTERNATIONAL HOLDING LIMITED.
		2004	1	17.75%	- SOCIETE GENERALE SA; - SANDOZ FAMILY FOUNDATION; - KINGFISHER INTERNATIONAL HOLDING LIMITED.
		2005	1	12.84%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION; - KINGFISHER INTERNATIONAL HOLDING LIMITED.
		2006	1	8.13%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION.
		2007	1	8.13%	- SANDOZ FAMILY FOUNDATION.
		2008	1	13.79%	- MAC MANAGEMENT & CAPITALI SPA; - SANDOZ FAMILY FOUNDATION.
		2009	1	4.13%	- IGNIS ASSET MANAGEMENT LTD. - FIL LIMITED.
		2010	1	4.22%	- NORGES BANK; - IGNIS INVESTMENT SERVICES LTD.
		2011	1	4.88%	- IGNIS INVESTMENT SERVICES LTD.
		2012	0	-	-
		2013	0	-	-
		2014	0	-	-
		2015	1	40.82%	- ARIA TELECOM HOLDINGS B.V. IN LIQUIDAZIONE; - OTKRITIE DISCIPLINED EQUITY FUND SPC.
		2016	1	17.08%	- OTKRITIE DISCIPLINED EQUITY FUND SPC.
113	CLASS EDITORI				
		2000	1	5.89%	- AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO; - HENDERSON INVESTORS LIMITED.
		2001	1	2.03%	- AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO.
		2002	1	4.03%	- AZIMUT SGR SPA - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO; - SELLA SICAV LUX.
		2003	1	-	-
		2004	1	2.04%	- FINECO ASSET MANAGEMENT SGR SPAFINCO ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
		2005	1	4.16%	- NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - FINECO ASSET MANAGEMENT SGR SPA.
		2006	0	-	-
		2007	1	2.04%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2008	1	4.98%	- PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA; - KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2009	1	2.04%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2010	1	2.04%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA.
		2011	1	2.02%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2012	1	2.02%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2013	1	2.08%	- INVESCO LTD.
		2014	0	-	-
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
114	CAIRO COMMUNICATION				
		2000	1	92.44%	- THE BANK OF NEW YORK; - DELFIN SRL; - LEONVEST LUXEMBOURG SARL; - LA LEONARDO FINANZIARIA SRL.
		2001	1	92.39%	- DELFIN SRL; - LEONVEST LUXEMBOURG SARL.
115	LUXOTTICA GROUP				

				- LA LEONARDO FINANZIARIA SRL; - THE BANK OF NEW YORK.	
		2002	1	94.40%	- AIM FUNDS MANAGEMENT INC; - DELFIN SRL; - LEONVEST LUXEMBOURG SARL; - LA LEONARDO FINANZIARIA SRL; - THE BANK OF NEW YORK.
		2003	1	91.01%	- AIM FUNDS MANAGEMENT INC; - DELFIN SRL; - LEONVEST LUXEMBOURG SARL; - LA LEONARDO FINANZIARIA SRL; - THE BANK OF NEW YORK.
		2004	1	86.60%	- THE BANK OF NEW YORK; - AIM FUNDS MANAGEMENT INC; - DELFIN SARL; - LEONVEST SRL; - LA LEONARDO FINANZIARIA SRL.
		2005	1	84.37%	- DELFIN SARL; - LEONVEST SRL; - LA LEONARDO FINANZIARIA SRL; - THE BANK OF NEW YORK.
		2006	1	79.56%	- DELFIN SARL; - ARNETTE OPTICS ILLUSIONS INC.; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2007	1	79.56%	- DELFIN SARL; - ARNETTE OPTICS ILLUSIONS INC.; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2008	1	81.60%	- HARRIS ASSOCIATES LP; - DELFIN SARL; - ARNETTE OPTICS ILLUSIONS INC.; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2009	1	75.30%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2010	1	75.30%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2011	1	75.30%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2012	1	73.95%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2013	1	73.95%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2014	1	73.95%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2015	1	73.95%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
		2016	1	73.95%	- DELFIN SARL; - DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS.
116	DATALOGIC	2001	1	76.94%	- HYDRA INVESTISSEMENTS SA; - HYDRA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2002	1	76.94%	- HYDRA INVESTISSEMENTS SA; - HYDRA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2003	1	77.20%	- HYDRA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2004	1	79.09%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2005	1	78.43%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2006	1	70.15%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2007	1	67.92%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2008	1	72.03%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2009	1	73.35%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2010	1	73.35%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2011	1	73.35%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2012	1	73.35%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2013	1	73.35%	- HYDRA SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA.
		2014	1	71.85%	- NORGES BANK; - JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - HYDRA SPA.
		2015	1	69.41%	- NORGES BANK; - HYDRA SPA.
		2016	1	66.96%	- HYDRA SPA.
117	LOTTOMATICA	2005	1	10.61%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC; - CENTAURUS CAPITAL LP; - FMR CORP.
		2006	1	71.65%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - BPU PRAMERICA SGR SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - FMR CORP.; - MEDIOBANCA SPA; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED.
		2007	1	67.65%	- B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - MEDIOBANCA SPA; - UBI PRAMERICA SGR SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2008	1	70.34%	- B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - MEDIOBANCA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2009	1	75.76%	- B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - MEDIOBANCA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2010	1	75.33%	- B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - MEDIOBANCA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2011	1	75.25%	- B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.; - MEDIOBANCA SPA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
118	LOTTOMATICA-->GTECH	2012	1	62.39%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.
		2013	1	62.77%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.
		2014	1	62.77%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - B&D HOLDING DI MARCO DRAGO E.C. S.A.P.A.
119	SAFILO GROUP	2005	1	20.58%	- SANPAOLO IMI SPA; - DLJ MERCHANT BANKING III INC; - FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED. - FMR CORP.
		2006	1	20.77%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL; - TIAA-CREF INVESTMENT MANAGEMENT LLC; - DLJ MERCHANT BANKING III INC.
		2007	1	14.86%	- FIL LIMITED; - GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL.
		2008	1	4.33%	- HAL INTERNATIONAL INVESTMENTS NV; - AXA ROSENBERG GROUP LLC.
		2009	1	6.16%	- FIL LIMITED; - DIEGO DELLA VALLE & C. S.A.P.A.; - HAL INTERNATIONAL INVESTMENTS NV.
		2010	1	39.25%	- MULTIBRANDS ITALY BV; - FIL LIMITED.
		2011	1	41.35%	- FINANCIERE DE L'ECHUIER SA; - NORGES BANK; - MULTIBRANDS ITALY BV.

		2012	1	46.30%	- FINANCIERE DE L'ECHQUIER SA; - NORGES BANK; - MULTIBRANDS ITALY BV.
		2013	1	46.30%	- FINANCIERE DE L'ECHQUIER SA; - NORGES BANK; - MULTIBRANDS ITALY BV.
		2014	1	42.23%	- MULTIBRANDS ITALY BV.
		2015	1	42.23%	- MULTIBRANDS ITALY BV.
		2016	1	48.58%	- BDL CAPITAL MANAGEMENT; - MULTIBRANDS ITALY BV.
120	PIAGGIO				
		2006	1	54.08%	- CHARME INVESTMENTS SCA.
		2007	1	58.20%	- AZ FUND MANAGEMENT SA; - EURIZON INVESTIMENTI SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA; - CHARME INVESTMENTS SCA.
		2008	1	54.17%	- CHARME INVESTMENTS SCA; - AZ FUND MANAGEMENT SA.
		2009	1	54.17%	- CHARME INVESTMENTS SCA; - AZ FUND MANAGEMENT SA.
		2010	1	54.17%	- CHARME INVESTMENTS SCA; - AZ FUND MANAGEMENT SA.
		2011	1	52.06%	- CHARME INVESTMENTS SCA.
		2012	1	54.08%	- INVESCO LTD; - CHARME INVESTMENTS SCA.
		2013	1	56.50%	- INVESCO LTD; - DIVERSITA SARL; - CHARME INVESTMENTS SCA.
		2007	1	14.09%	- MORGAN STANLEY & CO INTERNATIONAL PLC; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED; - JULIUS BAER INVESTMENT MANAGEMENT LLC.
		2008	1	5.04%	- MEDIOBANCA SPA; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2009	1	5.04%	- MEDIOBANCA SPA; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2010	1	5.04%	- MEDIOBANCA SPA; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2011	1	2.06%	- MEDIOBANCA SPA.
		2012	1	2.06%	- MEDIOBANCA SPA.
		2013	1	2.06%	- MEDIOBANCA SPA.
		2014	1	7.06%	- HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP; - PSQUARED MASTER SICAV LTD; - MEDIOBANCA - BANCA DI CREDITO FINANZIARIO SPA.
		2015	1	5.00%	- HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP; - PSQUARED MASTER SICAV LTD.
		2016	0	-	-
		2006	1	46.37%	- BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL; - BIPIEMME GESTIONI SGR SPA; - CAAM SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA; - FINMECCANICA SPA.
		2007	1	51.30%	- FMR LLC; - GANDHARA ADVISORS EUROPE LLP; - FIL LIMITED; - BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL; - ALTRINISIC GLOBAL ADVISORS LLC; - FINMECCANICA SPA.
		2008	1	50.96%	- NORGES BANK; - FIL LIMITED; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - ARTISAN PARTNERS LIMITED PARTNERSHIP; - FINMECCANICA SPA.
		2009	1	48.97%	- WILLIAM BLAIR & COMPANY LLC; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - FIL LIMITED; - FINMECCANICA SPA.
		2010	1	46.05%	- SCOTTISH WIDOWS INVESTMENT PARTNERSHIP LIMITED; - WILLIAM BLAIR & COMPANY LLC; - COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LLC; - FINMECCANICA SPA.
		2011	1	42.08%	- COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT LLC; - FINMECCANICA SPA.
		2012	1	42.70%	- UBS AG; - FINMECCANICA SPA.
		2013	1	40.00%	- FINMECCANICA SPA.
		2014	1	42.05%	- NORGES BANK; - FINMECCANICA SPA.
		2015	1	51.83%	- ACADIAN ASSET MANAGEMENT LLC; - UBS GROUP AG; - HITACHI RAIL ITALY INVESTMENTS SRL; - AMBER CAPITAL UK LLP.
		2016	1	78.99%	- UBS GROUP AG; - SINGER PAUL E; - HITACHI RAIL ITALY INVESTMENTS SRL.
124	BIALETTI INDUSTRIE (Gruppo BIALETTI HOLDING)				
		2006	1	19.84%	- FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED; - MONTE PASCHI ASSET MANAGEMENT SGR SPA; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - BANCA INTESA SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2007	1	16.53%	- FIL LIMITED; - INTESA SANPAOLO SPA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2008	1	11.51%	- INTESA SANPAOLO SPA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2009	1	11.51%	- INTESA SANPAOLO SPA; - OBJECTIF SMALL CAPS EURO SICAV; - TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2010	1	15.16%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - INTESA SANPAOLO SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2011	1	15.16%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - INTESA SANPAOLO SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2012	1	15.16%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - INTESA SANPAOLO SPA; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2013	1	15.11%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2014	1	15.11%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - STAACK KARL PETER OTTO.
		2015	1	22.06%	- TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA; - LAZARD FRERES GESTION SAS; - STAACK KARL PETER OTTO.
126	DAMIANI - CASA DAMIANI				
		2007	1	55.98%	- IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SPA; - FIL LIMITED; - CITADEL INVESTMENT GROUP (EUROPE) LIMITED; - HEALTHCOR MANAGEMENT LP; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - EVEN CHEN MENACHEM.
		2008	1	56.64%	- IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - FIL LIMITED; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - EVEN CHEN MENACHEM; - HEALTHCOR MANAGEMENT LP; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2009	1	53.37%	- WILLIAM BLAIR & COMPANY LLC; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - OPPENHEIMERFUNDS INC.;
127	DIASORIN				

					- IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.ù
		2010	1	51.35%	- WILLIAM BAER & COMPANY LLC; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.ù
		2011	1	51.32%	- BLACKROCK INC.; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.
		2012	1	55.21%	- OPPENHEIMERFUND INC.; - ZADIG GESTION (LUXEMBOURG) S.A.; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.
		2013	1	55.79%	- OPPENHEIMERFUND INC.; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.
		2014	1	57.93%	- NORGES BANK; - OPPENHEIMERFUND INC.; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL; - EVEN CHEN MENACHEM.
		2015	1	48.56%	- EVEN CHEN MENACHEM; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL.
		2016	1	48.56%	- EVEN CHEN MENACHEM; - IP INVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI SRL.
		2017	0	-	-
128	ELICA	2008	1	2.74%	- HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2009	1	2.74%	- HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2010	1	2.74%	- HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED.
		2011	1	3.09%	- FIRST CAPITAL SPA.
		2012	0	-	-
		2013	0	-	-
		2014	0	-	-
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
129	GRUPPO COIN	2006	1	82.14%	- CARPACCIO INVESTIMENTI SPA; - CENTAURUS CAPITAL LP; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD.
		2007	1	76.09%	- BIPIEMME GESTIONI SGR SPA; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - BG SGR SPA; - CARPACCIO INVESTIMENTI SPA.
		2008	1	80.06%	- CARPACCIO INVESTIMENTI SPA; - BIPIEMME GESTIONI SGR SPA.
		2009	1	80.06%	- CARPACCIO INVESTIMENTI SPA; - ANIMA SGR SPA.
		2010	1	71.38%	- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT HOLDINGS INC; - CARPACCIO INVESTIMENTI SPA.
130	IL SOLE 24 ORE				
131	LANDI RENZO	2007	1	4.34%	- KAIROS PARTNERS SGR SPA; - UBS (LUX) EQUITY FUND MANAGEMENT COMPANY SA.
		2008	1	9.65%	- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - ROYCE & ASSOCIATES LLC; - UBS EQUITY FUND MANAGEMENT COMPANY SA.
		2009	1	9.43%	- UBS AG; - ROYCE & ASSOCIATES LLC; - UBS EQUITY FUND MANAGEMENT COMPANY SA.
		2010	1	7.10%	- UBS AG; - JULIUS BAER MULTIPARTNER SICAV; - MPAX ASSET MANAGEMENT LIMITED.
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	0	-	-
		2014	0	-	-
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
		2017	0	-	-
132	MAIRE TECNIMONT	2008	0	-	-
		2009	0	-	-
		2010	0	-	-
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	1	2.10%	- VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND.
		2014	1	7.16%	- SCHRODERS PLC; - VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND.
		2015	1	2.10%	- VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND.
		2016	0	-	-
133	NICE				
134	PRYSMAN	2007	1	24.52%	- TAIHAN GLOBAL LUXEMBOURG INVESTMENT SARL; - REACH CAPITAL MANAGEMENT LLC; - FMR LLC; - LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC.
		2008	1	21.66%	- HSBC BANK PLC; - JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION; - CREDIT SUISSE GROUP AG; - FMR LLC; - TAIHAN GLOBAL LUXEMBOURG INVESTMENT SARL.
		2009	1	17.34%	- STANDARD LIFE INVESTMENTS LTD; - BLACKROCK INC.; - JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION; - TAIHAN GLOBAL LUXEMBOURG INVESTMENT SARL.
		2010	1	24.85%	- NORGES BANK; - FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC; - CLUBTRE SRL; - BLACKROCK INC.; - JANUS CAPITAL MANAGEMENT LLC; - OPPENHEIMERFUND INC.; - SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - STANDARD LIFE INVESTMENTS LTD; - JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION.
		2011	1	26.65%	- CLUBTRE SRL; - MANNING & NAPIER ADVISORS LLC; - NORGES BANK; - THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD; - FMR LLC; - FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC; - BLACKROCK INC.; - STANDARD LIFE INVESTMENTS LTD; - JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION.
		2012	1	23.00%	- SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD; - FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC; - OPPENHEIMERFUND INC.; - STATE STREET GLOBAL ADVISORS IRELAND LTD; - NORGES BANK; - FMR LLC; - CLUBTRE SRL; - JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION.
		2013	1	14.68%	- NORGES BANK; - T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC.; - STATE STREET GLOBAL ADVISORS IRELAND LTD; - CLUBTRE SPA; - JPMORGAN CHASE & CO. CORPORATION.
		2014	1	18.97%	- PEOPLES BANK OF CHINA; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA; - NORGES BANK; - T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC.; - STATE STREET GLOBAL ADVISORS IRELAND LTD; - CLUBTRE SPA; - JPMORGAN CHASE & CO. CORPORATION.
		2015	1	21.78%	- NORGES BANK; - BLACKROCK INC.; - MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY; - PEOPLES BANK OF CHINA; - STATE STREET GLOBAL ADVISORS IRELAND LTD;

		2016	1	3,03%	- CLUBTRE SPA; - JPMORGAN CHASE & CO. CORPORATION; - NORGES BANK.
		2006	0		
		2007	1	2,01%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2008	1	7,56%	- BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LTD; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2009	1	4,96%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2010	1	5,17%	- THE BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2011	1	5,17%	- THE BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2012	1	5,17%	- THE BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION; - ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2013	1	2,26%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2014	1	2,23%	- ASSICURAZIONI GENERALI SPA.
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
136	ZIGNAGO VETRO (Gruppo ZIGNAGO HOLDING)				
137	AUTOSTRADE MERIDIONALI (Gruppo ATLANTIA)				
138	BIANCAMANO				
		2009	1	2,94%	- SYMPHONIA SICAV.
		2010	1	2,94%	- SYMPHONIA SICAV.
		2011	0	-	-
		2012	0	-	-
		2013	0	-	-
		2014	0	-	-
		2015	0	-	-
		2016	0	-	-
140	FNM				
141	PIQUADRO				
142	RCF GROUP				
143	SERVIZI ITALIA (Gruppo COOPSERVICE)				
144	VALSOLA				
		2009	1	29,17%	- FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - ESSEGI SRL; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - TIGER GLOBAL MANAGEMENT LLC; - BALDERTON CAPITAL I L P.
		2010	1	37,22%	- AVIVA INVESTORS GLOBAL SERVICES LIMITED; - PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - WASATCH ADVISORS INC; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED; - FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - ESSEGI SRL; - BALDERTON CAPITAL I L P.
		2011	1	43,06%	- NORGES BANK; - OPPENHEIMERFUNDS INC.; - CALEDONIA (PRIVATE) INVESTMENTS PTY LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - BAILLIE GIFFORD & CO; - AVIVA INVESTORS GLOBAL SERVICES LIMITED; - WASATCH ADVISORS INC.; - FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - BALDERTON CAPITAL I L P.
		2012	1	26,10%	- FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - CALEDONIA (PRIVATE) INVESTMENTS PTY LIMITED; - BALDERTON CAPITAL I L P.; - OPPENHEIMERFUNDS INC.; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - AVIVA INVESTORS GLOBAL SERVICES LIMITED; - WASATCH ADVISORS INC.
		2013	1	21,59%	- UBS AG; - BALDERTON CAPITAL I L P.; - OPPENHEIMERFUNDS INC.; - FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY; - WASATCH ADVISORS INC.
		2014	1	22,44%	- PICTET FUNDS (EUROPE) SA; - OPPENHEIMERFUNDS INC.; - BALDERTON CAPITAL I L P.; - FEDERATED EQUITY MANAGEMENT COMPANY OF PENNSYLVANIA; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2015	1	27,12%	- RICHEMONT HOLDINGS (UK) LIMITED; - CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY.
		2016	1	32,28%	- RICHEMONT HOLDINGS (UK) LIMITED; - FIL LIMITED; - ALABBAR ENTERPRISES SARL.
146	TSEMEC				
147	SALVATORE FERRAGAMO				
148	BRUNELLO CUCINELLI				
149	DELCLIMA				
		2013	1	65,18%	- FMR LLC; - HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED; - APPUNTI S.A.R.L.; - INVESCO LTD; - STATE OF NEW JERSEY COMMON PENSION FUND D; - CAMOMILLE INTERNATIONAL PTE LTD.
		2014	1	61,58%	- ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH; - BIP INVESTMENT PARTNERS S.A.; - PARSIMONY LIMITED; - APPUNTI S.A.R.L.; - INVESCO LTD.
		2015	1	54,94%	- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED; - ALLIANZ IARD SA; - BIP INVESTMENT PARTNERS S.A.; - APPUNTI S.A.R.L.
		2016	0	-	-
		2013	1	10,28%	- CEP III PARTICIPATIONS SARL SICAR; - MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT INC..
		2014	1	29,17%	- T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC.; - ECIP M SA.
		2015	1	21,60%	- T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC.; - ECIP M SA.
		2016	1	17,51%	- NORGES BANK; - ECIP M SA; - T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC..
		2013	1	2,36%	- NORGES BANK.
		2014	1	8,74%	- FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC; - NORGES BANK.
		2015	1	8,74%	- FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC; - NORGES BANK.
		2016	1	7,91%	- FRANKLIN TEMPLETON INSTITUTIONAL LLC.
153	FILA - FABBRICA ITALIANA LAPIS ED AFFINI				

ALLEGATO B: TABELLA DATI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Generale al netto dei tabacchi (a partire dal Febbraio 1992)

Dal Gennaio 1947 al Settembre 2015

Anno	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	MEDIA
Base 1995=100													
Il coefficiente di raccordo tra la base 1992 e la base 1995=100 è pari a 1,1410													
1996	102.4	102.7	103.0	103.6	104.0	104.2	104.0	104.1	104.4	104.5	104.8	104.9	103.9
1997	105.1	105.2	105.3	105.4	105.7	105.7	105.7	105.7	105.9	106.2	106.5	106.5	105.7
1998	106.8	107.1	107.1	107.3	107.5	107.6	107.6	107.7	107.8	108.0	108.1	108.1	107.6
1999	108.2	108.4	108.6	109.0	109.2	109.2	109.4	109.4	109.7	109.9	110.3	110.4	109.3
2000	110.5	111.0	111.3	111.4	111.7	112.1	112.3	112.3	112.5	112.8	113.3	113.4	112.1
2001	113.9	114.3	114.4	114.8	115.1	115.3	115.3	115.3	115.4	115.7	115.9	116.0	115.1
2002	116.5	116.9	117.2	117.5	117.7	117.9	118.0	118.2	118.4	118.7	119.0	119.1	117.9
2003	119.6	119.8	120.2	120.4	120.5	120.6	120.9	121.1	121.4	121.5	121.8	121.8	120.8
2004	122.0	122.4	122.5	122.8	123.0	123.3	123.4	123.6	123.6	123.6	123.9	123.9	123.2
2005	123.9	124.3	124.5	124.9	125.1	125.3	125.6	125.8	125.9	126.1	126.1	126.3	125.3
2006	126.6	126.9	127.1	127.4	127.8	127.9	128.2	128.4	128.4	128.2	128.3	128.4	127.8
2007	128.5	128.8	129.0	129.2	129.6	129.9	130.2	130.4	130.4	130.8	131.3	131.8	130.0
2008	132.2	132.5	133.2	133.5	134.2	134.8	135.4	135.5	135.2	135.2	134.7	134.5	134.2
2009	134.2	134.5	134.5	134.8	135.1	135.3	135.3	135.8	135.4	135.5	135.6	135.8	135.2
2010	136.0	136.2	136.5	137.0	137.1	137.1	137.6	137.9	137.5	137.8	137.9	138.4	137.3
Base 2010=100													
Il coefficiente di raccordo tra la base 1995 e la base 2010=100 è pari a 1,3730													
2011	101.2	101.5	101.9	102.4	102.5	102.6	102.9	103.2	103.2	103.6	103.7	104.0	102.7
2012	104.4	104.8	105.2	105.7	105.6	105.8	105.9	106.4	106.4	106.4	106.2	106.5	105.8
2013	106.7	106.7	106.9	106.9	106.9	107.1	107.2	107.6	107.2	107.1	106.8	107.1	107.0
2014	107.3	107.2	107.2	107.4	107.3	107.4	107.3	107.5	107.1	107.2	107.0	107.0	107.2
2015	106.5	106.8	107.0	107.1	107.2	107.3	107.2	107.4	107.0	107.2	107.0	107.0	107.1

Base 2015=100													
Il coefficiente di raccordo tra la base 2010 e la base 2015=100 è pari a 1,0710													
2016	99.7	99.5	99.6	99.6	99.7	99.9	100.0	100.2	100.0	100.0	100.0	100.3	99.9
2017	100.6	101.0	101.0	101.3	101.1	101.0	101.0	101.4	101.1	100.9	100.8	101.1	101.0
2018	101.5	101.5	101.7	101.7	102.0	102.2	102.5	102.9	102.4				

A partire dal mese di febbraio 1992 gli indici vengono calcolati senza i 'TABACCHI'.
 Il coefficiente di raccordo tra le due serie di indici - con e senza TABACCHI - e' pari a 1,0009

Coefficiente di raccordo tra base 1992 e 1995	1.141
Coefficiente di raccordo tra base 1995 e 2010	1.373
Coefficiente di raccordo tra base 2010 e 2015	1.071

Traformo tutto in base 2015:						
	Anno	Base 1995	Base 2010	Base 2015	Base 2010	Base 2015
	2000	2000	112.1		81.65	76.23
	2001	2001	115.1		83.83	78.27
	2002	2002	117.9		85.87	80.18
	2003	2003	120.8		87.98	82.15
	2004	2004	123.2		89.73	83.78
	2005	2005	125.3		91.26	85.21
	2006	2006	127.8		93.08	86.91
	2007	2007	130.0		94.68	88.41
	2008	2008	134.2		97.74	91.26
	2009	2009	135.2		98.47	91.94
	2010	2010	137.3		100.00	93.37
	2011	2011		102.7	102.7	95.89
	2012	2012		105.8	105.8	98.79
	2013	2013		107.0	107.0	99.91
	2014	2014		107.2	107.2	100.09

2015	2015		107.1		107.1	100.00
2016	2016			99.9		99.90
2017	2017			101		101.00
2018	2018					-

BIBLIOGRAFIA

Admati, A., P. Fleiderer, J. Zechner, *Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium*, Journal of Political Economy, Vol. 102, No. 6 p. 1097-1130, 1994.

Aimeri G., Di Segni A., Sascaro G., *Assetto proprietario e dinamiche assembleari*, Georgeson, 2004.

Ashbaugh-Skaife H., D. W. Collins, R. LaFond, *The effects of Corporate Governance on firms' credit ratings*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 42, Issues 1–2, p. 203-243, 2006.

Assogestioni, *Il libro del risparmio gestito*, Società Editoriale Grafiche AZ Srl, 2005.

Barnard J.W., *Institutional investors and the New Corporate Governance*, in North Carolina Review n.69 p. 1135-1187, 1991.

Barucci E., *Mercato dei capitali e Corporate Governance in Italia: convergenza o path dependance?*, Carocci, 2005.

Bassani M., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel mercato finanziario alla luce della direttiva 2003/71/CE e della legge n. 262/'05*, 6 marzo 2006.

Basso A., Funari S., *I Fondi comuni di investimento etici in Italia e la valutazione delle Performance*, Dipartimento di Matematica Applicata, Università Ca' Foscari di Venezia, 2002.

Black B., *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review, 1990.

Becker B., H. Cronqvist, R. Fahlenbrach, *Estimating the effects of large shareholders using a geographic instrument*, Working paper No. 17393, Ohio State University, 2008.

Berger P., E. Ofek, D. Yermack, *Managerial entrenchment and capital structure decisions*, Journal of Finance, 1997.

Bhojraj S., and P. Sengupta, *Effect of Corporate Governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors*, Journal of Business, Vol. 76, No. 3, pp. 455-475, 2003.

Bianchi M., Marco C., Corradi, Enriques L., *Gli investitori istituzionali italiani e la Corporate Governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori dei fondi comuni*, Banca Impresa Società, 2000.

Bianchi M., Bianco M., *Proprietà e controllo delle imprese in Italia: alle radici delle difficoltà competitive della nostra industria*, Bologna, Il Mulino 2005.

Brealey R. C., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw Hill, 2007.

Bresciani S., *La Corporate Governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana*, Torino, Giappichelli, 2003.

Brickley J., Lease R., Smith, C., *Ownership structure and voting on antitakeover amendments*, Journal of Financial Economics, Volume 20, p. 267-291, 1988.

Cammaramo G., *L'attivismo degli investitori istituzionali: brevi riflessioni sul saggio di M.Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques*, Banca Impresa e Società, XXI, 2002.

Cariello V., *Alcune questioni in tema di convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza*, Rivista Società, 1992.

Charleton W.T., Nelson J.M., Weisbach M.S., *The influence of institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: evidence from TIAA-CREEF*, 1997.

Chen X., Harford J., *Institutional Investors and Corporate Acquisition Decisions*, Sauder School of Business, University of British Columbia, 2004.

Chesini G., *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, Padova, Cedam , 2000.

Coase R.H., *The nature of the firm*, Economic Journal, 1937.

Core J. E., Guay W., Larcker D. F., *Executive equity compensation and incentives: a survey*, University of Pennsylvania, FRBNY Economic Policy Review, Vol.9 No. 1, 2001.

Cornett M. M., Marcus A. J., Saunders A., Tehranian, H., *The impact of institutional ownership on corporate operating performance*, Journal of Banking and Finance, Vol. 31, Issue 6, p. 1771-1794, 2007.

Cortesi A., Musile Tanzi P., *Investitori istituzionali e Corporate Governance: forme di attivismo e modalità di realizzazione*”, in Airoidi G., Forestieri G, *Corporate Governance*, Etas libri, Milano, 1998.

Costi R., Messori M., *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Il Mulino, Bologna, 2005.

Cremers M., V. Nair, C. Wei, *Governance mechanisms and bond prices*, Review of Financial Studies, Vol. 20, Issue 5, p. 1359-1388, 2007.

Daily, C. M., Dalton, D.R., & Rajagopalan, N., *Governance through ownership: Centuries of practice, decades of research*, Academy of Management Journal, Vol. 46, No. 2, p. 151-158, 2003.

Dall’ Occhio M., Tamarowski C., *Corporate Governance e valore, l’esempio di Telecom Italia*, Egea, 2005.

Del Guercio D., J.Hawkins, *The motivation and impact of pension fund activism*, Journal of Financial Economics, Volume 52, Issue 3, p. 293-340, 2000.

Del Guercio D., Seery L., Woidtke T., *Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"?*, Journal of Financial Economics, Vol. 90, Issue 1, p. 84-103, 2008.

Denis D. K., *Twenty-five years of Corporate Governance research... and counting*, Review of Financial Economics, Volume 10, Issue 3, p. 191-212, 2001.

Elyasiani E., Jia J., *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*, Journal of Banking & Finance, Vol. 34, Issue 3, p 606-620, 2010.

Enriques L., *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, Rivista delle Società, 1998.

Enriques L., *Nuova disciplina delle società quotate: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, Giurisprudenza Commerciale 25, I, 1998.

Enriques L. & Bianchi M., *Corporate Governance in Italy after 1998 reform: what role for institutional investors?*, Working Paper No. 43, January 2001.

Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2, p. 288-307, 1980.

Ferreira M., Matos, P., *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, Journal of Financial Economics, Vol. 88, Issue 3, p. 499-533, 2008.

Foresti G., *Le privatizzazioni in Italia e nei principali Paesi europei*, 2001.

Franks J. R., Mayer C., *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*, Journal of Financial Economics, Vol. 40, Issue 1, p. 163-181, 1996.

Gallino L., *L'impresa irresponsabile*, Torino, Einaudi, 2005.

Gregari G., *Le regole dell'investitore: dai BOT agli hedge funds come fare la scelta giusta*, Italia Oggi, 15 maggio 2006.

Hansmann H., Kraakman R., *Agency problem and legal strategies*, In: "The anatomy of Corporate Governance law: a comparative and functional approach", Oxford University Press, Discussion Paper No. 644, 7/ 2009, 2004.

Hellman N., *Can we expect institutional investors to improve Corporate Governance?*, Stockholm School of Economics, Department of Accounting and Managerial Finance, Box 6501, 2004.

Hermalting, Weisbach, *Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*, The National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8161, 2001.

Holmstrom B., Kaplan S. N., *Corporate Governance and merger activity in the US: making sense of the 1980s and 1990s*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8220, 2001.

Jacoby, Sanford M., *Principles and Agents: CalPERS and Corporate Governance in Japan*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 1, pp. 5-15, January 2007.

Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *The Journal of Finance*, Vol. 3, Issue 4, p. 305-360, 1976.

Jensen M. C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, p. 323-329, 1986.

Jensen M. C., *Takeovers: their causes and consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, p. 21-48, 1988.

Jensen M. C., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system*, *The Journal of Finance*, Vol. 48, Issue 3, 1993.

Jensen M. C., Ruback R., *The market for corporate control: the scientific evidence*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, p. 5-50, 1983.

Kahn C., Winton, A., *Ownership structure, speculation, and shareholder intervention*, *Journal of Finance*, Vol. 53, Issue 1, 1998.

Kang, JK, Shivdasani A., *Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Issue 1, p. 29-58, 1995.

Kaplan S., Minton B., *Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers*, Journal of Financial Economics, Vol. 36, Issue 2, p. 225-258, 1994.

Kaplan, Steven N., *The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now*, OECD, 1997.

Karpoff, J., P. Malatesta, R. Walking, *Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence*, Journal of Financial Economics, Vol. 42, Issue 3, p. 365-395, 1996.

Klein A., E. Zur, *The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders*, The Review of Financial Studies, Vol. 24, Issue 5, p. 1735–1771, 2011.

Irace A., *Corporate Governance: il ruolo degli investitori istituzionali*, Collana diretta da Franco Belli e Francesco Mazzini, Dipartimento di Diritto dell'Economia, Università di Siena, n.6, 2000.

Liao S., *Outside Blockholders' Monitoring of Management and Debt Financing*, Contemporary Accounting Research, Vol. 32, Issue 4, 2015.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *Law and finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, p. 1113-1155, 1998.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, Journal of Finance, Vol. 52, Issue 2, p. 471-517, 1999.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, The Journal of Finance, Vol. 55, Issue 1, 2000.

Lily Qiu Hong Wan, *Selection or Influence? Institutional Investors and Acquisition Targets*, Department of Finance, University of South Florida, November 2006.

Lin Y. R., Fu X. M., *Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China*, International Review of Economics and Finance, Vol. 49 p 17-57, 2017.

Manne H., *Mergers and the market for corporate control*, Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2, p. 110-120, 1965.

- Marris R., *A model of the “managerial” enterprise*, *Quarterly Journal of Economics*, The Quarterly Journal of Economics, Vol.77, Issue 2, p. 185-209, 1963.
- Masera R. S., *La Corporate Governance delle banche*, Il Mulino 2006
- Mastronardi R., *Che cosa è un hedge fund?*, tratto da www.finanzaonline.com.
- Menkhoff L., *Institutional investors: the external costs of a successful innovation*, *Journal of Economic Issue*, p. 907-933, 2002.
- Merli A., *Troppa influenza delle banche frena la ripresa*, *Il Sole 24 ore*, 9 maggio 2007.
- Mitchell L. E., *Corporate irresponsibility. America's Newest Export*, Yale University Press, New Haven 2001.
- Mizuno M., *Institutional Investors, Corporate Governance And Firm Performance In Japan*, *Pacific Economic Review*, Vol.15, Issue 5, p 653-665, 2010.
- Monks R. A. G., Minow N., *Power and accountability*, Harper Business, New York, 1991.
- Murphy K., *Executive compensation*. In: Ashenfelter e Card, *Handbook of labor economics*, Amsterdam, 1999.
- Onado M., *Mercati e intermediari finanziari*, “Il Mulino”, Bologna, 2000.
- Pagni L., *Il gusto del brivido degli hedge funds*, *La Repubblica*, 22 Novembre 2004.
- Principles of Corporate Governance, G20/OECD, 2015.
- Romano R., *Less is more: making shareholders activism a valuable mechanism of Corporate Governance*, Yale Law School and National Bureau of Economic Research, Working Paper 12/2001.
- Richter M.S., *Considerazioni preliminari in tema di Corporate Governance e risparmio gestito*”, in Assogestioni: *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, 2006.

Romano R., *Public Pension Funds activism in Corporate Governance reconsidered*, in 93 Columbia Law Review, 1993.

Rossi G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, Rivista delle società, 2006.

Salvatori C., *La Corporate Governance delle banche europee*, 2001

Scharfstein D., *The disciplinary role of takeovers*, Review of Economic Studies, Vol. 55, No. 2, p. 185-199, 1988.

Shleifer A., Vishny R. W., *Large shareholders and corporate control*, Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, Part 1, p. 461-488, 1986.

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., *A Survey of Corporate Governance*, NBER. Working Paper No. W5554, 1996.

Shleifer A., Vishny R. W., *A survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 52, Issue 2, 1997.

Shleifer A., Vishny R. W., *Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments*, The Journal of Financial Economics, Vol. 25, Issue 1, p. 123-139, 1999.

Short H., Keasey K., *Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, Vol. 5, Issue 1, p. 79-101, 1999.

Smith A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London, 1776.

Tantazzi A., *Corporate Governance e proprietà azionaria*, in *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?* Giuffrè, 2002.

Wermers R., *Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses*, The Journal of Finance, Vol. 55, No. 4, p. 1655-1695, 2000.

Yafeh Y., Yosha O., *Large shareholders and banks: who monitors and how?*, Hebrew University, 1996.

Yermack D., *Good timing: CEO stock option awards and company news announcements*,
The Journal of Finance, Vol. 52, Issue 2, 1997.