

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

**Interlocking directorates: analisi teorica  
ed evidenze empiriche**



**Relatore**

prof.ssa Laura Rondi

**Candidato**

Marta Miniotti

Anno accademico 2018/2019

## Sommario

<b>Abstract.....</b>	<b>4</b>
<b>Introduzione .....</b>	<b>6</b>
<b>Capitolo Primo – Corporate Governance .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 Definizioni di Corporate Governance .....</b>	<b>7</b>
<b>1.2 Perché attuare meccanismi di Corporate Governance ?.....</b>	<b>8</b>
<b>1.3 Meccanismi di Corporate Governance .....</b>	<b>10</b>
1.3.1 Meccanismi esterni .....	11
1.3.2 Meccanismi interni .....	15
<b>1.4 La Corporate Governance in Italia e confronto con altri paesi .....</b>	<b>21</b>
<b>Capitolo Secondo – Tutela degli azionisti .....</b>	<b>30</b>
<b>2.1 Fallimenti, scandali e rimedi in Italia e confronto con gli USA .....</b>	<b>30</b>
2.1.1 Il caso Parmalat.....	34
<b>2.2 Protezione degli azionisti .....</b>	<b>36</b>
<b>2.3 Proprietà concentrata e Piramidi societarie in Italia .....</b>	<b>41</b>
<b>Capitolo Terzo – Interlocking directorates.....</b>	<b>45</b>
<b>3.1 Definizioni di <i>interlocking directorates</i> .....</b>	<b>45</b>
<b>3.2 Panoramica della letteratura a riguardo e principali teorie a riguardo .....</b>	<b>46</b>
3.2.1 Management Control Model .....	48
3.2.2 Class Hegemony Model.....	50
3.2.3 Career Advancement Model .....	50
3.2.4 Resource Dependence Model.....	51
3.2.5 Financial Control Model.....	52
3.2.6 The Collusion Model .....	54
3.2.7 The Systemic Collusion Theory .....	55
<b>3.3 Interlocking directorates e <i>corporate governance</i> .....</b>	<b>56</b>
<b>3.4 Focus sul mercato italiano e sulla legislazione esistente .....</b>	<b>63</b>
3.4.1 Evidenza empirica del fenomeno degli Interlocking directorates in Italia .....	65
3.4.2 Interlocking directorates e performance d'impresa.....	69
3.4.3 Interlocking directorates tra Blue Chips italiane e Collusione sistemica.....	75
3.4.4 Interlocking directorates: Evoluzione del fenomeno e Resource Dependence Model.....	80

3.4.5	Interlocking directorates tra imprese e banche: Financial Control Model.....	86
3.4.6	Interlocking directorates e Collusione .....	91
<b>Capitolo Quarto - Analisi empirica sulle imprese italiane coinvolte nel fenomeno degli interlocking directorates .....</b>		<b>94</b>
<b>4.1</b>	<b>Raccolta dati e costruzione del dataset .....</b>	<b>94</b>
<b>4.2</b>	<b>Le variabili .....</b>	<b>96</b>
<b>4.3</b>	<b>Analisi descrittiva delle proprietà del campione.....</b>	<b>100</b>
4.3.2	Gli interlocking directorates nelle imprese familiari.....	104
4.3.3	Gli interlocking directorates nelle imprese con CEO che appartiene alla famiglia.....	108
4.3.4	Gli interlocking directorates nelle imprese con patti di sindacato .....	110
4.3.5	Gli interlocking directorates nelle imprese private e pubbliche.....	112
4.3.6	Gli interlocking directorates nelle imprese con alta o bassa intensità di ricerca e spesa in pubblicità .....	113
4.3.7	Gli interlocking directorates nelle imprese con alta e bassa concentrazione di mercato...	117
4.3.8	Gli interlocking directorates e la paga del CEO .....	122
4.3.9	Gli interlocking directorates, le dimensioni e le performance aziendali .....	124
<b>4.4</b>	<b>Modello con regressione probit.....</b>	<b>131</b>
<b>4.4</b>	<b>Modelli di regressione con dati panel ed evidenze empiriche .....</b>	<b>134</b>
4.4.1	La relazione tra la paga del CEO e la presenza di amministratori condivisi.....	136
4.4.2	La relazione tra le performance aziendali e la presenza di amministratori condivisi .....	144
<b>Conclusioni .....</b>		<b>150</b>
<b>Bibliografia.....</b>		<b>155</b>
<b>Capitolo Primo .....</b>		<b>155</b>
<b>Capitolo Secondo .....</b>		<b>159</b>
<b>Capitolo Terzo.....</b>		<b>161</b>
<b>Capitolo Quarto .....</b>		<b>166</b>
<b>Sitografia.....</b>		<b>169</b>
<b>Ringraziamenti .....</b>		<b>170</b>



## Abstract

L'elaborato è incentrato sullo studio del fenomeno degli *Interlocking Directorates*: è stata analizzata la letteratura esistente ed elaborato uno studio empirico su un campione di imprese italiane quotate nell'Italian Stock Exchange di Milano.

Si è analizzato in primo luogo il comportamento delle imprese italiane rispetto al fenomeno degli *Interlocking Directorates*, arrivando a concludere che nel mercato italiano il fenomeno riguarda principalmente le imprese non familiari e quelle che hanno maggiori incentivi a creare un *network* di imprese, nell'ottica di ridurre le incertezze in termini di fornitori, prezzi e variabili macroeconomiche che le riguardano. È un fenomeno evitato da imprese familiari e con alto livello di *sunk cost*. A tal proposito si è dimostrato come quest'ultimo tipo di imprese, qualora facesse parte di un *Interlocking Directorate* ne risentirebbe in termini di performance (ROA e Q di Tobin). Infine attraverso un'ulteriore un'analisi econometrica, si è dimostrato l'esistenza di una relazione causale positiva tra il numero di legami che un'impresa crea mediante la condivisione di proprie cariche rilevanti e la remunerazione del CEO.



## Introduzione

Il presente lavoro ha come scopo quello di effettuare un'analisi teorica rispetto al fenomeno degli Interlocking Directorates e valutare le evidenze empiriche all'interno delle imprese quotate italiane. Il fenomeno degli Interlocking Directorates è stato oggetto di un'ampia letteratura che ha indagato gli incentivi che portano un'impresa a condividere i propri amministratori e le conseguenze del fenomeno principalmente nel mercato statunitense. Poiché il mercato delle imprese quotate italiane è assai differente da quello statunitense, il presente lavoro si concentra sull'indagare le conseguenze degli Interlocking Directorates in un mercato di imprese familiari come quello italiano.

Il tema degli Interlocking Directorates è un tema di *corporate governance*: in effetti la composizione del Consiglio di Amministrazione è il primo tra i meccanismi interni di governo societario, quindi risulta ragionevole pensare agli Interlocking Directorates come un meccanismo di *corporate governance*. Molti sono gli studi empirici che hanno collegato gli *interlocking directorates* con gli aspetti di *corporate governance*: dalla remunerazione degli amministratori esecutivi, alle strategie di scalata, ai metodi per difendersi da essa. Poiché i risultati della letteratura non sono univoci ed esistono prove che dimostrano come tale pratica possa portare benefici ad un'impresa in termini di *performance*, ma possa anche causare disagi agli azionisti, lo scopo del seguente lavoro è indagare quali siano le conseguenze del fenomeno nel mercato italiano.

Nel trattare i temi menzionati il presente elaborato è stato suddiviso in quattro sezioni. In particolare:

- Il Capitolo Primo presenta un'introduzione ai temi della *corporate governance* e dei meccanismi che le imprese attuano nell'ottica di tutelare gli azionisti, con particolare attenzione al mercato italiano.
- Il Capitolo Secondo analizza i temi della **tutela e dell'espropriazione degli azionisti**, nell'ottica di comprendere quali siano i meccanismi adottati dalle imprese per espropriare i propri azionisti e come il legislatore abbia reagito per tutelarli. Il focus dell'analisi è sul mercato italiano.
- Il Capitolo Terzo svolge una descrizione del fenomeno degli **Interlocking Directorates** e della principale letteratura a riguardo. Sono citati i principali modelli presenti in letteratura che descrivono cause e conseguenze del fenomeno. È presente inoltre un approfondimento sugli studi svolti riguardo al mercato italiano.
- Il Capitolo Quarto presenta il **contributo empirico** offerto dal presente lavoro mediante la raccolta di dati e l'implementazione di modelli econometrici. La ricerca è orientata all'obiettivo di descrivere quali imprese siano incentivate a creare Interlocking Directorates oltre che a descrivere le conseguenze che l'attuazione ha sulle performance aziendali e sulla remunerazione dell'Amministratore Delegato.

# Capitolo Primo – Corporate Governance

## 1.1 Definizioni di Corporate Governance

La *corporate governance* (controllo societario) è l'insieme di regole e processi che consentono la gestione e la direzione di un'impresa (Cadbury Report 1992<sup>1</sup>). Le definizioni di *corporate governance* sono molteplici e non sempre esaustive. Un'importante definizione di *corporate governance* è quella di Luigi Zingales (1998) che la descrive come «l'insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione *ex-post* delle quasi rendite generate da un'impresa». Secondo Zingales l'obiettivo del controllo societario è massimizzare l'efficienza produttiva di un'impresa e il ritorno degli *stakeholders* (azionisti, obbligazionisti e creditori). L'utilizzo di meccanismi di *corporate governance* si deve principalmente a problemi derivanti da conflitti di interesse e problemi di agenzia che sovvergono tra i diversi *stakeholders* ed in particolare tra proprietà e *management*. Si rende necessario effettuare il controllo societario in quanto, gli obiettivi di chi detiene il controllo dell'impresa e chi detiene la proprietà del capitale non coincidono, al contrario, i primi tenderanno a porre in essere azioni finalizzate a massimizzare i propri benefici (monetari e non), a scapito dei profitti dei secondi. Allo stesso modo il conflitto di interesse può esistere in una situazione caratterizzata da una struttura proprietaria che prevede azionisti di maggioranza con funzioni manageriali e azionisti di minoranza esclusi dalla gestione aziendale.

Così viene definita dall'OECD<sup>2</sup>: «*Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring. The presence of an effective corporate governance system, within an individual company and across an economy as a whole, helps to provide a degree of confidence that is necessary for the proper functioning of a market economy. As a result, the cost of capital is lower and firms are encouraged to use resources more efficiently, thereby underpinning growth.*».

<sup>1</sup> Il *Cadbury Report*, intitolato *Financial Aspects of Corporate Governance* è un rapporto pubblicato dal "The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance" presieduto da Adrian Cadbury che contiene raccomandazioni sull'organizzazione del Consiglio di Amministrazione ed i sistemi contabili per ridurre al minimo i rischi di *corporate governance* ed i fallimenti. La relazione è stata pubblicata nel 1992 e le raccomandazioni contenute nel rapporto sono state utilizzate da numerosi autori accademici ed istituzioni internazionali come ad esempio la Banca Centrale Europea, l'OECD eccetera.

<sup>2</sup> L'OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) è un'organizzazione di studi economici che ha come obiettivo di promuovere policies che risolvano problemi comuni e studiare politiche commerciali atte a migliorare la qualità della vita dei paesi membri.

Un'altra celebre definizione di *corporate governance* è quella di Shleifer e Vishny (1997), i quali la definiscono dal punto di vista economico-finanziario: « *[It] deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment* ». In tutti i casi quindi la *corporate governance* è una struttura di regole e comportamenti che puntano a bilanciare gli interessi dei diversi *stakeholders*. Capire quindi quali sono i problemi di agenzia e di incompletezza contrattuale che originano i problemi di *corporate governance* è importante per determinare i differenti meccanismi di controllo societario.

## 1.2 Perché attuare meccanismi di Corporate Governance ?

Dalle diverse definizioni emerge che i problemi di *corporate governance* nascono dalla separazione tra proprietà e controllo e dai conflitti di interesse tra i titolari dei diversi diritti sul profitto d'impresa.

Nella loro *Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure* Jensen e Meckling spiegano come siano i costi di agenzia del capitale di rischio e del capitale di debito a determinare la struttura proprietaria e finanziaria dell'impresa.

Per primo, analizzano il **costo di agenzia del capitale** di rischio che è detenuto dall'*outside equity* (gli azionisti estranei alla gestione dell'impresa), partendo dal confronto del comportamento del *manager* che abbia il 100% delle azioni della società ed il comportamento del *manager* che detenga una frazione più bassa di azioni. In entrambi i casi il *manager* tenderà a voler massimizzare la sua utilità (derivante da benefici monetari e non monetari). Nel primo caso il costo di ottenere benefici non monetari è sostenuto interamente dal *manager* e questo costo intacca per tutto il suo valore il profitto residuo. Si avrà quindi una situazione in cui l'equilibrio tra benefici monetari e non monetari si trova nel punto in cui l'utilità marginale della spesa per ottenere benefici non monetari è uguale all'utilità marginale derivante dall'aumento di profitto dell'impresa (sua ricchezza personale). Nel secondo caso al diminuire della quota di capitale detenuta dal *manager*, egli avrà maggiori incentivi ad utilizzare le risorse dell'impresa per ottenere benefici non monetari privati invece che per attività produttive che generano benefici monetari pubblici: si genera quindi *inefficienza ex-post*. Allo stesso tempo si genera anche *inefficienza ex-ante* in quanto, il *manager* è meno incentivato ad impegnarsi per porre in essere azioni destinate ad accrescere il valore dell'impresa. Questa situazione di inefficienza generale deriva dalla duplice posizione del *manager* che è contemporaneamente principale e agente. In quanto principale sarà propenso al rischio, viceversa la posizione di agente frenerà questa propensione, a favore di una ricerca di progetti meno rischiosi per poter salvaguardare i vantaggi personali.

Questa divergenza di interessi tra azionisti e *manager* genera dei costi di agenzia dovuti a:

- **Monitoring:** il *manager* si sottopone ad attività di revisione interna, vincoli di bilancio, controlli formali, contratti di incentivazione legati ai risultati;
- **Bonding:** il *manager* accetta schemi di remunerazione incentivante o tiene alta la sua quota di azioni per dimostrare il suo attaccamento all'impresa;
- **Perdita residua:** inevitabile riduzione del benessere degli azionisti a causa della divergenza degli interessi (si genera un fenomeno di *underpricing*, gli azionisti comprano azioni ad un prezzo inferiore. Il prezzo sconta la divergenza tra i loro interessi e quelli del *manager*).

Il *manager* sostiene i costi di agenzia se e solo se l'aumento della sua ricchezza dovuta a queste attività (che spingono per non demolire il valore dell'impresa) supera il valore dei benefici personali a cui rinuncia. In equilibrio, quindi, i ricavi marginali delle attività di *monitoring* e *bonding* sono pari ai costi marginali dovuti al rapporto di agenzia. Tuttavia l'ottimo (inteso come ottimo di Pareto) non sarà conseguito perché, esistendo costi di agenzia, il valore dell'impresa non è massimo e la scelta dei progetti di investimento non soddisfa l'obiettivo di massimizzazione del valore.

Come conseguenza dei risultati di questa teoria si può pensare ad un'alternativa: il debito come sostituto dell'*equity*: un'impresa, la cui struttura finanziaria è composta da una minima quota di azioni di proprietà dell'imprenditore e da una quota elevata di capitale di debito (debito bancario e prestiti obbligazionari). In effetti la letteratura suggerisce diversi vantaggi nell'emissione di debito:

- Riduce il fabbisogno di *outside equity* diminuendo i costi di agenzia del capitale;
- Secondo Jensen (1986) e Stulz (1988) l'obbligo di restituzione del capitale e di pagamento degli interessi, con potenziale minaccia di fallimento, hanno un'azione disciplinante sul *manager* che tende a lavorare in modo efficiente;
- Secondo Modigliani e Miller (1963) si ha un vantaggio fiscale perché l'impresa può dedurre gli interessi passivi sul debito dal reddito imponibile;
- I finanziatori attuano un'attività di *monitoring*, con cui si riduce l'asimmetria informativa ed i conflitti di interessi tra *insider* ed *outsider*.

Tuttavia, nella realtà uno scenario del genere è poco probabile perché difficilmente si trova un finanziatore per un imprenditore che investe una quota minima in un progetto, chiedendo a debito una quota enorme. Si verificano infatti problemi di incentivo e costi di agenzia del debito. In questa teoria Jensen e Meckling individuano tre problemi che originano il **costo di agenzia del debito**:

- Incentivo per gli azionisti ad investire in progetti troppo rischiosi: il *manager* è incentivato a intraprendere progetti molto rischiosi che in caso di successo gli garantiscano gran parte dei profitti e viceversa, in caso di fallimento gli azionisti ne risentiranno solo per la propria quota mentre la maggior parte degli oneri ricadranno sui creditori. Conoscendo questo meccanismo, i finanziatori non saranno disposti a concedere il prestito al prezzo richiesto

ma ad un prezzo più alto o per un ammontare più basso, generando quindi parte del costo d'agenzia del debito;

- Costi di controllo e di *monitoring* del debito;
- Costi del fallimento e della ristrutturazione dell'impresa.

In conclusione quindi il *manager* deciderà di raccogliere fondi facendo ricorso al capitale di debito se l'aumento marginale della sua ricchezza, derivante dal progetto che vuole finanziare, supera il costo marginale d'agenzia del debito e se questo è a sua volta inferiore al costo di agenzia di emissione di capitale di rischio.

In base a questa teoria, Jensen e Meckling sostengono quindi che la struttura proprietaria ottimale esiste ed è quella che minimizza i costi di agenzia. I fattori discriminanti per la scelta del mix di *inside equity*, *outside equity* e debito sono:

- Discrezionalità del *manager*;
- Caratteristiche dell'impresa e del settore;
- Tipologia di produzione;

La teoria indica quindi che è preferibile finanziare un progetto con emissione di nuove azioni quando la discrezionalità del *manager* è bassa, il contributo del *manager*/proprietario non è fondamentale e l'impresa ha buone opportunità di crescita in quanto userà i nuovi capitali per finanziare nuovi progetti. Qualora il contributo manageriale fosse determinante e l'impresa abbia poche possibilità di crescita conviene finanziare con ricorso al debito.

In uno scenario di questo tipo è chiara l'importanza di attuare meccanismi finalizzati a disciplinare il comportamento opportunistico del *management*.

### 1.3 Meccanismi di Corporate Governance

Zingales (1997) definì i meccanismi di *corporate governance* in questo modo: «*Allocation of ownership, capital structure, managerial incentive schemes, takeovers, board of directors, pressure from institutional investors, product market competition, labor market competition, organizational structure, etc. can all be thought of as institutions that affect the process through which quasi-rents are distributed.*». Rifacendosi quindi alla sua definizione di *corporate governance* Zingales enumera quelli che secondo lui sono i principali metodi per effettuare la negoziazione *ex-post* della quasi rendita ed in particolare, sono efficaci strumenti per evitare il suddetto comportamento opportunistico del *manager*. Gli strumenti di *corporate governance* si dividono in meccanismi interni e meccanismi esterni di disciplina. I meccanismi esterni includono la minaccia di scalata, la pressione competitiva sul mercato dei beni, la competizione sul mercato dei *managers* ed il contesto istituzionale in cui opera l'impresa. Non sono quindi direttamente influenzabili dall'impresa e la loro efficacia varia in base a quanto influenzano i paesi in cui sono applicati. I meccanismi interni

invece sono direttamente controllati dall'impresa e comprendono la scelta della struttura dei diritti di voto, il Consiglio di Amministrazione, gli schemi di retribuzione dei *manager*, il ruolo dei *block-holders* all'interno dell'azienda, la struttura del capitale e il ruolo del debito come meccanismo di disciplina.

### 1.3.1 Meccanismi esterni

La **minaccia di scalata** (anche detta *take over*) è un meccanismo esterno di *corporate governance*, possibile soluzione al problema del *free-riding* (molto diffuso nelle società ad azionariato diffuso). In questo tipo di società il piccolo azionista ha ben pochi incentivi a monitorare l'operato del *management* poiché si tratta di operazioni costose ed ognuno spera che qualcun altro se ne incarichi. In una situazione di inefficienza del *management* un azionista può acquistare le azioni necessarie per raggiungere una quota di controllo e riuscire a sostituire i *manager*. Nel contesto italiano per effettuare un *take-over* lo *scalatore* è tenuto a "lanciare" un'offerta pubblica di acquisto (OPA) che gli consente di acquistare le azioni.

Una delle più influenti teorie ad analizzare il meccanismo di *take-over* fu quella di Henry Manne nel suo articolo "*Mergers and the Market for Corporate Control*" (1965) in cui descrisse il ruolo del *Market for Corporate Control* sulla *corporate governance*. Secondo Manne il mercato delle acquisizioni ha un ruolo di *monitor* sui *manager*: la minaccia di una possibile scalata è un disincentivo ad attuare comportamenti opportunistici, da parte del *manager*, che portino ad una gestione inefficace della società. Inoltre, sempre secondo Manne, in un contesto di mala gestione il valore delle azioni dell'impresa si abbasserà ed attirerà quindi possibili terzi, interessati ad acquisire il controllo della società.

Ulteriori prove a sostegno della teoria di Manne vengono dallo studio di Jensen e Ruback (1983) che provano come le acquisizioni societarie generino guadagni positivi e che gli azionisti delle società *target* ne beneficino e che l'azionariato delle società offerenti non vi rimette. Jensen (1988), analizzando il mercato americano dimostra come le ristrutturazioni siano eventi che portano ad ingenti cambiamenti che portano a risoluzioni di problemi di *corporate governance*. In particolare si focalizza su come i *take-over* creino dissesti nella vita di dirigenti, dipendenti, fornitori, clienti e residenti nelle comunità vicine all'azienda. Vi sono di solito trasferimenti di proprietà e cambiamenti organizzativi (come cambiamenti nella strategia aziendale), un maggior utilizzo del debito e una serie di sostituzioni dei contratti. A simili considerazioni arriva anche Scarfstein (1988) che nel suo articolo presenta una teoria del ruolo disciplinante dei *take-over* basata su un modello dei problemi di incentivo manageriale dovuti ad asimmetrie informative.

In generale la letteratura approva in larga parte il *take-over* come efficace meccanismo di *corporate governance* pur riconoscendo che i costi di questo meccanismo siano alti. Infatti, il *take-over* non è uno strumento facile da mettere in atto (poiché non tutti gli azionisti potrebbero accettare di

vendere le proprie quote) e in ogni caso molto costoso a causa dei costi di raccolta fondi, dei costi legali, di riorganizzazione, eccetera. I costi sono anche dovuti al fatto che l'OPA (Offerta pubblica di acquisto) segnala al mercato che la società è sottovalutata e può indurre quindi una guerra al rialzo. È inoltre possibile che siano attuate, a seconda della legislazione delle strategie difensive per ostacolare il *take-over*.

Un'alternativa alla scalata sono le *proxy-fight* o guerre delle deleghe con le quali il controllo è acquisito da una società raccogliendo le deleghe per il diritto al voto della maggioranza degli azionisti.

Il secondo meccanismo esterno è la **pressione competitiva sul mercato dei beni**. Hart (1983) ha mostrato l'importanza della concorrenza sul mercato dei beni (anche solo concorrenza potenziale) nel ridurre il *managerial slack*: se c'è concorrenza il manager è incentivato a lavorare bene per massimizzare i profitti d'impresa. Hart formalizza questa idea in un modello, mostrando che la competizione riduce lo spreco e la tendenza a deviare liquidità verso benefici privati del *manager* a scapito del valore dell'impresa. Questo, secondo Hart, avviene se gli ambienti delle aziende sono correlati, ovvero in un ambiente competitivo ma non avviene se sono indipendenti, cioè in monopolio. Allo stesso modo, Jensen (1993), arriva a simili conclusioni sostenendo che ciò che conta è il contesto in cui opera l'azienda: un'azienda che opera in contesti non innovativi, con basso progresso tecnologico e con prodotti maturi sarà più influenzata dal *managerial slack*, viceversa aziende di settori altamente innovativi ne saranno immuni.

Il terzo meccanismo è la **pressione competitiva sul mercato dei manager**: se ci sono pochi *manager* e poco competenti la competizione sarà bassa e difficilmente un *manager* incapace sarà rimpiazzabile. Al contrario in un contesto altamente competitivo il *manager* incapace è facilmente sostituibile. La competizione in questo mercato esiste se la remunerazione è correlata alla capacità del *manager* e, poiché la sua capacità è legata alle performance d'impresa, il manager è pagato in base ai risultati ottenuti (Fama, 1980 e Jensen e Murphy, 1990). L'intuizione del metodo detto *pay-for-performance* permette quindi di poter definire un parametro, che consente all'impresa di trattenere i *manager* migliori con una remunerazione adeguata e allo stesso tempo poter attrarre nuovi *manager* capaci. In questo contesto è importante anche il ruolo della reputazione in quanto, per stabilire il prezzo delle prestazioni del *manager*, il mercato usa le informazioni sui suoi risultati passati. Il *manager* sarà quindi incentivato a fare bene ed agire nell'interesse dell'azienda pur di salvaguardare le proprie possibilità di carriera futura. Addirittura Fama (1980) afferma che l'intenzione di mantenere una buona reputazione spinga il *manager* ad agire nell'interesse dell'azienda anche qualora non vi fossero indicazioni di remunerazione legata alle *performance* nel contratto. Tuttavia a riguardo la letteratura non è omogenea ma vi è chi come Holmstrom (1982) afferma l'esatto contrario.

Ultimo meccanismo esterno di *corporate governance* è il **contesto istituzionale** che si articola in:

- Sistema legale (*Common Law* e *Civil Law*);
- Diritto d'impresa, ovvero il diritto commerciale (*Corporate Law*);
- Efficacia e rapidità del sistema giuridico;
- Codici di autodisciplina;
- Associazioni professionali, ovvero norme per gestori, sindaci, analisti finanziari e revisori;

Il sistema legale di un paese ha un ruolo centrale nella *corporate governance* delle sue aziende. Elementi dei diversi sistemi finanziari come l'ampiezza dei mercati di capitali, le strutture di proprietà societaria, le politiche dei dividendi e l'efficienza di allocazione degli investimenti sono stati spiegati empiricamente dal modo in cui le leggi proteggono i propri investitori. Poiché, come anticipato, la *corporate governance* è un insieme di metodi con cui gli investitori così detti *outsider* si proteggono dall'espropriazione da parte degli *insider* (azionisti di maggioranza), la protezione degli *shareholder* e dei creditori da parte del sistema legale è una misura centrale di governo societario. Inoltre la protezione degli azionisti risulta cruciale, in quanto, in molti paesi l'espropriazione degli azionisti di minoranza e dei creditori da parte degli azionisti di maggioranza è assai diffusa ed in un contesto di questo tipo il grado di tutela dell'azionariato è quindi un discriminante per un potenziale investitore esterno per decidere se investire o meno in aziende di quel paese. L'approccio legale alla *corporate governance* sostiene quindi che il meccanismo centrale degli investitori (*shareholders* e creditori) sia il tipo di sistema legale, inteso sia come leggi che modalità di applicazione di esse (*enforcement*).

Le leggi dei diversi paesi è noto che derivino da poche "famiglie" legali principali: *Common Law* e *Civil Law*.

Il *Common Law* si origina dalla tradizione anglosassone ed è un ordinamento giuridico di tipo giurisprudenziale. In particolare si basava sul concetto di *precedente giurisprudenziale* ovvero sentenze giuridiche che risolvono problemi specifici e diventano vincolanti in futuro. È un approccio che si è evoluto nel tempo per proteggere la proprietà privata e nell'ottica di rendere le negoziazioni private agili. Ad oggi i precedenti giudiziari non sono più totalmente vincolanti ma vengono considerati comunque molto importanti e la formazione della figura del giudice non si basa unicamente sullo studio di codici ma dedica ampio spazio allo studio di casi reali (i precedenti). Al contrario il *Civil Law* deriva dal diritto romano e si evolve successivamente nel periodo Napoleonico (1807) e di Bismark (1897). La natura di tale diritto è *legislativa positiva* ovvero ci si basa principalmente su leggi scritte (codici, regolamenti, la costituzione...) che svolgono un ruolo di guida per la figura del giudice che dovrà utilizzare il caso generale esplicitato dalla legge per risolvere il caso pratico che si troverà di fronte. L'obiettivo con cui si è evoluto questo sistema è

quello di proteggere il ruolo dello Stato e rafforzare i governi nazionali ed i loro diritti. Il *Civil Law* inoltre si declina a sua volta in altri tre ceppi: Francese, Germanico, Scandinavo.

Con l'approccio *Law and Finance* si descrive in modo dettagliato come l'utilizzo di un sistema legale con leggi pertinenti alla protezione degli investitori si ripercuote in maniera positiva sul mercato dell'*equity*. In particolare nella loro ricerca, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) descrivono la protezione legale degli azionisti ed investitori con un utile meccanismo di *corporate governance*. Prima di arrivare a tali considerazioni, in uno studio precedente La Porta ed al. esaminano legislazioni di 49 paesi e classificandole basandosi sul sistema legale, costruendo degli indici quantitativi che misurano il grado di protezione legale dei diritti degli investitori. Le evidenze empiriche di questo studio hanno portato ad alcune considerazioni interessanti:

- I paesi che adottano un sistema legale derivante dal *Common Law* garantiscono una migliore protezione legale degli azionisti, al contrario il *Civil Law* non è particolarmente protettivo, in particolare il caso francese è quello che garantisce minor protezione. Germania e paesi Scandinavi sono in una posizione intermedia.
- I paesi adottanti *Common Law* offrono maggiore protezione legale ai creditori rispetto a quelli con *Civil Law*.
- Esistono anche differenze significative in termini di *Law Enforcement*, misurato in termini di efficienza giudiziaria, mancanza di corruzione e qualità degli standard di contabilità. Si dimostra che pur contando anche il ceppo legale è nei paesi più ricchi che si ha un buon *Law Enforcement* (paesi scandinavi e germanici).

Esiste secondo Coffee (2000) e Johnson (2000) et al. una prima spiegazione giudiziaria di questi risultati: le leggi del *Common Law* sono derivanti da decisioni basate sui precedenti e ispirati da principi generali di equità. I giudici si approcciano a casi giudiziari nuovi attingendo da questi principi generali anche quando un comportamento specifico non sia stato ancora inserito negli statuti. Per quanto riguarda l'espropriazione degli azionisti, il giudice cercherà di capire se la condotta degli *insider* sia effettivamente sleale nei confronti degli *outsider*. L'espansione dei precedenti legali e la paura di questa espansione limita l'espropriazione degli azionisti nei paesi con *Common Law*. Al contrario i paesi con *Civil Law* adottano sistemi legali con una legislazione scritta e come conseguenza un azionista che trova un modo non esplicitamente vietato dagli statuti di espropriare gli *outsider* può procedere senza timore di una sentenza giudiziaria avversa. Tuttavia questa spiegazione risulta incompleta in quanto non è detto che il giudice persegua l'interesse dell'*outsider* nel generare una sentenza, bensì potrebbe essere spinto da interessi politici. Per giustificare i risultati trovati si deve allora aggiungere un'analisi politica e storica: lo Stato ha avuto un ruolo centrale nella regolazione degli affari nei paesi con *Civil Law*, molto più che in quelli di *Common Law*. Il *Common Law* si è evoluto, come anticipato, nell'ottica di proteggere la proprietà privata contro la Corona in quanto in Inghilterra a partire dal diciassettesimo secolo i regnanti

persero il controllo dei tribunali, che invece caddero sotto il potere del parlamento e dei proprietari terrieri. Nel tempo i tribunali estesero questa protezione anche agli investitori. Al contrario in Francia e Germania il potere del parlamento era debole ed i Codici Commerciali per consentire allo Stato di regolare le attività economiche furono adottati da Napoleone in Francia e da Bismark in Germania solo nel diciannovesimo secolo. Lo Stato ha quindi avuto sempre un ruolo centrale e non ha mai ceduto il potere sulle decisioni economiche ai tribunali.

### 1.3.2 Meccanismi interni

I meccanismi interni sono il cuore dei meccanismi di *corporate governance* ed hanno il ruolo di migliorare i problemi di agenzia derivanti dai conflitti di interessi tra manager e azionisti, azionisti e creditori e contributori di capitali e altri *stakeholders*.

Il **Consiglio di Amministrazione** (*Board of Directors*) è un meccanismo centrale di *corporate governance* ed è considerato uno dei principali mezzi che gli *shareholder* hanno per esercitare il controllo sul *management*. Si tratta dell'organo nominato dall'assemblea degli azionisti, il cui ruolo è innanzitutto di *monitoring* (Warther, 1994; Hirshleifer e Thakor, 1994): ad esso viene delegato il compito di rappresentare gli interessi dell'azionariato e verificare che il *management* operi in questo senso.

Già Adam Smith nel 1776 si riferiva al ruolo del *board* in questi termini: « *The directors of [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 [as owners] ... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*». Si fa quindi riferimento ai problemi di agenzia già citati in precedenza che i meccanismi di *corporate governance* servono a risolvere. Il ruolo del *board* è fondamentale perché si presume che lavori portando avanti gli interessi degli azionisti che invece hanno difficoltà ad esercitare il controllo a causa dell'ampia dispersione della proprietà delle

<sup>3</sup> Le aziende possono adottare tre possibili sistemi di *governance* che comportano diversi organi amministrativi e di controllo:

- **Sistema tradizionale:** sistema di derivazione latina e diffuso principalmente in Italia a in cui accanto all'assemblea dei soci si prevede un organo amministrativo ed uno di controllo. L'organo amministrativo è il Consiglio di Amministrazione ( o Amministratore Unico nel caso in cui sia unipersonale). L'organo di controllo è il Collegio Sindacale.
- **Sistema Monistico:** sistema tipico dei paesi anglosassoni caratterizzato dalla presenza di un Consiglio di Amministrazione pluripersonale con al suo interno un comitato per il controllo della gestione, formato da amministratori indipendenti.
- **Sistema Dualistico:** sistema di derivazione tedesca, sviluppatosi anche in Portogallo e Giappone. Prevede oltre all'assemblea dei soci, un Consiglio di Gestione ed un organo di controllo chiamato Consiglio di Sorveglianza. Con il termine dualistico si intendono gli organi che si occupano della gestione della società in quanto anche il Consiglio di Sorveglianza può vedersi assegnate competenze di rilevanza strategica.

azioni (problema del *free riding*). In quest'ottica secondo John e Senbet (1998) l'efficacia del ruolo del *board* dipende da tre variabili: la sua composizione, l'indipendenza e la dimensione.

Il *board of directors* è il luogo in cui si nominano i *manager* e si decide la loro remunerazione e si approvano o respingono le decisioni di questi ultimi (si autorizzano le operazioni straordinarie, l'emissione di azioni, la distribuzione dei dividendi...). Il Consiglio di Amministrazione quindi non si occupa della gestione aziendale *day-by-day*, ruolo invece affidato agli amministratori delegati (*management*). I *manager* hanno, dal canto loro, l'obbligo di fornire un'informativa periodica sul loro operato al consiglio, il quale è l'organo che risponde delle responsabilità aziendali davanti alla legge. Si può quindi suddividere i membri del *board* in:

- **Amministratori esecutivi**, direttamente impegnati nella gestione aziendale;
- **Amministratori non esecutivi**, non impegnati nella gestione aziendale *day-by-day* ma impegnati invece nelle attività di *monitoring* oltre che di supporto al top-management.

Poiché non sempre i membri del *board* hanno gli incentivi corretti o gli strumenti appropriati per svolgere al meglio il controllo, l'allineamento degli interessi di *shareholder* e del *board* è raggiungibile ad esempio collegando la remunerazione dei membri del Consiglio di Amministrazione al valore dell'impresa o sfruttando il concetto di reputazione dell'amministratore che pur di non rovinarla sarà incentivato a lavorare nell'interesse dell'azienda e degli azionisti.

Tradizionalmente si suggerisce che il grado di indipendenza di un Consiglio di Amministrazione sia correlato alla sua composizione. Si presume infatti che più il *board* contiene al suo interno amministratori esterni (indipendenti) e più questo sia indipendente. L'idea è che un Consiglio di Amministrazione con al suo interno un numero consistente di amministratori *indipendenti* porti benefici per gli interessi della società in termini di efficacia del *monitoring*. Si tratterebbe in effetti di amministratori che esercitano attività di *monitoring* e di pressione sul *management* in difesa degli interessi dell'impresa e degli azionisti di minoranza, oltre che un ruolo di consulenza ed assistenza professionale. Tuttavia, le prove empiriche a favore di questa tesi sono molto contrastanti e ciò porta a difficili conclusioni sulla composizione ottimale per un Consiglio di Amministrazione. Una prova a favore di questa tesi viene dallo studio di Rosenstein e Wyatt (1990), i quali esaminano la reazione al prezzo delle azioni il giorno dopo all'annuncio che saranno aggiunti al consiglio nuovi amministratori indipendenti. In questo studio si evince che, in media, vi è un aumento statisticamente significativo dei prezzi delle azioni in risposta all'annuncio di queste nomine. Anche lo studio di Brickley et al. (1994) svolge un'analisi in ottica di dimostrare se gli amministratori esterni promuovano o meno gli interessi dell'azionariato. Qui, si esamina un campione di aziende che adottano le *poison pills*. Le *poison pills* possono arrecare infatti danni o benefici agli azionisti e sono adottate del Consiglio di Amministrazione senza passare dal voto dell'assemblea e di conseguenza, se gli amministratori esterni rappresentano gli interessi degli azionisti, la probabilità di usare una *poison pills* che li danneggi diminuisce all'aumentare del numero di indipendenti e viceversa. Poiché il mercato può osservare la struttura del Consiglio di Amministrazione, il prezzo

delle azioni dovrebbe subire variazioni a seguito dell'annuncio dell'utilizzo della *poison pill*. Il risultato di questo studio è in effetti una relazione statisticamente significativa tra la reazione del mercato azionario all'adozione delle pillole avvelenate e la frazione di indipendenti del Consiglio. Come anticipato il ruolo degli amministratori risulta molte volte ambiguo, in quanto le informazioni di cui dispongono sono poche ed essendo remunerati dalla società e soggetti a riconferma sono facilmente "catturabili" dal *manager*. Molti sono infatti gli studi che dimostrano che non esiste nessun collegamento tra la loro presenza all'interno del *board* ed un miglioramento in termini di *performance* dell'impresa. Alcuni studi dimostrano, come quelli di MacAvoy et al. (1983) o Baysinger e Butler (1985) che non vi sono relazioni significative tra le *performance* in termini di fatturato e la frazione di indipendenti nel *board*. Altri come Hermalin e Weisbach (1991) e Bhagat e Black (2000) invece utilizzano la  $q$  di Tobin<sup>4</sup> come misura di performance arrivando comunque alla conclusione che non vi sia una relazione tra la  $q$  ed il numero di indipendenti. Infine altri studi si concentrano sullo studio della probabilità che un *manager* venga licenziato a seguito di così detti *bad results*. Il *turnover* del CEO è infatti la misura di efficacia del *board* che Weisbach (1998) prende in considerazione, verificando l'ipotesi che amministratori *insiders* e *outsiders* si comportino in modo diverso nelle decisioni di rimuovere il CEO, a causa di differenti incentivi. Gli *insider* difficilmente tenderanno a rimuovere il CEO in quanto, le loro carriere vi sono legate, mentre gli *outsider* avranno incentivi legati alla reputazione che li spingeranno ad agire nell'interesse aziendale. In effetti lo studio dimostra che le misure di *performance* sono fondamentali nella decisione di rimozione del delegato se il consiglio è dominato da amministratori esterni ma ciò non vale nel caso in cui sia dominato da interni. A riguardo, secondo John e Senbet (1998), nella misura in cui gli amministratori indipendenti sono più vigili nel sostituire una gestione poco efficiente, dovrebbe esserci anche creazione del valore per gli azionisti.

Accanto alla composizione e all'indipendenza, l'altra variabile che definisce l'operato di un *board* è la sua ampiezza (*size*): vi è infatti evidenza empirica che esista una relazione negativa tra dimensione del consiglio e *performance* d'impresa. Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992) e Yermack (1996) suggeriscono nei loro studi che *board* più ampi siano meno efficaci di *board* più piccoli. L'idea è infatti che *board* troppo affollati subiscano problemi di agenzia e siano meno impegnati nella reale gestione dell'impresa (diventano cioè organi simbolici).

L'efficacia del Consiglio di Amministrazione può essere influenzata non solo dalla composizione e dalle dimensioni ma anche dalla sua struttura amministrativa, Klein (1995). In questo studio si propone una struttura a comitati, con ruoli specializzati per migliorare le performance del *board* in termini di produttività e *monitoring*. Ogni comitato (dedicati al *monitoring* e alla produzione)

<sup>4</sup> La  $q$  di Tobin (Fonte: Dizionario di Economia e Finanza – Treccani) è il rapporto tra la somma dei valori di mercato di azioni e obbligazioni di un'impresa e il valore di rimpiazzo del suo *stock* di capitale. Fu proposta dal premio Nobel per l'economia J. Tobin nel 1969 (*A general equilibrium approach to monetary theory*, *Journal of Money*). Da allora è uno degli indicatori più utilizzati nell'analisi dei mercati finanziari. Se  $q > 1$  indica la vantaggiosità per l'impresa ad aumentare i propri investimenti. Viceversa per  $q < 1$ .

dovrebbe includere i membri del Consiglio che hanno maggiori competenze per raggiungere gli obiettivi del comitato. Si è arrivati alla conclusione che i comitati di monitoraggio (revisione, remunerazione e nomina) sono composti principalmente da indipendenti, viceversa i comitati dedicati alla produzione (*finance*, investimenti e *strategy*) sono composti da amministratori interni. Inoltre si dimostra che all'aumentare della percentuale di indipendenti nel comitato per il monitoraggio, i benefici ad esso legato aumentano e altresì esiste una relazione positiva tra numero di *insider* nel comitato di produzione e misure di *performance*.

Pur avendo sottolineato che il principale ruolo del Consiglio di Amministrazione è il *monitoring* un compito altrettanto rilevante è quello di decidere i compensi del *management*. Il secondo meccanismo interno di *corporate governance* è infatti la **remunerazione dei dirigenti**. La remunerazione è composta da diverse parti (Milgrom e Roberts 1992) :

- **Stipendio**: una somma pagata nell'anno e fissata da contratto;
- **Bonus**: una somma variabile collegata ai risultati di una prestazione a breve;
- **Premi azionari**: azioni cedute o vendute con un forte sconto al *manager*. In questo modo si fa *risk sharing* in quanto parte del reddito del *manager* deriva dal profitto residuo;
- **Piani azionari fantasma**: sono titoli, del tutto simili alle azioni ordinarie ma che non comportano diritti di proprietà;
- **Diritti sui guadagni in conto capitale**: si assegna al dirigente l'incremento di valore di uno specifico pacchetto di azioni;
- **Stock option**: il diritto di acquistare, entro un determinato periodo (anche anni), azioni ad un prezzo prefissato al momento in cui l'opzione è offerta. Il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo del mercato dell'azione al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal *manager*.

La remunerazione del *management* è decisione del Consiglio di Amministrazione che dovrebbe, seguendo le Teorie degli Incentivi e dell'Agenzia collegare la remunerazione alla prestazione (relazione *pay-for-performance*). Il *manager*, inteso quindi come agente, ha di per sé un atteggiamento avverso al rischio che lo porta ad agire nella scelta dei progetti in ottica di conservare il proprio posto di lavoro. In quest'ottica è chiaro che *bonus*, premi azionari e *stock option* giocano un ruolo fondamentale. In particolare il *bonus* collega la remunerazione del *manager* ad una prestazione già conseguita ma non guarda al futuro. Invece premi azionari e *stock option* si occupano dell'avvenire: i premi azionari sono un metodo efficace per allineare gli obiettivi del *manager* a quelli aziendali, ma non considerano la profittabilità a lungo termine, che invece è tutelata dalle *stock option*. Il *manager*, a cui sono assegnate delle *stock option*, avrà incentivo a lavorare bene perché potrà comprare a un prezzo fisso qualcosa che vale di più, se lui stesso ha provveduto a fare aumentare il prezzo delle azioni. Lo strumento delle *stock option* non è sempre

stato utilizzato in maniera virtuosa, come attestano i numerosi scandali ad esse legati. In effetti le *stock option* portano i dirigenti ad aumentare la propria propensione al rischio (poiché i guadagni derivanti dalle *stock option* sono molto maggiori del loro stipendio) e ciò può indurli ad un comportamento disonesto (ad esempio diffondendo informazioni false per far aumentare il prezzo delle azioni poco prima della scadenza o retrodatando le opzioni a una data che precede l'aumento del prezzo del titolo). Questi sono metodi molto rischiosi che si portano dietro importanti conseguenze legali e che segnalano una collusione tra *management* e amministratori.

Se ne deduce quindi che la scelta del compenso è un importante meccanismo di *corporate governance* nelle mani del Consiglio di Amministrazione.

Esistono, tuttavia, alcuni aspetti critici a riguardo: in primo luogo l'evidenza empirica non conferma una relazione positiva tra *pay* e *performance* ma al contrario si presenta in molte occasioni la possibilità per il *management* di fare *camouflages*. In secondo luogo in presenza di *insiders* che possiedono grandi pacchetti azionari si incorre nel fenomeno di *managerial entrenchment* (collusione o arroccamento) (Fama e Jensen 1983; Demsetz 1983, Stulz 1988; Almazan e Suarez 2003). Si può descrivere il *managerial entrenchment* come l'azione messa in atto da un *manager* per poter aumentare i propri benefici personali (intesi come valore percepito come dipendente: remunerazione) invece che guardare agli interessi societari. Weisbach (1988) ha definito il *managerial entrenchment* in questi termini: «*Managerial entrenchment occurs when managers gain so much power that they are able to use the firm to further their own interests rather than the interests of shareholders.*».

Il terzo meccanismo di *corporate governance* è la scelta della **struttura dei diritti di voto**. Nella maggior parte delle imprese quotate tutte le azioni ricevono la medesima frazione di dividendo e hanno lo stesso diritto di voto all'assemblea generale. In alcune imprese quotate invece, esistono due classi di azioni (*dual class shares*): una classe ha diritto di voto o diritto di voto multiplo o plurimo, l'altra classe non ha diritto di voto o diritto di voto singolo. Tutte le azioni comunque ricevono la stessa frazione di dividendo. La scelta della struttura di diritto di voto è fondamentale nell'ottica di trovare misure che facilitino il trasferimento del controllo nella giusta direzione, ovvero quella che massimizza il benessere di tutti gli azionisti. Nella teoria di Grossman e Hart (1988) si descrive come si origina la struttura dei diritti di voto: idealmente prima della quotazione

<sup>5</sup> Con *camouflage* si intendono quella serie di metodi di retribuzione o benefici concessi *all'upper management* che non possono essere rivelati chiaramente in documenti aziendali obbligatori. Di norma chi riceve questo tipo di compensi sono CEO, direttori o direttori di alto livello. Lo studio "*Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentive, Non performance Pay and Camouflage*" analizza l'utilizzo del *camouflage* in un'impresa, la Fannie Mae, tra il 2000 ed il 2004. In questo studio si arriva alla conclusione che questo metodo tende a premiare i dirigenti che segnalino guadagni elevati ma non mettono in atto meccanismi di restituzione del premio nel caso in cui quanto da essi dichiarato fosse errato. Si tratta quindi di un meccanismo perverso che porta a comportamenti rischiosi da parte del *management*, del tutto opposto al meccanismo *pay-for-performance*.

il proprietario impone una struttura di voto dei titoli che in futuro possa assoggettare il Consiglio di Amministrazione alla giusta pressione da parte del mercato del controllo delle imprese. L'idea è quella di aumentare il valore dei titoli in circolazione e impedire a *manager* "incapaci" di mantenere il controllo al fine di estrarre benefici privati. Si vuole quindi rendere agili i cambiamenti di management nella direzione in cui il capace non venga sostituito dall'incapace e l'incapace venga sostituito dal capace. Nel modello di Grossman e Hart si dimostra quindi che la struttura ottimale per favorire questo ricircolo è avere una struttura di tipo *one-share-one-vote*.

Il quarto meccanismo interno di *corporate governance* sono i **block holders** e gli **investitori professionali** (banche, assicurazioni, fondi di investimento). I *block holders* o *large shareholders* sono stati descritti dalla letteratura esistente sotto due punti di vista: in primo luogo gli azionisti che posseggono un *blocco* di azioni rilevante sono la figura ideale (insieme all'*inside ownership*)<sup>6</sup> per evitare i problemi di agenzia del capitale già descritti nei paragrafi precedenti. Si è già sottolineato come il piccolo azionista non abbia alcun incentivo a sostenere i costi necessari a fare *monitoring* sulle azioni del *management* e tende a fare *free-riding* (Grossman e Hart, 1980). Nel caso in cui si occupasse personalmente di fare monitoraggio il piccolo azionista guadagnerebbe unicamente dai ritorni legati alla sua quota, ma, avrebbe sostenuto tutti gli ingenti costi ad esso legati. Azionisti con quote più grandi come i *block holders* avrebbero, al contrario, incentivi maggiori ad effettuare un controllo mirato sulle *performance* dell'impresa poiché il ritorno coprirebbe una quota maggiore di costi. Di conseguenza *block holders* ed investitori professionali, facilitano i *take-over* (Shleifer e Vishny, 1986). Anche quando non sono in condizioni di monitorare da soli il *management* i *block holders* possono infatti agevolare la scalata di un terzo, suddividendo con il nuovo offerente i guadagni derivanti dalle loro ampie quote.

In seconda battuta, tuttavia, il ruolo dei grandi azionisti (Holmstrom e Tirole, 1993) è stato screditato in quanto hanno un probabile incentivo ad allearsi con gli *insiders*, espropriando i piccoli azionisti. Poiché esercitano un ruolo attivo all'interno della società tenderanno a collezionare più informazioni societarie rilevanti rispetto a quelle a disposizione per il piccolo azionista e nell'ottica di aver maggior libertà d'azione possibile questi tenderanno a non diffondere tali informazioni societarie sul mercato, anche per evitare eventuali *take over* (Burkhart, 1995).

Per quanto riguarda gli investitori professionali (banche, assicurazioni o fondi di investimento), detengono solitamente grandi quote di capitale di rischio o di debito dell'azienda e per questo motivo sono, come i *block holders*, incentivati ad effettuare *monitoring*, e svolgono un ruolo positivo dovuto al *know-how* intrinseco in fatto di investimenti. Tuttavia anche gli investitori

<sup>6</sup> L'*inside ownership*, già descritto da Jensen e Meckling nel 1976 prevede che il management possieda una quota maggioritaria dell'azienda portando quindi alla riduzione dei costi di agenzia del capitale in quanto gli incentivi ad agire sono nella direzione che porta ad aumentare il valore dell'azienda e a non indulgere in benefici personali. Problemi legati a questa pratica sono però la riluttanza del *manager* a diluire la quota e la sua avversione al rischio nella scelta dei progetti aziendali.

professionali subiscono la critica di chi li accusa di effettuare il così detto: “*vote with their feet*” ovvero, svolgere un ruolo passivo all’interno della gestione dell’azienda e vendere le quote nel momento in cui i rendimenti non sono quelli desiderati (Black, 1992).

Quinto meccanismo di *corporate governance* è il **debito** che come già descritto precedentemente migliora i conflitti tra *insider* e *outsider* in quanto ha una funzione disciplinante sul *manager* (Jensen, 1986). Poiché comporta un obbligo di rimborso e minaccia di fallimento o *take-over* vincola la discrezionalità manageriale. Il manager è portato a non investire in progetti a VAN negativo e non indulgere in benefici non monetari.

## 1.4 La Corporate Governance in Italia e confronto con altri paesi

La letteratura trattante il tema della *corporate governance*, si è detto, discute principalmente del conflitto di interessi che emerge in seguito alla separazione tra proprietà e controllo (Jensen e Meckling, 1976). In questo paragrafo si andrà a descrivere come, a seconda del contesto, i problemi di governo societario si declinino in maniera differente.

Il mercato degli Stati Uniti d’America è caratterizzato principalmente da imprese strutturate con un azionariato diffuso e solo una piccolissima percentuale è controllata da grandi *block holders*. In questo contesto il principale problema di *corporate governance* è quello di ridurre il conflitto di interessi tra piccoli azionisti e un *management* molto potente .

Al contrario, il mercato europeo presenta problemi opposti: in Europa le aziende quotate con azionariato diffuso sono poche e prevalgono le aziende possedute da un azionista dominante, solitamente un solo individuo o una famiglia che controlla la maggioranza dei voti (Enriques, Volpin, 2007). Inoltre è frequente il caso in cui l’azionista di controllo governa mediante piramidi societarie, azioni con voto plurimo o partecipazioni incrociate: tutti metodi che gli permettono di controllare la società senza aver effettuato un investimento di capitale proporzionato. In un contesto simile (Mork, Wolfenzon e Yeung, 2005) i problemi di *corporate governance* sono differenti: da un lato i grandi azionisti hanno giusti incentivi e potere sufficiente per controllare il *management* ma dall’altro lato, poiché gli interessi degli azionisti di minoranza non sono in linea con gli interessi delle famiglie controllanti (a cui spettano diritti di controllo a pur avendo investito poco capitale reale), questo tipo di struttura porta a problemi di agenzia e cattiva allocazione delle risorse.

Si prosegue quindi con una breve descrizione della *corporate ownership* nel mondo, che verrà ripresa più nel dettaglio nel Capitolo 2. Dallo studio di La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) si evince che una società è a proprietà concentrata quando un azionista (*azionista di controllo*) possiede almeno il 20% dei diritti di voto di quest’ultima. In particolare nel loro “*Corporate Ownership around the World*” riportano una serie di statistiche che danno un’idea concreta di come

sia la composizione dell'azionariato nelle diverse zone del mondo (nello studio sono prese in considerazione 27 nazioni e per ciascuna nazione si ha un campione composto dalle 20 imprese con *stock market capitalization* più alto, nel 1995). Si riportano alcune delle statistiche ricavate in Tabella 1: nella prima colonna (*“Widely held”*) è indicata la frazione, paese per paese, di aziende ad azionariato diffuso, intendendo quelle che non hanno un azionista di controllo. Nella seconda colonna (*“Family Control”*) sono invece riportate le percentuali riferite alle società in cui l'azionista di controllo è un individuo. Infine nella terza colonna (*“Pyramid Control”*) sono riportate le percentuali di aziende in cui gli azionisti con controllo esercitano il loro potere mediante almeno un'altra società quotata (piramidi societarie).

Tabella 1 – *Ownership concentration*

	<i>Widely held</i>	<i>Family Control</i>	<i>Pyramid Control</i>
Argentina	0.00	0.65	0.05
Australia	0.65	0.05	0.14
Canada	0.60	0.25	0.13
Hong Kong	0.10	0.70	0.39
Ireland	0.65	0.10	0.00
Japan	0.90	0.05	0.00
New Zealand	0.30	0.25	0.36
Norway	0.25	0.25	0.13
Singapore	0.15	0.30	0.41
Spain	0.35	0.15	0.38
U.K.	1.00	0.00	0.00
United States	0.80	0.20	0.00
Austria	0.05	0.15	0.47
Belgium	0.05	0.50	0.79
Denmark	0.40	0.35	0.08
Finland	0.35	0.10	0.00
France	0.60	0.20	0.38
Germany	0.50	0.10	0.40
Greece	0.10	0.50	0.11
Israel	0.05	0.50	0.53
Italy	0.20	0.15	0.25
South Korea	0.55	0.20	0.33
Mexico	0.00	1.00	0.25
Netherlands	0.30	0.20	0.14

Portugal	0.10	0.45	0.44
Sweden	0.25	0.45	0.53
Switzerland	0.60	0.30	0.00

Fonte: La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, 1999. Per quanto riguarda le colonne “Widely held” e “Family Control” si faccia riferimento alla tabella II del paper citato, per la colonna “Pyramid Control” alla Tabella IV.

Analizzando queste statistiche si nota subito come paesi come Regno Unito e Stati Uniti abbiano valori molto alti nella prima colonna, denotando come anticipato una prevalenza di società ad azionariato diffuso. Al contrario paesi europei come l’Italia, Portogallo, Spagna presentano valori opposti a conferma della struttura familiare che hanno le società di questi paesi. Francia e Germania presentano invece valori intermedi. La presenza di *family control* (controllo familiare della società) è abbastanza diffusa in tutti i paesi ad esclusione del Regno Unito in cui la percentuale è nulla. Nulla è anche la presenza di piramidi societarie negli Stati Uniti, UK, Irlanda e Svizzera.

**Tabella 2 - Ownership Concentration**

	<i>Median Largest voting block</i>	<i>Family wealth</i>
France	20%	29%
Germany	57%	21%
Italy	55%	20%
United Kingdom	10%	6%
United States	5%(NYSE) 9%(Nasdaq)	N.A

Fonte: Luca Enriques and Paolo Volpin, 2007, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, *Journal of Economic Perspectives*. Per la colonna “Median Largest voting Blocks” si faccia riferimento a Barca e Becht 2001; per la colonna “Family wealth” ci si riferisca a Faccio and Lang (2002) Tabella 10.

La differenza tra i due paesi anglosassoni (UK e US) e i paesi europei è descritta ulteriormente dalla Tabella 2, tratta dall’articolo “*Corporate Governance Reforms in Continental Europe*” di Enriques e Volpin (2007). La “*Median largest voting blocks*” rappresenta la dimensione media del blocco di voti più grande delle quotate di quel paese, “*Family wealth*” è invece una misura della percentuale di *total stock market capitalization* posseduta dalle dieci famiglie più ricche del paese. Si nota allora che la proprietà è molto concentrata in Germania e in Italia, molto diffusa in UK e US, con una posizione intermedia della Francia. Infine si noti dalla seconda colonna che la proprietà in Europa continentale è concentrata nelle mani di un limitato numero di famiglie.

Accanto a questo tipo di descrizione è interessante aggiungere una breve analisi di come sia orientato il **mercato di capitali** italiano: in Italia, coerentemente con la struttura proprietaria descritta le imprese preferiscono finanziarsi facendo ricorso al debito e all'autofinanziamento. Il ruolo del mercato azionario non è centrale, come lo è invece in paesi di stampo anglosassone (UK e USA). Nonostante si sia sottolineato che una struttura ad alta percentuale di debito abbia una funzione disciplinante sul *management* è anche vero che può portare il *management* a perseguire principalmente gli interessi dei *block holders*. Si può pensare che la scelta di questo particolare metodo di finanziamento sia effettuata dalle grandi famiglie proprietarie oltre che per il minor costo proprio per salvaguardare i propri interessi ed il controllo sulla società, evitando quindi la diluizione delle quote. Per questo motivo il *Market for Corporate Control* in Italia non è importante e le scalate ostili, sebbene la legislazione le contempra, sono molto rare. In effetti, sebbene per la descrizione della norma specifica si rimandi al Capitolo 2 è opportuno specificare che per quanto riguarda la disciplina riguardante il **take over**, in Italia il regolatore nel 1992 ponendosi il problema di chi dovesse acquisire il premio di controllo di una società, ha introdotto alcune modifiche alle norme esistenti. Prima di questa data il *plus valore* del premio finiva nelle tasche dell'ex socio di controllo, così come accade ancora oggi negli USA. In Europa invece si è data una risposta totalmente diversa: ad oggi non si può acquisire il controllo di una quotata senza lanciare un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) per tutelare la possibilità dei soci di minoranza di partecipare al premio di controllo. Questo meccanismo però ha alcuni difetti: potrebbe ridurre le possibilità di acquisizione o renderlo troppo costoso per l'offerente pubblico o incoraggiare a escludere potenziali società target dalla quotazione in borsa (Melis, 2000).

Per quanto riguarda la posizione delle **banche**, nel ruolo di investitori professionali, queste hanno minore rilevanza nel governo societario delle imprese italiane. Sebbene nella teoria queste possano svolgere un ruolo di controllo sull'operato del *manager*, in Italia nella pratica sono molto diffusi i prestiti multipli (*multiple loans*), una relazione multilaterale efficiente per scaricare il rischio su più attori ma che riduce gli incentivi delle banche a fare *monitoring* perché le banche detengono una quota molto piccola. Le banche tradizionalmente non sono direttamente coinvolte nella formulazione delle strategie aziendali, non influenzano la gestione dell'azienda in modo diretto: il potere di influenzare il *management* risiede solamente nel poter richiamare i crediti. Le cose tuttavia stanno cambiando e le banche iniziano ad avere un ruolo attivo all'interno delle assemblee degli azionisti (Melis, 2000).

Come anticipato nel paragrafo precedente il ruolo di **block holder** nella struttura proprietaria di un'impresa ha note positive e negative. Studi empirici hanno dimostrato che in media le aziende familiari sono governate meglio di quelle ad azionariato diffuso sia nel mercato USA (Anderson e Reeb, 2003) che in quello europeo (Barontini e Caprio, 2005). Ciò nonostante esistono infatti

altrettanti punti a sfavore in una struttura di questo tipo: si pensi all'espropriazione degli azionisti di minoranza a favore di benefici privati per la famiglia controllante. Gli azionisti di controllo infatti dispongono di diversi metodi con cui espropriare l'azionista di minoranza (*tunnelling*, *self-dealing*, operazioni con parti correlate ecc.) ed ottenere i così detti "*benefici privati del controllo*". Tali metodi saranno descritti più approfonditamente nel Secondo Capitolo. Per ora basti dire che la possibilità di effettuare queste operazioni ha causato in passato scandali finanziari in una serie di aziende con proprietà concentrata (si pensi al caso Parmalat in Italia) ma anche in aziende con proprietà diffusa (scandali Enron e Worldcom in USA). Pur avvenendo in periodi vicini, scandali come quello della Parmalat si distinguono sostanzialmente dai casi della Enron o Worldcom, causati da illeciti commessi da *manager*, che gonfiarono il prezzo delle azioni e delle *stock option*. Viceversa, negli scandali delle aziende ad azionariato diffuso gli azionisti vennero espropriati mettendo in atto metodi di *self-dealing*. La diversa strategia di espropriazione ha portato quindi a regolamentazioni decisamente diverse in Europa e negli Stati Uniti.

La *corporate governance* attualmente in uso nell'Europa continentale è infatti frutto di riforme messe in atto per reagire a questi gravosi fenomeni. In particolare le riforme messe in atto derivano da tre principali obiettivi (Enriques, Volpin, 2007):

- Reagire agli scandali finanziari;
- Attuare un quadro governativo il più possibile uniforme all'interno dei mercati finanziari dell'Unione Europea (Ferran, 2004);
- Rendere i mercati di capitali nazionali più attraenti in risposta all'aumento della concorrenza dovuta a deregolamentazioni, privatizzazioni e globalizzazioni (Kamar, 2006);

Per fare ciò, sempre secondo Enriques e Volpin (2007), i metodi di regolamentazione maggiormente diffusi in ottica di protezione dell'azionista di minoranza seguono quattro filoni (attuati a diversi gradi di intensità da Europa e Stati Uniti in seguito ai grandi scandali finanziari):

- Rafforzare i meccanismi di *Corporate Governance* interna nell'ottica di rendere indipendenti gli amministratori dagli *insider* ed evitare la collusione dei due a scapito degli azionisti di minoranza;
- Aumentare il potere degli *Shareholder*: in primo luogo il potere di vendere le quote per far emergere come meccanismo di tutela il *market for corporate control*. In secondo luogo inserire la possibilità per l'azionista di citare in giudizio la società ed i suoi amministratori ed infine dar voce in capitolo sui temi di governo societario all'azionista;
- Aumentare l'accesso all'informativa societaria da parte degli azionisti e di terzi;
- Inserimento di attività di monitoraggio da parte di agenzie di vigilanza sull'applicazione delle leggi societarie e sanzioni penali per chi non le rispetta.

A partire da questi quattro *input* si descrive l'evoluzione della *corporate governance* nelle aziende italiane. In Italia sono state principalmente due le riforme necessarie per arrivare all'attuale modello di controllo societario: la riforma attuata nel 1998 dall'allora Direttore generale del Ministero del Tesoro Mario Draghi con l'adozione del **Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria** e l'integrazione del **Codice di Autodisciplina** per le quotate (Codice Preda) e la **riforma del diritto societario del 2003** che ha comportato numerosi cambiamenti nel modello di *governance* che un'azienda può scegliere di adottare.

In Italia infatti, prima del 2003 si utilizzava esclusivamente il modello di *governance* "**tradizionale**" che accanto all'assemblea degli azionisti prevede un organo amministrativo e un organo di controllo (modello derivante dall'influenza di una legislazione con ceppo *Civil Law*). L'organo amministrativo è il Consiglio di Amministrazione, quando pluripersonale, o un Amministratore Unico, quando unipersonale. L'organo di controllo è, in questo sistema, il Collegio Sindacale. Per i motivi elencati precedentemente e per consentire alle aziende straniere di trovare una situazione più simile alla loro situazione giuridica, nel 2003 vennero introdotti il modello duale (di derivazione tedesca, ma si trova anche in Portogallo e Giappone) e il modello monistico (tipico dei paesi anglosassoni).

Il **modello dualistico** prevede oltre all'assemblea dei soci, un organo amministrativo, il Consiglio di Gestione, e un organo di controllo chiamato Consiglio di Sorveglianza. Il Consiglio di Sorveglianza può vedersi assegnate competenze di rilevanza strategica ovvero, lo Statuto della società può prevedere che alcune operazioni strategiche siano deliberate dal consiglio (si noti che nel sistema tradizionale invece il Collegio Sindacale svolge solo il ruolo di controllore). Il **modello monistico** prevede, accanto all'assemblea, il Consiglio di Amministrazione (sempre pluripersonale) al cui interno è previsto un Comitato per il Controllo della Gestione formato da amministratori indipendenti.

Nel modello tradizionale esistono, in Italia, due tipologie di **assemblea degli azionisti**, ordinaria e straordinaria. L'assemblea ordinaria si occupa di nominare, revocare e definire il compenso di amministratori e sindaci, delibera sull'esercizio dell'azione di responsabilità contro amministratori e sindaci, approva il bilancio e delibera sulla distribuzione degli utili. Al contrario, nel sistema dualistico, l'assemblea ordinaria non nomina i consiglieri di gestione (compito che spetta al Consiglio di Sorveglianza) ma solo quelli di sorveglianza e non approva il bilancio ma si limita a deliberare sugli utili. Il bilancio viene approvato dal Consiglio di Sorveglianza. Nel codice Preda, coerentemente con il modello *pay-for performance* si dice che la **remunerazione** degli amministratori e dei dirigenti con incarichi di tipo strategico deve essere stabilita dall'assemblea, se non è definita dallo statuto nella misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare quelle persone con qualità professionali richieste per gestire al meglio la società. Per quanto riguarda la

remunerazione degli esecutivi dovranno allineare i loro interessi con il perseguimento della creazione di valore dell'impresa nel medio-lungo periodo.

Nel sistema tradizionale il controllo spetta quindi a **Collegio Sindacale** che vigila sulla gestione: ad esso spetta un controllo di legalità, ovvero vigila sull'osservanza delle leggi dello Statuto da parte di amministratori e soci. Inoltre vigila sull'osservanza dei principi di corretta amministrazione (non si tratta quindi di una valutazione delle scelte gestorie ma soltanto di una valutazione di legittimità sostanziale dell'amministrazione). Gli amministratori sono tenuti a gestire la società con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, questo significa che alla luce della normativa italiana l'obbligazione degli amministratori non è *di risultato*.

Nel sistema dualistico invece, il **Consiglio di Sorveglianza** ha competenze analoghe al Collegio Sindacale ma con contenuto ed estensione diverse in ragione del fatto che nomina e revoca i consiglieri di gestione ed approva il bilancio. Questo modello quindi permette al Consiglio di Sorveglianza di utilizzare il potere di revoca qualora non fosse d'accordo con un atto di gestione deciso dal Consiglio di Gestione.

Come anticipato nel sistema tradizionale il **Consiglio di Amministrazione** detiene due poteri principali: il *potere di amministrazione*, ovvero di decidere il compimento di atti di gestione (utili o necessari al conseguimento dell'oggetto sociale) ed il *potere di rappresentanza* cioè di poter agire in nome e per conto delle società. Questo secondo potere, tuttavia, spetta solamente a chi è indicato all'interno dello Statuto, l'amministratore delegato (qualora questo coincida con la figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione è bene nominare la figura del *lead independent director* a salvaguardia degli interessi degli azionisti tutti). Il Consiglio di Amministrazione quindi ha il potere di nominare l'amministratore delegato, tuttavia, pur delegando il potere di rappresentanza: mantiene il potere di avocare a sé il compimento di singoli atti qualora ritenga che la decisione debba essere presa collegialmente, ha il potere di revocare la delega all'amministratore e ha un potere di controllo sull'operato dei delegati. Quindi il Consiglio di Amministrazione si articola in: uno o più amministratori delegati ai quali si affianca il Presidente del Consiglio di Amministrazione e gli amministratori non delegati. L'amministratore delegato è nominato dal Consiglio, che lo individua tra gli amministratori presenti nel Consiglio. Si possono avere anche più amministratori delegati e prevedere che operino congiuntamente o disgiuntamente oppure più amministratori delegati che compongono un Comitato Esecutivo. Il Comitato Esecutivo, opera decidendo collegialmente. Dal punto di vista descrittivo si distingue in *amministratori esecutivi*, che hanno incarichi di gestione attiva e *non esecutivi* gli altri.

In Italia, dal punto di vista fattuale, accade che il Consiglio di Amministrazione nomina il delegato d'accordo con il socio di controllo e gli affida la gestione della società, ma non si spoglia del tutto del potere di amministrare poiché mantiene il *potere di avocare a sé il compimento di singoli atti*

e il potere di revocare la delega (non di revocare l'amministratore che spetta all'assemblea, ma revocare la deleghe ovvero l'amministratore delegato torna a essere un amministratore semplice). Inoltre il Consiglio di Amministrazione conserva un potere di controllo sull'operato dei delegati, questo significa che i delegati hanno degli obblighi informativi periodici nei confronti del Consiglio di Amministrazione. Questo ha una ricaduta decisiva sul tema della responsabilità: quando un atto di cattiva gestione è compiuto dall'amministratore delegato, ne risponde questo ma anche gli altri amministratori se avrebbero potuto impedirlo o se non hanno sufficientemente controllato/monitorato.

In effetti qualora un amministratore commetta un illecito ne può rispondere nei confronti della società, dei creditori sociali, o dei singoli soci o terzi.

Quando un amministratore gestisce in modo non diligente la società e ne deriva un danno, quest'ultima ed in particolare l'assemblea ordinaria dei soci può decidere di far causa all'amministratore (**azione sociale di responsabilità**). Si noti che questa possibilità è stata, inserita solo nel 2003.

È evidente quindi come il regolatore abbia inserito norme nell'ottica di rafforzare i meccanismi interni di controllo societario, di aumentare il potere degli azionisti per evitare espropriazioni da parte dei *block holder* e omologarsi in parte agli altri modelli europei.

Coerentemente, nel **Codice di Autodisciplina** delle società quotate o Codice Preda, cui obiettivo è stato quello di rassicurare gli investitori internazionali circa l'assunzione delle quotate italiane di modelli *governance* allineati con i paesi finanziariamente più evoluti, si indica come meccanismo principale di governo societario il Consiglio di Amministrazione. Prendendo spunto dal sistema impiegato dagli USA a seguito degli scandali finanziari di inizio secolo, anche in Italia si è voluto sottolineare l'importanza del ruolo degli **amministratori indipendenti**. Nel Codice Preda è indicato infatti che all'interno del Consiglio di Amministrazione vi debbano essere un numero adeguato di amministratori indipendenti, nel senso che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'azienda o con soggetti ad essa legati, relazioni tali da condizionarne l'autonomia di giudizio. Si noti tuttavia che l'evidenza in Italia ha dimostrato che non sempre tutti i requisiti indicati vengono rispettati: nello studio di Santella, Drago e Paone (2006,2007) era stato evidenziato come su un campione di 40 quotate italiane, su 284 amministratori indipendenti solo 5 rispettassero alla lettera tutti i requisiti. Il Codice raccomanda, inoltre, che per la **nomina degli amministratori** siano previste modalità che assicurino la trasparenza del procedimento e un'equilibrata composizione del Consiglio.

È inoltre, stato introdotto il voto a distanza consentendo agli azionisti di affrontare costi inferiori per il voto ed è stata abrogata la regola secondo cui gli azionisti italiani dovevano depositare le loro azioni presso una banca cinque giorni prima dell'assemblea (regola che scoraggiava seriamente il voto, soprattutto di investitori professionali). Già nel 1998 con la Legge Draghi l'Italia modificò la

propria legislazione per contrastare eventuali deviazioni dalla **forma di voto *one-share-one-vote***. In Italia esistono tuttavia diverse categorie di voto che possono essere inserite nello Statuto della società. Si possono distinguere categorie per quanto riguarda il diritto patrimoniale, che non verranno trattate in questa sede e per quanto riguarda il diritto di voto. Esistono infatti azioni prive del voto, azioni con voto limitato a determinati argomenti, azioni con voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni (il valore complessivo delle azioni di queste categorie non può superare la metà del capitale sociale per evitare limiti all'autonomia statutaria.). Esistono inoltre azioni con voto limitato a una misura massima con voto scaglionato, azioni a voto plurimo (che danno un diritto maggiorato di voto fino a tre voti) e azioni a voto multiplo ( queste non sono vere categorie perché non è l'azione che incorpora il diritto ma è il socio che ha delle azioni normali da più di due anni e può chiedere che la sua fedeltà venga premiata con un voto in più).

In conclusione, si può dedurre che la *corporate governance* in Italia ha svolto un ruolo importante nel dibattito economico negli ultimi anni, come conseguenza di tutti gli scandali a cui si è accennato. La direzione in cui si è mosso il legislatore ha cercato la tutela dell'azionariato di minoranza. Il capitolo seguente analizzerà quindi nello specifico le normative che sono state adottate e quali siano i punti ancora aperti.

## Capitolo Secondo – Tutela degli azionisti

### 2.1 Fallimenti, scandali e rimedi in Italia e confronto con gli USA

A inizio anni Duemila il mondo ha attraversato un periodo durato alcuni anni in cui si sono presentati numerosi scandali finanziari rovinosi. A dare il via è stata una società statunitense specializzata nel settore dell'energia e del *trading*, la Enron, che nel 2001, dopo essere divenuta la settima società degli US per fatturato, dichiarò bancarotta dopo che furono rese note una serie di frodi che aveva messo in atto. L'impatto di questo collasso fu disastroso per *shareholder* e *stakeholder*. Il caso attirò a sé ancora più attenzione a causa dell'immagine di azienda di successo e innovativa che si era costruita e per l'importanza politica che aveva. Si trattava apparentemente di un'azienda all'avanguardia, citata dagli esperti del mercato come un modello da seguire. Lo scandalo Enron ha generato importanti ripercussioni, in quanto, poco dopo emersero nuovi importanti scandali e problemi di *corporate governance* legati ad aziende americane ed europee (WorldCom, Parmalat...).

Scandali come quelli citati sono stati descritti dalla letteratura come il risultato di errori e colpe del *management* e dei *block holders* nel mettere in atto il governo societario. Non sempre la *corporate governance* è arrivata a svolgere il ruolo per cui esiste, ovvero tutelare gli azionisti di minoranza dal conflitto di interessi che c'è tra amministratori e azionisti. La *corporate governance* è infatti una pratica necessaria ma non sufficiente e sicuramente in un contesto di questo tipo è fondamentale il ruolo delle istituzioni esterne alla società. Norme e regolamenti, codici di autodisciplina, leggi dello Stato a tutela dell'azionista ed una giustizia efficiente sono tutti meccanismi che hanno le istituzioni di uno Stato per sorvegliare le società per evitare il ripetersi di scandali simili.

Prima di andare ad approfondire come le istituzioni abbiano reagito a tali scandali si proceda ad una descrizione più approfondita di alcuni di essi e le motivazioni per cui sono potuti avvenire.

Gli scandali USA avvenuti ad inizio anni 2000 sono stati numerosi: i più disastrosi sono stati quelli della Enron, della WorldCom, della Global Crossing e della Adelphia (questi ultimi tre, tutti colossi delle telecomunicazioni). Sono tutti avvenuti a causa di illeciti commessi da *manager*. Questo è stato possibile per due motivi: in primo luogo Consiglio di Amministrazione e azionisti, vedendo i prezzi salire, erano tranquilli e soddisfatti del loro investimento e di conseguenza non intralciavano l'operato del *management*; in secondo luogo la SEC (Securities and Exchange Commission)<sup>7</sup> aveva abbassato il livello di pressione sulle quotate, effettuando pochi controlli, infine il grado di

<sup>7</sup> La SEC (Securities and Exchange Commission) è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, così come la Consob in Italia. Ha responsabilità in tema di enforcement, si occupa di proporre nuove norme e regolamentare alcuni settori industriali rispetto a scambi di azioni, stock options e altre attività. È stata fondata, in seguito alla crisi finanziaria del 1929, nel 1933. Di recente in seguito agli scandali del 2001-2003 è stata riformata, ridefinendo e ampliando i suoi poteri.

*enforcement* era molto debole. Poiché il controllo sull'operato era pressoché nullo, i *manager* erano incentivati ad attuare anche azioni illegali pur di aumentare il valore dell'impresa: falsificazioni, corruzione ecc.

Poco dopo, nel 2003, anche in Europa si verificarono altri scandali finanziari, tra cui, in Italia quelli che coinvolsero Parmalat, Cirio, Giacomelli, Finmatica, Bipop-Carire. I risparmiatori coinvolti furono più di 200.000 e si ebbero buchi finanziari di decine di miliardi di euro. Diversamente dagli scandali USA, in Italia gli azionisti vennero espropriati da illeciti commessi dagli azionisti di controllo (come anticipato, le imprese italiane sono principalmente a proprietà concentrata). Secondo Coffee nel suo "*A theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ*" nei sistemi a proprietà diffusa come quello americano, chi è incentivato a commettere illeciti è il *management* mentre in sistemi a proprietà concentrata sono gli azionisti di controllo. Inoltre, ciò che cambia è proprio il *modus operandi* della frode: i *manager* aziendali tendono a manipolare i risultati degli utili, pubblicando bilanci non coerenti con la realtà e dichiarare il falso; al contrario, gli azionisti di controllo sfruttano di norma i vantaggi privati derivanti dal controllo (Coffee, 2005). Negli Stati Uniti la motivazione di queste frodi ha radici nell'introduzione di nuovi metodi di compensazione del *management* di tipo *pay-for-performance*, principalmente *stock options* e contemporaneamente di una legge fiscale che ha indotto le società a utilizzare *l'equity* preferibilmente alla liquidità. Gli investitori professionali, che in USA detengono la maggioranza delle quote azionarie delle società, insisterono per introdurre metodi di compensazione incentivante come conseguenza della gestione aziendale dei decenni precedenti: negli anni '60-'70 le imprese erano governate da un *management* del tutto avverso al rischio e alla crescita, che mirava a mantenere massimo il *free cash flow*, in modo da aumentare la propria remunerazione. Tuttavia, nell'introdurre paghe di tipo *pay-for-performance* si è calcato la mano e questo ha portato al presentarsi di pratiche distorte da parte del *management*: tecniche manipolative per massimizzare il prezzo delle azioni nel breve periodo. I *manager* si sforzavano di produrre quindi una serie di picchi artificiali nel reddito delle imprese in modo da estrarre massimo valore dall'aumento del prezzo delle azioni. Ad aggravare la situazione, non vennero attuate misure compensative di *corporate governance* per frenare tutti i meccanismi perversi che le *stock option* possono creare (Coffee, 2005).

Molti sono gli studi che hanno dimostrato una relazione tra l'utilizzo di metodi di compensazione basati su *stock option* e frodi ed espropriazione degli azionisti: in particolare è stato dimostrato che maggiore è l'importo delle opzioni e maggiore è la probabilità che avvenga una frode (Denis, Hanouna, Sarin, 2005).

In Europa, al contrario, l'uso di metodi di questo tipo era ancora poco diffuso (Coffee, 2005): la compensazione derivante da *equity* era una percentuale bassa del compenso totale degli amministratori e, più in generale, la remunerazione dell'amministratore delegato come multiplo del compenso medio dei dipendenti era decisamente più basso di quello degli Stati Uniti. Nella pratica,

ciò che le famiglie proprietarie delle aziende in questione attuavano, erano falsificazioni dei bilanci e tecniche per aumentare il prezzo delle azioni prima di doverle riscuotere, oltre che corruzione delle società di revisione contabile. Questo è un caso in cui si può imputare il fallimento alle figure interne all'impresa incaricate di gestire la *corporate governance* e dei così detti “*gatekeepers*” (Coffee, 2005). Infatti, una volta scoppiata la bolla, la conseguenza immediata fu l'aumento dell'attenzione sui problemi di *corporate governance* ed in particolare alla remunerazione dei dirigenti: vennero infatti ridotte significativamente le *stock option* concesse. Si emanò nel 2002 il Sarbanes - Oxley Act (SOXA) che si è chiaramente concentrato sulla figura dei *gatekeeper* e sulle disposizioni che regolavano revisioni dei conti, analisti finanziari e agenzie di rating. In breve con la legge SOXA:

- I manager diventarono responsabili per l'accuratezza delle informazioni contabili su bilanci e relazioni finanziarie;
- Venne introdotta una nuova autorità di controllo per monitorare i revisori;
- Si aumentarono le pene per i crimini contabili dei “quadri”;
- Aumentarono le restrizioni su pagamenti informali ai manager;
- Si introdussero regole per aumentare il potere dei piccoli azionisti.

Il caso europeo, mercato con aziende a proprietà concentrata è, come anticipato, assai diverso. In un contesto di questo tipo i *block holder*, tipicamente una famiglia a capo della società, detengono il controllo e hanno potere di monitorare e sostituire direttamente i *manager* che hanno meno potere e poco incentivo ad intraprendere una gestione degli utili opportunistica. Inoltre, l'azionista di controllo ha anche molto meno interesse per il prezzo giornaliero delle azioni perché raramente questo venderà il pacchetto azionario e qualora lo facesse, sarebbe una vendita negoziata privatamente con un premio per il controllo. La proprietà concentrata incoraggia l'estrazione di benefici privati del controllo (Coffee, 2005). Molti studi hanno dimostrato come i benefici privati del controllo varino a seconda del sistema giuridico e in particolare dimostrano come, in Italia, il premio fosse negli anni '90 il 60% del valore delle azioni (Dyck, 1994) e il 37% negli anni 2000 (Dyck e Zingales, 2004), contro il 4% del valore delle azioni in USA (Barclay e Holderness, 1989). I benefici privati del controllo sono stati estratti usando i così detti metodi di *tunneling* (Johnson et. Al., 2000):

- I *manager* che si attribuiscono compensi elevati e comprano beni di lusso, riducendo il profitto degli azionisti;

8 Il termine *gatekeeper*, utilizzato per la prima volta da Gilson e Kraakman nel loro “*The Mechanism of Market Efficiency*”,(1984), che individua i *gatekeeper* come: “*independent professional who pledge their reputational capital*” (Fonte: Coffee, 2004). La definizione usata dalla SEC, comprende i revisori, gli analisti finanziari e gli avvocati d'affari (Benedetto, Di Castri, 2005).

- Assunzioni non meritocratiche ma a vantaggio dei *manager* e di chi detiene il controllo (familismo);
- Trasferire i profitti a una società controllata da loro attraverso le vendite sottocosto o acquisti sovrapprezzo. Sottraggono valore facendo acquistare all'impresa, a caro prezzo, *input* prodotti da imprese di loro proprietà, o facendole vendere i suoi prodotti a prezzi ribassati.
- Acquisire una società di loro proprietà a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza, è il caso delle fusioni/acquisizioni.

Il caso Parmalat è l'esempio emblematico dell'applicazione di questi metodi in quanto si verificarono per oltre un decennio una serie di espropriazioni agli azionisti, mediante operazioni con parti correlate e mediante un fallimento del ruolo dei *gatekeeper* (Coffee, 2005). La società di revisione contabile di Parmalat è stata fin dagli anni '80 la Gran Thornton (sebbene la legge italiana preveda un turnover ogni 8 anni, con un *escamotage* questa è stata nel giro per molto più tempo): grazie al ruolo accondiscendente della società, Parmalat riuscì a creare e controllare la Boulat Financing Corporation, società con sede nelle Antille Olandesi attraverso i cui libri contabili si è scoperto il conto fittizio alla Bank of America, che portò all'inizio del fallimento.

Entrambi i regimi mostrano il fallimento della figura del *gatekeeper*: il sistema a proprietà dispersa statunitense è vulnerabile ai *gatekeeper* che non rilevano guadagni gonfiati mentre i sistemi di proprietà concentrati lo si è a *gatekeeper* che non segnalano l'espropriazione con benefici privati (Coffee, 2005). Così come in USA si emanarono nuove leggi in risposta agli scandali, anche l'Italia e l'Europa in generale non furono da meno. Il processo del regolatore per la tutela degli azionisti era già iniziato nel 1998 con la legge Draghi (TUF) che imponeva nuove regole sull'informativa societaria, sulle partecipazioni incrociate, i patti di sindacato, le scalate ostili e la tutela delle minoranze. Nel 2002, tuttavia, all'alba della scoperta dei grandi scandali italiani, con il governo Berlusconi si emanò una legge per la depenalizzazione del falso in bilancio che prevedeva una riduzione delle sanzioni, termini di prescrizioni più brevi, procedibilità a querela, postergazione intervento penale a effettiva verifica del danno patrimoniale per azionisti e creditori, soglie di punibilità quantitative per le false comunicazioni sociali (D.L. 61/02). Nel 2005 in risposta, si emanò la Riforma per la tutela al risparmio (DL 61/02) che prevedeva un leggero aumento delle pene previste nel 2002. La legge sul falso in bilancio inoltre fu modificata ulteriormente nel 2015 (DL 69/2015) dal governo Renzi, eliminando la depenalizzazione del 2002. Alcuni approfondimenti sulla legge Draghi e seguenti riforme saranno trattate nei paragrafi successivi di questo capitolo.

Si proceda ora a un breve approfondimento del caso più emblematico e più importante in termini di buco finanziario, il caso Parmalat.

### 2.1.1 Il caso Parmalat

Lo scandalo Parmalat è stato definito dalla SEC come “*one of largest and most brazen corporate financial fraud in history*” (Ferrarini, Giudici, 2005). Emerso in seguito ai grandi scandali americani di Enron e WorldCom, evidenzia una serie di problemi esistenti nel sistema di *governance* dell’Europa continentale: avvenna infatti il caso in cui un azionista di controllo espropria l’azienda sfruttando i benefici privati derivanti dal controllo invece che svolgere un ruolo di *monitoring* sul *management*.

La Parmalat, azienda specializzata nella produzione di latticini e nel settore alimentare in generale, nasce nel 1961 quando, Calisto Tanzi aprì un caseificio vicino Parma ereditando l’attività di famiglia. L’attività crebbe molto velocemente grazie alla grande richiesta di latte a lunga conservazione e nel 1989 si quotò alla Borsa di Milano. In quel momento la Parmalat era una *holding* contenente circa 58 aziende e un fatturato di circa 720 milioni di dollari, il cui azionista di controllo continuava ad essere la famiglia Tanzi. Il controllo della famiglia tuttavia derivava da aziende non quotate. Negli anni ’90 Parmalat aveva diversificato molto nel mondo del calcio, (comprando la Parma Calcio e altre squadre del Sud America) e nel settore del turismo dove tuttavia generò una quantità ingente di perdite e debiti. Dopo la quotazione la crescita fu ancora più veloce e nel 2002 Parmalat fatturava 10 miliardi di dollari, grazie all’espansione sul mercato del Sud America. In quel periodo Parmalat continuò ad emettere obbligazioni che Standard and Poor’s aveva giudicato con un livello molto basso, BBB (Enriques e Volpin, 2007). Il costo del capitale inoltre aumentò di molto per la Parmalat in seguito al fallimento dell’Argentina e del consorzio Cirio (Parmalat possedeva Eurolat, azienda specializzata in latticini appartenente al gruppo Cirio).

Quando scoppiò lo scandalo, nel 2003, la situazione finanziaria dell’azienda era caratterizzata da altissimi livelli di debito e liquidità ma nella realtà quella liquidità era del tutto inesistente (Ferrarini, Giudici, 2005). Le falsificazioni che erano state messe in atto riguardavano infatti il livello di indebitamento verso banche ed obbligazionisti: dopo aver provato nel Dicembre 2003 ad ottenere un ultimo rifinanziamento, Parmalat rese noto ai mercati che non poteva ripagare i propri obbligazionisti. La Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), scoprì che il conto bancario nella Bank of America che doveva contenere i 4,3 miliardi di liquidità di Parmalat era del tutto inesistente. In questa situazione la Parmalat Finanziaria venne dichiarata insolvente (Enriques, Volpin, 2007).

Nelle indagini svolte, venne alla luce che una delle prime occasioni in cui Tanzi utilizzò capitale Parmalat per coprire debiti in altri suoi investimenti, fu a fine anni ’80 quando fallì la Odeon TV in cui Tanzi aveva investito. Fondamentalmente tutti i bilanci Parmalat sono stati truccati per anni per coprire le cattive *performance* del *core business* e i debiti crescenti derivanti dal settore

<sup>9</sup> Standard & Poor’s è una società privata americana, tra le prime tra le agenzie di rating al mondo insieme a Moody’s e Fitej Ratings.

calcistico e turistico. Il buco che si venne a formare fu di circa 14,2 miliardi di euro di risorse finanziarie, creato fondamentalmente deviando denaro dalla società alla famiglia Tanzi. Per coprire le perdite inoltre venivano utilizzate società con sede nelle isole Cayman, come la Eurolat, oltre che il conto falso alla Bank of America. I crediti che non potevano essere riscossi sono stati trasferiti dalle società operative a queste entità in cui il reale valore veniva nascosto, grazie alle legislazioni dei paradisi fiscali in cui avevano sede (Ferrarini, Giudici, 2005).

Tutto questo fu il risultato di una serie di mancanze da parte di diversi organi e dalla mancanza o della cattiva applicazione delle regole di *governance* imposte (Benedetto, Di Castri, 2005). In primo luogo, gli azionisti di maggioranza sono i primi che si occuparono di progettare operazioni finanziarie che hanno portato al *crack*. Questo fu possibile grazie al benessere del Consiglio di Amministrazione che ha deviato dal ruolo di controllore sulle performance aziendali. In effetti la sua composizione era principalmente di persone molto legate alla famiglia Tanzi, parenti o collaboratori molto stretti facilmente “catturabili”. Inoltre la figura del Presidente coincideva con quella dell’Amministratore delegato.

Anche l’organo preposto al controllo non era indipendente: i sindaci non erano assolutamente espressione della minoranza, grazie alla regole imposta nello Statuto della società che imponeva una soglia alta per il voto di lista per l’elezione di sindaci (il 3% del capitale sociale). L’*audit committee* violava la maggior parte delle direttive del Codice di Autodisciplina per le quotate, eludendo l’indipendenza dei suoi membri. Si pensi che era presieduto da Fausto Tonna, direttore finanziario e amministrativo dal 1987 a l 2003 e presidente della Bonlat. Anche i requisiti rispetto agli amministratori indipendenti erano per la maggior parte violati, così come per quelle riguardanti il comitato per il controllo interno. Tutto questo quindi evidenzia una difficoltà in tema di *enforcement* all’interno di società a proprietà concentrata. Non fu neppure impossibile per la famiglia Tanzi portare dalla propria parte anche le società di revisione contabile, in questo caso la Gran Thornton, che si rese complice dell’enorme frode (Benedetto, Di Castri, 2005).

Da questa analisi emerge che nonostante l’attenzione alla protezione degli azionisti prestata dall’introduzione della Legge Draghi del 1998 e del Codice di Autodisciplina del 1999, precedenti quindi alla successione di *crack* finanziari, vi fu un grave problema di *enforcement* di queste direttive, in un contesto non facile come quello di aziende a proprietà concentrata (Benedetto, Di Castri, 2005 e Ferrarini, Giudici, 2005).

La risposta alla scoperta del fallimento non fu solamente sul piano giuridico ma anche sul piano giudiziario: vi furono 70.000 costituzione di parte civile ammesse in giudizio e si creò una *class action*, (azione di giudizio collettiva), da parte degli azionisti americani coinvolti. Le sanzioni furono molto dure sia per le persone giuridiche che per le persone fisiche quindi amministratori, dirigenti e sindaci. Vi furono due sentenze: la prima, in primo grado chiedeva 18 anni per il Presidente-Amministratore delegato Callisto Tanzi e 14 anni per il direttore finanziario. In appello entrambe le sentenze furono confermate con l’accusa di bancarotta fraudolenta e associazione a

delinquere. La società venne commissariata in ottica di una ristrutturazione che ristabilisse la redditività dell'azienda.

Si procede quindi ad una descrizione di come venga tutelata in Italia la figura dell'azionista.

## 2.2 Protezione degli azionisti

Come anticipato, a inizio anni 2000 con il presentarsi di una serie di fallimenti finanziari si rese necessaria una riflessione sui metodi con cui l'Europa, ed in particolare in Italia il legislatore si occupava di evitare l'espropriazione degli azionisti. Già in anni precedenti, la riflessione si era trasformata nella Legge Draghi e nell'introduzione del Codice di Autodisciplina, entrambi volti a proteggere l'azionariato. Nonostante questi provvedimenti, scandali come quello Parmalat avvennero, per un grave problema di *enforcement*. Quando in Italia si parla di tutela degli azionisti si fa riferimento a meccanismi per evitare che gli azionisti di controllo riescano a espropriare le minoranze: il legislatore li disciplina per evitare situazioni in cui, chi detiene il controllo, abbia però basse percentuali di proprietà, situazione che porterebbe i detentori del controllo ad avere incentivi sbagliati (caso che avviene di norma quando si hanno piramidi societarie) e ad attuare metodi di *tunneling* per appropriarsi dei benefici privati del controllo. Prima del 1998, il Codice Civile italiano, risalente al 1942, non prendeva pressoché in considerazione i problemi delle società quotate perché il mercato borsistico era ancora embrionale. L'unico provvedimento prima della Legge Draghi risale al 1974 con la legge N. 216, che interviene a tutela degli azionisti risparmiatori introducendo:

- Un organo pubblico di controllo delle società quotate, la Consob (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) che controlla la correttezza e la veridicità delle informazioni societarie;
- L'obbligo di certificazione dei bilanci da parte di una società di revisione autonoma;
- Obblighi informativi per la società relativi agli assetti proprietari.

In questo contesto, il Testo Unico della Finanza, elaborato nel 1998 da Mario Draghi è un documento che ha segnato una svolta per il mercato finanziario italiano. Si tratta di una norma molto ampia che ha contribuito a rendere più appetibile e moderna la Borsa di Milano. Ad oggi il TUF è stato fortemente modificato per recepire numerose normative europee (Longo, 2018). All'interno del TUF esistono regole che riguardano l'informativa societaria, le partecipazioni incrociate, i patti di sindacato, la disciplina dell'OPA e la tutela delle minoranze. Inoltre all'interno del TUF per la prima volta, il legislatore prende in considerazione un nuovo tipo di investitore, gli investitori istituzionali. Come già detto investitori che possono effettuare investimenti più consistenti raggiungendo minoranze qualificate. Inoltre sono soggetti professionali competenti, interessati a verificare la corretta gestione della società a cui viene riconosciuto un ruolo

fondamentale di controllo sulla gestione e che sono quindi in grado di eliminare l'abuso degli amministratori (Cottino, Lineamenti di diritto commerciale, 2015).

La normativa sull'**informativa societaria**, descritta nel TUF art.114 e seguenti, riguarda le quote azionarie possedute, le informazioni privilegiate, le operazioni straordinarie ed i documenti contabili periodici. In primo luogo serve a comunicare chi è il proprietario ultimo dell'impresa, (come vedremo più avanti in Italia è assai diffusa la pratica delle piramidi societarie, metodo che separa proprietà e controllo con possibili risvolti negativi per gli azionisti di minoranza). Con la redazione dell'informativa societaria a norma di legge, infatti, si possono identificare gli azionisti che detengono il potere poiché sono soggetti all'obbligo di comunicazione alla Consob e alla società partecipata coloro che (persone fisiche, enti o società) partecipano in una società con azioni quotate in misura superiore al 2% del capitale. La comunicazione deve essere fatta dalla capogruppo, cioè dal soggetto più in alto nella catena di controllo (*ultimate owner*).

Nel TUF sono inoltre incluse tutta una serie di norme a **tutela delle minoranze**: principalmente sono misure che tutelano la partecipazione all'assemblea dell'azionista. In particolare vennero abbassate alcune soglie di capitale per l'esercizio di alcuni diritti per la convocazione dell'assemblea (2,5%) , la denuncia al Collegio Sindacale di fatti censurabili e la denuncia al Tribunale di gravi irregolarità. Con le riforme del 2003 è stato poi reso obbligatorio che almeno un amministratore membro del Collegio Sindacale sia eletto dagli azionisti di minoranza (Enriques, Volpin, 2007). Sono state introdotte nuove discipline che aumentassero il potere delle minoranze nei confronti del *management* e dei *block holder*: gli azionisti di minoranza hanno ora in Italia il potere di ratificare alcune transazioni in potenziale conflitto di interesse e una disposizione specifica richiede l'approvazione da parte dell'assemblea di ogni forma di compensazione basata su azioni (*stock-options*).

Fino alla riforma del 2003, l'unico modo per attuare un'azione di responsabilità contro amministratori, sindaci o direttori generali era con delibera dell'assemblea ordinaria. Ora in virtù di questa norma **l'azione sociale di responsabilità** (cioè l'azione con cui si chiede il risarcimento del danno all'amministratore, direttamente nelle casse della società) può essere fatta dai soci in minoranza che rappresentino almeno un quinto nelle società non quotate e un quarantesimo nelle società quotate e che siano iscritti da almeno sei mesi nel libro dei soci. Questo per cercare di risolvere i problemi di espropriazione dei piccoli azionisti, soprattutto in un contesto di aziende familiari come quello italiano. Questa soluzione però non incentivava comunque i piccoli azionisti a intentare la causa a causa degli ingenti costi ad essa legati. Nel 2005 allora è stata prevista la legittimazione a far causa agli amministratori anche in capo al Collegio Sindacale, il quale deve essere spinto ad agire, tenuto conto che questo rientra nei suoi precisi doveri. Anche eventuali

creditori sociali possono far causa direttamente agli amministratori, nel caso in cui il patrimonio della società sia insufficiente al pagamento e che lo sia conseguentemente alla cattiva gestione degli amministratori poiché sono stati violati i principi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, Infine ciascun socio o il singolo terzo può esercitare un'azione contro gli amministratori quando questi abbiano cagionato un danno diretto al patrimonio del singolo socio o del terzo (Cottino, Lineamenti di diritto commerciale, 2015).

Il TUF inoltre istituì la facoltà di prevedere nello statuto l'esercizio del diritto di **voto per corrispondenza** e di **raccolta delle deleghe** e rese le procedure per la sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto furono rese più semplici. L'atto costitutivo della società può prevedere disposizioni volte a facilitare la raccolta delle deleghe presso gli azionisti dipendenti.

Si introdusse il *diritto di recesso* (diritto al rimborso al prezzo medio negli ultimi sei mesi) per gli azionisti dissenzienti, nel caso di scissione (se comporta assegnazione di azioni non quotate), fusioni e acquisizioni con società le cui azioni non sono quotate, fusioni transfrontaliere, modifica radicale dell'oggetto sociale, cambio della struttura dei diritti di voto.

Sono state vietate le **partecipazioni incrociate** tra quotate o tra controllata e controllante perché ostacolano la contendibilità del controllo vietate nel limite del 2%, il superamento del limite è concesso fino al 5% con l'autorizzazione dell'assemblea. Infatti si sottrae il controllo e le decisioni ai piccoli azionisti. Questo problema era di particolare importanza soprattutto nel settore delle banche. In risposta il Governo Monti, con il provvedimento Salva Italia, ha vietato che negli organi gestionali e di controllo di istituti di credito, finanziari e assicurazioni siedano soggetti membri dei concorrenti o siano funzionari di vertice (Grassini, 2013). Si rimanda, per una discussione più ampia dell'argomento al Capitolo Terzo.

Il legislatore introdusse inoltre una legislazione sui **patti di sindacato** o patti parasociali (Art. 2341-*bis* e 2341-*ter* del Codice Civile italiano). Il sindacato è un gruppo di azionisti che stipula un contratto con cui si vincola ad avere lo stesso comportamento per massimo cinque anni. Di norma nelle società dove ci sono dei patti parasociali l'azionariato è diffuso e quindi chi fa questi patti ha quote relativamente grandi. Esistono in particolare due tipi di sindacato:

- **Sindacati di voto:** istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio di voto;
- **Sindacati di blocco:** pongono limiti al trasferimento delle azioni.

I patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea. Rendere noti questi accordi serve a tutela degli azionisti di minoranza in quanto questo strumento non permette agli azionisti di minoranza di avere il controllo. In caso di mancanza della dichiarazione prevista dal comma precedente i possessori delle azioni cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il

diritto di voto e le deliberazioni assembleari adottate con il loro voto determinante sono impugnabili (Cottino, Lineamenti di diritto commerciale, 2015).

Un problema che venne trattato dal TUF e dalle successive riforme fu quello del conflitto di interessi degli amministratori: rivedendo il precedente regime, con la riforma del 2003 si è imposto che gli amministratori comunichino all'intero Consiglio e al Collegio Sindacale qualsiasi interesse diretto o indiretto che potrebbero avere nell'avvenire di una transazione. Quando questo accade il Consiglio potrà deliberare sull'operazione motivando la decisione. Se il portatore dell'interesse è l'amministratore delegato questo dovrà prima di concludere l'operazione attendere comunque la delibera del Consiglio. Se si tratta di amministratore unico, allora sull'atto deciderà egli stesso ma dandone notizia alla prima assemblea utile. Se queste regole vengono violate oppure se le regole vengono rispettate ma la decisione è adottata grazie a un voto determinante, e questo voto è proprio il voto dell'amministratore interessato, allora se questa decisione può recare un danno alla società, la delibera può essere impugnata e quindi si può chiedere di annullarla e renderla priva di effetti (Cottino, Lineamenti di diritto commerciale, 2015). Nelle quotata è inoltre valida la disciplina riguardante le **operazioni con parti correlate** introdotta dalla Consob nel 2010. Le transazioni con le parti correlate sono una delle vie più usate per effettuare *tunneling*. L'intento del legislatore fu quello di rendere il più possibile trasparenti e controllate queste operazioni. Le parti correlate sono soggetti legati da un particolare rapporto con la società o con il soggetto che sta decidendo per azioni in nome e per conto della società: imprese controllate e collegate (nel gruppo), personale direttivo con responsabilità strategiche (*insider*), familiari dell'*insider*. Le operazioni possono essere acquisto o vendita di beni o attività o di servizi, contratti di leasing e garanzie, pagamento di passività in nome o per conto di un'altra parte. (Art. 2497-bis, comma 5, del Codice civile italiano, introdotto dalla riforma del diritto societario, d.lgs. 6/2003).

IL TUF distingue tra operazioni con importo esiguo, di minore rilevanza e di maggiore rilevanza. Per le operazioni con importo esiguo al di sotto di una soglia decisa dal Consiglio di Amministrazione le operazioni non sono disciplinate, per le operazioni di minor rilevanza decide il delegato ed è necessario un parere non rilevante del Comitato degli Amministratori indipendenti, mentre per le operazioni a maggior rilevanza la decisione di attuazione è presa dal Consiglio di Amministrazione, previa autorizzazione del Comitato degli Amministratori indipendenti (Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (n. 17221 del 03/12/2010).

Infine sono state modificate con il decreto legge del 2003 le regole rispetto alle Offerte Pubbliche di Acquisto. Ad oggi, in Italia esiste una disciplina che prevede che quando si intenda acquisire il controllo di una quotata le strade siano tre:

- acquisire il pacchetto di controllo direttamente dal socio di maggioranza. In questo caso l'offerente ha l'obbligo di lanciare **l'OPA successiva totalitaria**: significa che se un soggetto acquisisce il controllo di una quotata ha poi l'obbligo di chiedere a tutti gli azionisti di minoranza di quella società di vendere a lui le loro azioni. Qui, la tutela degli azionisti di minoranza sta nella fissazione del prezzo, fissato dalla legge, la quale stabilisce che va offerto il prezzo più elevato pagato dall'offerente nell'ultimo anno. In questo modo si garantisce agli azionisti di minoranza di partecipare al *premio di controllo*, perché si presume che il prezzo più alto sia stato quello di acquisto del pacchetto di controllo;
- **l'OPA preventiva totalitaria** implica che l'offerente venga subito allo scoperto dichiarando l'intenzione di assumere il controllo della società e facendo un'offerta. Lo svantaggio di questa modalità è che il prezzo è fissato dall'offerente ma non dalla legge, e quindi dovrà essere allettante (di solito è inferiore a quello dovuto per legge);
- **l'OPA preventiva parziale**, cioè un'offerta che non ha ad oggetto tutte le azioni ma solo una parte, in particolare il 60% delle azioni della società bersaglio, ad un determinato prezzo sempre fissato dall'offerente. Non è però attuabile a meno che non ricorrano alcune condizioni: l'OPA deve essere approvata e quindi implicitamente ritenuta conveniente, dai soci indipendenti. I soci indipendenti sono quei soci che non sono legati né all'offerente, ma neppure al socio di controllo attuale.

Inoltre la scalata può essere ostile: lanciando un'OPA preventiva parziale o totalitaria, spesso il socio di controllo non è contento che uno scalatore cerchi di scalzarlo dalla sua posizione. Spesso vengono adottate le cosiddette *tecniche difensive*: un esempio è la richiesta di aiuto al *white knight*, un terzo, dalla parte del socio di controllo che viene invitato a lanciare un'OPA concorrente contro lo scalatore ostile. Esistono, inoltre, una serie di strumenti che cercano di rendere meno conveniente la scalata, detti *poison pills*, come ad esempio prevedere, nel caso di revoca dell'amministratore delegato in carica, una liquidazione astronomica. Un altro esempio consiste nel deliberare un aumento di capitale in modo che per acquisire il controllo, lo scalatore dovrà investire molti più soldi di quelli previsti. In altri casi sono state decise cessioni di rami strategici dell'azienda, in modo da disincentivare lo scalatore. Tutte queste tecniche in Italia e in Europa non sono utilizzabili dagli amministratori a piacimento, ma devono ricevere l'approvazione dell'assemblea dei soci (ordinaria o straordinaria a seconda delle decisioni), se è indicato nello Statuto della società. Il legislatore ha introdotto questa regola, con l'obiettivo di tutelare i soci di minoranza (Cottino, Lineamenti di diritto commerciale, 2015).

La legislazione attualmente in vigore è quindi il risultato di aggiornamenti introdotti dopo i grandi scandali finanziari. L'obbligo di lanciare l'OPA grava su chiunque venga a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso, una partecipazione superiore al 25-30% in una società italiana quotata

(l'obbligo di OPA al 25% è per le quotate con oltre 500 milioni di Market Cap). In effetti ad oggi l' **OPA obbligatoria** ha ad oggetto le azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentati e, dal 2005, deve essere rivolta anche a tutti i titolari di *strumenti finanziari* anche con diritto limitato di voto. Nel calcolo della soglia del 30% del capitale sociale entrano anche gli strumenti finanziari derivati per evitare che l'obbligo di fare l'OPA sia aggirato, acquistando questi strumenti (ad esempio contratti *equity swap* o *call options*)<sup>10</sup> invece di azioni ordinarie. In sostanza la normativa in tema di scalate ha reso il *take-over* più costoso.

La protezione degli azionisti riguarda in senso lato anche il fenomeno, molto diffuso nel contesto italiano, delle piramidi societarie. Questo verrà approfondito nel paragrafo successivo.

### 2.3 Proprietà concentrata e Piramidi societarie in Italia

Così come per la maggior parte dell'Europa continentale, la proprietà delle imprese italiane (quotate e non quotate) è molto concentrata (Bianchi et al., 2001 e Bianchi e Bianco, 2006). Le problematiche legate a questo tipo di struttura proprietaria sono legate ai pochi strumenti detenuti dagli azionisti di minoranza per far sentire la propria voce, che si tramutano nei problemi di *corporate governance* descritti in precedenza. Inoltre, la struttura del mercato delle imprese italiane conta numerosi *business group* controllati da famiglie attraverso **piramidi societarie** (Aganin e Volpin, 2003). Queste, sono il metodo più usato in Italia per separare proprietà e controllo. In questo modo chi è a capo del gruppo (*società controllante* o *società madre*) riesce a governare le imprese sue sottoposte (*società figlie*): la piramide societaria permette di ottenere la separazione tra proprietà e controllo, permettendo all'azionista di controllo di avere un grande potere con un investimento in *equity* modesto. Per questo motivo è un metodo che sottrae agli azionisti di minoranza il trasferimento del controllo ed il premio per il controllo, riservandone i benefici a pochi (Almeida and Wolfenzon 2006; Claessens et al. 2000; La Porta et al. 1999).

È interessante è capire quanto questo fenomeno sia diffuso in Italia. il report annuale redatto dalla Consob (*Report on Corporate Governance of Italian Listed company*, 2018): A fine 2017 il 18,6% delle società quotate appartiene a strutture piramidali o miste (20% nel 2010) e si caratterizza per una differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa pari in media al 12,3%.

<sup>10</sup> Un *equity swap* è un contratto finanziario derivato in cui due parti si accordano sullo scambio periodico di flussi di dividendi e futuri guadagni in conto capitale di un investimento azionario contro un tasso di interesse fisso o variabile su un debito di pari importo (Flavio Pressacco, Dizionario di Economia e Finanza, 2012). Una *call option* è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione acquista il diritto, ma non l'obbligo di acquistare un titolo a un dato prezzo di esercizio (Flavio Pressacco, Dizionario di Economia e Finanza, 2012).

In generale (Art. 2359 del Codice Civile italiano) il controllo di una società esiste quando dispone della maggior parte dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria (perché in questo modo si ha la certezza matematica di nominare gli esponenti del *board*): controllo *de iure*. Esiste tuttavia anche il concetto di controllo *de facto*: quando una società madre detiene meno della metà dei diritti di voto di una controllata ma è comunque una quantità sufficiente per poter esercitare il controllo su di essa. Questo è possibile in virtù del fenomeno di *controllo minoritario*. La Figura 1 mostra un gruppo di imprese con una struttura piramidale interessante: alcune società sono controllate *de iure*, altre *de facto* e per ogni azienda è indicata la percentuale di *cash flow right* della società in cima alla catena. (Di Carlo, 2013). In effetti gran parte della letteratura utilizza come misura del grado di *corporate ownership* i *cash flow rights* ed i diritti di voto (Faccio e Lang, 2002). Il Codice Civile italiano (Art. 2407-*sexies*) presume invece che l'attività di direzione e controllo sulle sottoposte avvenga da parte della società tenuta al consolidamento dei loro bilanci per le quotate o che la controlli *de iure* o *de facto*.

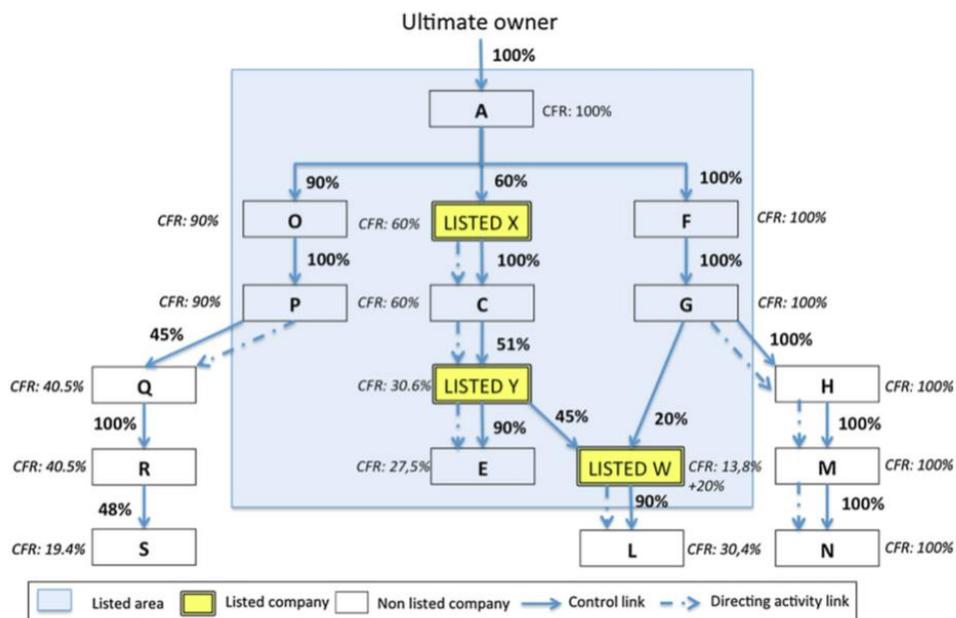


Figura 1. Rappresentazione della struttura di un business group. Fonte Di Carlo, 2013.: Adattata da Bianchi e Bianco (2006).

In Italia, inoltre, banche e investitori professionali non hanno un ruolo centrale nella *corporate governance* perché non hanno una partecipazione significativa nelle società (Di Pietra et al. 2008). Il ricorso al debito è, come già anticipato, la principale fonte di finanziamento delle aziende italiane (Di Pietra et al., 2008). In effetti, le imprese quotate italiane sono relativamente poche rispetto al totale e hanno un peso limitato, segno che non è frequente il ricorso all'*equity* per finanziarsi (ad esclusione di banche di credito cooperativo e istituti esteri). Si pensi che importanti colossi come Ferrero, Barilla e Riva sono imprese non quotate in Borsa (Grassini, L'orizzonte Breve. Rischi di morte per il nostro capitalismo?). Le motivazioni di questo scarso ricorso alla quotazione sono

molte, ma, in particolare si noti che le aziende italiane scelgono il *go public* non per finanziare investimenti futuri, ma per riequilibrare la struttura finanziaria, in quanto si è dimostrato che dopo la quotazione il costo del credito scende (Pagano, Panetta, Zingales, 1998). Inoltre difficilmente le famiglie proprietarie hanno intenzione di diluire il proprio patrimonio mediante la quotazione.

Questo tipo di struttura proprietaria ha portato, come già ribadito, all'espropriazione degli azionisti di minoranza tramite metodi di *tunnelling* (*visione opportunistica*), in particolare in società appartenenti a gruppi societari (Johnson et. Al., 2000; Kirchmaier e Grant, 2005) e soprattutto quando le sussidiarie operano nello stesso settore della società a capo della catena, in quanto il legame tra le diverse società è più forte. Nonostante questo, la formazione di un *business group* porta ad un rendimento maggiore (*visione efficiente*) rispetto a quello che si avrebbe nel mercato delle transazioni (Coase, 1960, Williamson, 1985). La prospettiva opportunistica si basa sulla teoria dell'agenzia di Jensen e Meckling (1976) e dimostra come le piramidi societarie possano essere uno strumento di espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli *insiders*, che riescono ad appropriarsi dei benefici privati del controllo (Almeida e Wolfenzon, 2006, Friedman et al., 2003). In questa prospettiva opportunistica, l'interesse della società madre e quello delle società figlie è creare valore per i propri azionisti, tuttavia la *holding* nel dirigere le società figlie persegue gli interessi di gruppo, attraverso l'emanazione di direttive rivolte agli amministratori delle società eterodirette. Nel fare ciò potrebbe effettuare transazioni infragruppo per deviare risorse dalle controllate, in cui la percentuale di possesso è bassa verso quelle dove è più elevata (Gambino, 1993). In effetti come anticipato, dal punto di vista economico, e non giuridico il gruppo può essere visto come un'unica impresa. Gli amministratori delle eterodirette non sono giuridicamente tenuti a eseguire queste direttive perché gli amministratori hanno potere esclusivo di gestione però di fatto questi sono costretti perché c'è la minaccia di revoca. Possono essere stipulati dei contratti che si chiamano *regolamenti di gruppo*, in cui gli amministratori delle eterodirette si obbligano a eseguire le direttive della capogruppo.

Per rispondere alle espropriazioni delle minoranze, con la riforma del 2003 (decreto legislativo n. 6/2003) si sono introdotte una serie di regole per disciplinare il comportamento dei gruppi aziendali (regole aggiunte all'articolo 2497 e ai successivi del Codice Civile Italiano). Per le imprese italiane che appartengono ad una piramide, è previsto che l'azienda controllante agisca nell'interesse delle sue sottoposte secondo i principi di equità aziendale e sarà inoltre responsabile per la gestione aziendale delle società che dirige nei confronti di terzi (azionisti di minoranza e creditori). L'articolo 2497 del Codice Civile prevede infatti che i soci delle eterodirette ed i suoi creditori possano agire contro la capogruppo che abusi della sua attività di direzione e coordinamento emanando direttive che violano i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale e da cui derivi un danno alla società eterodiretta. La responsabilità non sussiste quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo della gestione (teoria dei vantaggi compensativi). Il

regolatore, per dare una tutela ai soci esterni al controllo, ha previsto quindi che anche i singoli soci possano ricevere un risarcimento pur trattandosi di un danno riflesso (il risarcimento qui non va alla società ma ai soci direttamente) perché il socio di controllo della società eterodiretta è la capogruppo, che è improbabile che faccia causa a sé stessa.

Inoltre per tutte le aziende appartenenti ad una piramide c'è l'obbligo, che spetta alla capogruppo, di dichiarare quali imprese dirige e coordina.

La Comunità Europea ha inoltre raccomandato di non ammettere alla quotazione società appartenenti a strutture piramidali abusive, ovvero società di partecipazioni i cui unici e principali attivi sono rappresentati da una partecipazione in un'altra società quotata (*holding pure*). La Borsa italiana limita la quotazione delle *Investments companies* aggiungendo specifici requisiti di diversificazione degli investimenti finanziari e di limitazione delle esposizioni verso uno stesso emittente.

In conclusione, il legislatore non vedendo di buon occhio la pratica di piramidi societarie è andato nella direzione in cui queste siano rese il più trasparenti possibili e che riducessero al minimo l'espropriazione delle minoranze. In questo contesto è chiaro come all'interno di *business group* e piramidi societarie possa essere frequente il fenomeno, oggetto della tesi, degli *interlocking directorship*. Si rimanda al Capitolo Terzo una descrizione esaustiva di esso, si dica tuttavia che si tratta di un fenomeno per cui un amministratore di un Consiglio di Amministrazione di una società siede anche nel Consiglio di un'altra.

Le determinanti del fenomeno e il loro impatto sulle prestazioni aziendali sono numerose, ma è interessante notare come sia stato dimostrato attraverso uno studio effettuato su un campione di imprese del Belgio come le società appartenenti a un gruppo abbiano molte più *interlocking directorates* al loro interno rispetto alle società *stand-alone* (Rommens, Cuyvers, Deloof, 2007). Lo studio dimostra che in quel mercato le società del gruppo ad effettuare *interlocking* con le altre società interne alla piramide, comprese le società madri, e questi collegamenti aumentano all'interno del gruppo quando si trovano a un livello gerarchico superiore. Si scopre tuttavia che nel mercato belga gli *interlocking directorates* sono negativamente collegati alla redditività delle società indipendenti ma invece non influenzano la redditività delle società appartenenti ad un gruppo. Ciò suggerisce che gli amministratori dei gruppi di imprese belgi non sono "*too busy*" e che gli *interlocking* infra-gruppo non agevolano l'espropriazione da parte degli azionisti di controllo. A partire da questa riflessione, si passi alla trattazione più dettagliata dell'argomento, focalizzandoci in particolar modo sul mercato italiano, per indagare se il ruolo di questo fenomeno nel nostro mercato sia altrettanto positivo.

## Capitolo Terzo – Interlocking directorates

### 3.1 Definizioni di *interlocking directorates*

Il fenomeno degli *interlocking directorate* (da qui in poi ID) è stato largamente studiato in letteratura e molte sono le definizioni che ne sono state date. In questa sede si riporta una definizione generale (Mizruchi, 1996) per cui : “*An interlocking directorate occurs when a person affiliated with one organization sits on the board of directors of another organization*”. Si tratta quindi di un fenomeno che avviene quando un individuo siede contemporaneamente nel *board* di più aziende. Fich and White (2005) sostennero altresì che:” *An interlocking directorate is defined as the phenomenon whereby a person is on the board of directors of two or more corporations, thereby providing a link or interlock between them.*”. Entrambe le definizioni si riferiscono ai così detti ***simple interlock***.

Un'altra definizione più specifica di *interlocking directorate* è quella fornita da Battagion, Cerasi (2018) secondo cui: “*Interlocking Directorates occur when an executive of a company sits in another company's board, forming tie between the two companies.*”. In questo caso il fenomeno riguarderebbe quindi un legame tra due aziende che si forma nel momento in cui un amministratore esecutivo di una società siede nel *board* di una società diversa da quella in cui è esecutivo. Gli amministratori esecutivi, come già anticipato sono quelli direttamente impegnati nella gestione della società (sono cioè anche *manager*).

Barringer e Harrison (2000) riprendendo il lavoro di Burt (1983) definirono la differenza tra ***interlock diretto e indiretto***: “*A direct interlock occurs when an executive or director of one firm sits on the board of another firm, and an indirect interlock occurs when two firms have directors who sit on the board of a third firm.*”.

Hallock (1997) definì a sua volta gli ***interlock reciproci*** come : “*Two CEOs, or their subordinates, serve on each other's boards (they are reciprocally interlocked)*”. Devos, Prevost, Puthenpurackal (2009) prendono come spunto il metodo utilizzato da Hallock (1997) e nel loro studio sostennero: “*Following previous work (Hallock, 1997), we focus on interlocked directors that involve one inside director and one outside director since these types of interlocks are the most likely to compromise the monitoring effectiveness of boards. ... Specifically, we define an interlock as occurring when Firm A has Director 1 serving as an insider and Director 2 serving as an outsider, whereas Firm B has Director 1 serving as an outsider and Director 2 serving as an insider.*” In questi studi quindi la definizione che emerge del fenomeno è legata alla figura di amministratori *insider* e *outsider*. Si ricordi che gli *insider* sono gli amministratori che hanno un contatto diretto con l'azienda e normalmente ne è membro l'amministratore delegato e l'eventuale famiglia che possiede l'azienda. Gli *outsider* invece sono individui che hanno legami più stretti con altre

organizzazioni. Molti *outsider* appartengono ad altre grandi imprese, soprattutto istituzioni di natura finanziaria (banchieri, *manager* di compagnie assicurative ecc.), (Mizruchi, 1996).

Battagion e Cerasi, (2018), sottolineano invece la differenza tra ***interlocking unilaterale*** ed ***interlocking bilaterale***. Nel primo caso, l'amministratore esecutivo di un'impresa (*sender*) siede nel consiglio di un'altra impresa (*receiver*); nel secondo caso l'amministratore esecutivo dell'azienda *receiver* siede a sua volta nel *board* dell'azienda *sender*.

Un'ulteriore distinzione esistente è quella tra **ID orizzontali e verticali**, dove i primi si riferiscono a legami tra imprese operanti nello stesso settore ed i secondi tra società operanti in settori diversi. Schoorman, Barzerman e Atikin (1981), definirono il fenomeno in questi termini: "*The first (benefit of ID) is the establishment of horizontal coordination, whereby two or more competitors are linked, can communicate, and jointly benefit. The second benefit is the establishment of vertical coordination, whereby an organization can reduce its uncertainty concerning either its inputs or its out-puts*". In particolare riferendosi agli ID verticali ci si riferisce in modo particolare ai legami che potrebbero esserci tra aziende appartenenti alla medesima catena (fornitori di *input* e clienti).

Infine alcuni studi più specifici definiscono gli ID intra gruppo, classificandoli anche in questo caso come orizzontali o verticali: i verticali sono collegamenti inter organizzativi tra il consiglio di amministrazione della *holding* e le sue società affiliate, mentre gli interlocking orizzontali sono i rapporti intra gruppo degli amministratori tra le società sorelle (Maman, 1999).

È chiaro quindi che sebbene la definizione generale sia univoca, lo standard utilizzato dalla letteratura per individuare il fenomeno non è sempre unico. Nel prossimo paragrafo si analizzerà come la letteratura abbia analizzato il fenomeno.

### **3.2 Panoramica della letteratura a riguardo e principali teorie a riguardo**

Il fenomeno degli ***interlocking directorate*** tra società è un fenomeno molto comune, nonostante molte siano state le perplessità e le critiche rivolte alla pratica, concretizzatisi in alcuni provvedimenti legali che ne limitano l'esistenza in tutto il mondo. Le cause e le conseguenze di questo fenomeno sono state oggetto di un ampio dibattito nel tempo. Louis Brandeis, avvocato e giurista statunitense, membro della Corte Suprema degli Stati Uniti dal 1916 al 1939 fu uno dei primi a pronunciarsi a riguardo, sostenendo che: "*The practice of interlocking directorates is the root of many evils. It offends laws human and divine. Applied to rival corporations, it tends to the suppression of competition and to violation of the Sherman law. Applied to corporations which deal with each other, it tends to disloyalty and to violation of the fundamental law that no man can serve two masters. In either event it leads to inefficiency; for it removes incentive and destroys soundness of judgement. It is undemocratic, for it rejects the platform: "A fair field and no favors,"-substituting the pull of privilege for the push of manhood.*".

Prima del 1914, negli Stati Uniti non esistevano proibizioni su chi potesse creare un ID, ed era comune che le imprese condividessero gli stessi amministratori. Nel 1914 invece la Sezione 8 del Clayton Act<sup>11</sup> del 1914 proibì gli *interlocking directorates* tra le società concorrenti, ma non condannava la pratica in generale (Dooley, 1969). In effetti nel 1930 il National Resources Committee valutò che 225 delle 250 “*largest U.S corporation*” avevano almeno un amministratore che sedeva nel Consiglio di Amministrazione di almeno un'altra azienda (Dooley, 1969). A partire da questi numeri riguardanti il mercato statunitense, è quindi facile capire come mai il fenomeno sia stato largamente studiato nel corso del Ventesimo Secolo.

In generale la critica è sempre stata divisa tra chi approva la pratica e chi invece la condanna. In effetti, gli ID sono un buon indicatore dei comportamenti di un'azienda e dei così detti *network ties* (Mizruchi, 1996). In particolare le teorie che cercano di descrivere il fenomeno seguono principalmente due correnti: la prima che si concentra sulla relazione tra individui (*inter-class*) e la seconda che vede gli ID come una relazione tra istituzioni (inter-organizzativi) (Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011; Palmer, 1983).

Il gruppo che si concentra sulla relazione tra gli individui, suggerisce che i collegamenti (ID) tra *board* si verifichino perché gli amministratori coinvolti inseguono salari più alti e migliori opportunità lavorative che le relazioni interaziendali possono offrire (Mizruchi 1996; Useem 1984). Inoltre sono utilizzati dagli amministratori come strumento di mutua auto-realizzazione nei consigli di amministrazione e si formano come forma di coesione sociale (Mizruchi, 1996) in quanto si tratta di legami tra amministratori che appartengono alla stessa *élite* imprenditoriale (Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011).

Il secondo gruppo di teorie è incentrato sul presupposto che gli ID siano uno strumento per collegare e favorire le società coinvolte: attraverso questi legami le aziende che operano nello stesso settore possono colludere a spese dei consumatori per ridurre la concorrenza e le aziende operanti in settori differenti possono effettuare la così detta *collusione sistemica* finalizzata all'espropriazione degli azionisti di minoranza (Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011).

Coerente con quanto già detto, è la classificazione di Mizruchi (1996) che sottolinea l'esistenza sia di ragioni esplicite sia involontarie per l'origine di ID tra imprese: la collusione tra aziende concorrenti, la cooptazione (Selznick 1949), il monitoraggio (Pfeffer 1972, Schoorman et al., 1981), il prestigio che il legame di un'impresa con un'organizzazione importante può trasmettere, l'avanzamento di carriera (Useem 1984); e la coesione sociale tra i membri dell' *upper class*.

In questa sede descriveremo i principali filoni e modelli esistenti in letteratura, a partire dalla classificazione data da Drago et. Al (2011), coerente con la precedente classificazione di Bianco e

<sup>11</sup> Il Clayton Antitrust Act del 1914 fu una sezione della legge antitrust degli Stati Uniti d'America, inserito con lo scopo di rendere ancora più severa la legislazione esistente a riguardo (Sherman Antitrust Act del 1890). Già nello Sherman Act si bandivano pratiche pericolose per la concorrenza quali monopoli, cartelli e *trust*. Il Clayton Act ha cercato quindi di prevenire ulteriori tecniche anticoncorrenziali come ad esempio gli *interlocking directorate* (Act 8).

Pagnoni (1997). Nell'articolo gli autori catalogano i diversi contributi esistenti in letteratura in sette modelli principali, tre che si riferiscono agli ID come collegamento tra individui e quattro come collegamento tra istituzioni:

1. **Management Control Model:** l'ID è un collegamento tra individui che lo utilizzano per aumentare il proprio potere personale.
2. **Class Hegemony Model:** l'ID è il frutto di una forte coesione sociale. Gli amministratori contattano altri amministratori perché appartengono tutti alla stessa *upper class*.
3. **Career Advancement Model:** gli amministratori decidono di creare un ID nell'ottica di migliorare i propri compensi, il proprio prestigio ed i futuri collegamenti ed opportunità di lavoro.
4. **Resource Dependence Model:** l'ID è uno strumento che collega istituzioni. Le aziende lo utilizzano nell'ottica di ridurre l'incertezza a cui sono sottoposte, in termini di clienti, fornitori, competitors o condizioni macroeconomiche.
5. **Financial Control Model:** l'ID è un meccanismo per aver facile accesso al capitale da parte delle aziende e per consentire alle banche di soddisfare il loro bisogno di monitorare i movimenti delle aziende. Si mostra un'evidenza empirica di ID tra banche e imprese.
6. **The Collusion Model:** gli ID permettono la creazione di canali di comunicazione tra aziende secondo la teoria della collusione.
7. **The Systemic Collusion Model:** l'ID è un meccanismo usato dagli *shareholder* di gruppi di aziende quotate per stabilire un coordinamento tra aziende che non operano per forza nello stesso settore, con l'intento di espropriare azionisti di minoranza.

Si analizzi ora nel dettaglio ciascuno di questi modelli.

### 3.2.1 Management Control Model

È il primo modello che considera l'interlocking directorship come un collegamento tra individui e non tra istituzioni (Drago et al. , 2011). Gli articoli che hanno delineato questo modello si concentrano sul trovare una relazione tra la presenza di *interlocks* e misure che riguardano le persone degli amministratori esecutivi.

Questo modello riduce la rilevanza del fenomeno degli ID, suggerendo che i Consigli di Amministrazione sono spesso "passivi" e il potere reale è nelle mani degli esecutivi: quindi gli ID non hanno alcun effetto sulle decisioni finali ma aumentano solo il prestigio o i contatti di un'azienda (Fattobene e al. , 2018).

Uno dei primi articoli coerenti con questo modello è quello di Palmer (1983): l'ipotesi di partenza è che se i legami di questo tipo sono funzionali alle imprese coinvolte, i collegamenti dovranno essere prontamente ricostituiti anche qualora un amministratore scompaia (per morte o per

dimissioni). Palmer trovò che solo una piccola percentuale di questi collegamenti vengono in genere ricostituiti in seguito alla suddetta scomparsa, a dimostrazione che i legami che un ID crea non sono funzionali a connettere due società bensì sono legami personali.

Fich e White (2003) a loro volta, a partire da una serie di considerazioni sui problemi di *corporate governance*, svolgono una riflessione sui rapporti tra CEO e Consigli di Amministrazione. L'articolo indaga le conseguenze della tendenza dei *board* a creare un ID sulla remunerazione dei CEO e il loro *turnover*. Le analisi empiriche (condotte per un campione di 366 grandi aziende statunitensi, in cui l'87% delle aziende ha almeno un *interlock* reciproco), mostrano che il compenso degli amministratori delegati tende ad essere più elevato e il *turnover* del CEO tende ad essere più basso quando il Consiglio di Amministrazione ha una o più coppie di membri del *board* che sono comuni con il *board* di un'altra società. Ci sono due possibili interpretazioni di questi risultati: la prima è che gli ID sono un segnale di *entrenchment* del CEO, e la maggiore compensazione e il minor *turnover* derivano proprio dal mettere in primo piano gli interessi del delegato. La seconda interpretazione, meno appoggiata dagli autori, è che la presenza di un ID indichi il rafforzamento di un'importante e preziosa alleanza strategica per l'azienda, e il compenso più alto del CEO e il minor *turnover* sono la ricompensa del CEO per aver organizzato l'alleanza. Questi risultati suggeriscono quindi che gli ID possono favorire abusi se mettono in pericolo l'indipendenza delle imprese coinvolte, diminuire la concorrenza nel *market for corporate control*, aggravare i problemi di agenzia o violare gli obblighi degli amministratori come agenti degli azionisti, a favore degli interessi personali dei CEO (Fich, White, 2005).

A simili conclusioni arrivarono anche Cochran, Wood e Jones (1985), trovando una relazione positiva tra gli *interlocks* e la qualità dei “*paracadute d'oro*” dei *top manager* (Drago e al. 2011). I *paracadute d'oro* sono un metodo utilizzato dalle aziende per incentivare il *manager* ad abbandonare l'impresa in cambio di una ricompensa in denaro (in alcuni casi molto alta) dopo un particolare evento, di solito una scalata ostile. Sebbene l'idea con il quale questo meccanismo è stato creato, fosse quella di attrarre e trattenere nuovi *manager* di talento e assicurare che la gestione rimanga oggettiva e fedele durante un tentativo di acquisizione ostile, il metodo è stato nel tempo criticato in quanto porta i *senior manager* ad avere maggiore incentivo a massimizzare le proprie entrate, invece che tutelare gli interessi degli *shareholders* (Cochran, Wood e Jones, 1985).

Hallock (1997), considera il ruolo del *board*, la sua composizione e la presenza di *interlocks* sui compensi dei CEO. La conclusione dello studio è che i compensi degli amministratori esecutivi sono influenzati dalla composizione del consiglio di amministrazione e dalla presenza di un ID. Si utilizza un campione di 9.804 posizioni da *director* occupate da 7519 individui nelle più grandi società americane. In questo campione circa l'8% degli amministratori delegati crea un *interlock* reciproco (l'attuale CEO della società A è amministratore della società B e l'attuale CEO della società B è amministratore nel *board* di A) e circa il 20% delle imprese ha almeno un amministratore in servizio o in pensione che fa parte del consiglio di amministrazione di un'altra

impresa e viceversa. I CEO che amministrano società in cui vi è un ID guadagnano compensi significativamente più alti (circa il 17%).

L'evidenza da questi studi è quindi che gli ID favoriscano la crescita del potere degli amministratori, mediante i contatti creati. Risulta tuttavia evidente come il vero potere sia nelle mani degli esecutivi, che tenderanno ad aumentare i propri benefici privati, legittimati dalla scarsa attività di *monitoring* del *board* (Fattobene e al., 2018).

### 3.2.2 Class Hegemony Model

In questo modello l'ID è il frutto di una forte coesione sociale e gli amministratori contattano altri amministratori perché appartengono tutti alla stessa *upper class* (Drago et al., 2011). Uno dei primi a trattare l'argomento in questi termini fu C. Whright Mills nel suo libro "*The Power elite*" (1956) seguito più tardi da Useem (1984) con il suo "*The inner Circle: Large Corporation and the Rise of Business Political Activity*". Entrambi gli scritti descrivono il fenomeno in termini sociologici. Mills esamina e critica l'organizzazione del potere negli Stati Uniti, richiamando l'attenzione su tre poli di potere saldamente interconnessi: l'élite militare, *corporate* e politica. The Power Élite espone una riflessione di fondo sul fatto che l'America non sia tanto democratica nella pratica quanto in teoria. La *power élite* è composta da uomini, le cui posizione gli permettono di staccarsi dall'ambiente ordinario degli uomini comuni e che li porta ad occupare una posizione in cui il loro prendere decisioni ha maggiori conseguenze. In questo contesto gli ID sono descritti come il risultato di una forte coesione sociale tra individui appartenenti a questa *élite*: "*Interlocking Directorates*" is no mere phrase: it points to a solid feature of the facts of business life, and to a sociological anchor of the community of interest, the unification of outlooks and policy, that prevails among the propertied class". Gli amministratori hanno salde relazioni con altri amministratori: per esempio, frequentano gli stessi ambienti (golf club, palestre, gli stessi *country club*), condividono gli stessi ideali e gli stessi valori, e spesso la stessa visione politica (Drago e al. 2011). Gli ID consentono all'azienda di sviluppare una similarità psicologica degli amministratori, di essere socialmente strutturata e di perseguire obiettivi comuni (Mills 1956; Fattobene e al. 2018). In altre parole, gli amministratori appartengono tutti alla stessa *upper class*, si contattano tra di loro e formano una sorta di *business élite* (Useem, 1984; Bazerman e Schoorman 1983) che condivide la stessa visione della realtà.

All'interno di questo modello rientrano quindi tutti quegli studi che dimostrano il legame tra la presenza di ID ed imprese che condividono visioni politiche (Mizruchi, 1992).

### 3.2.3 Career Advancement Model

Secondo questo filone gli amministratori decidono di creare un ID nell'ottica di migliorare i propri compensi, il proprio prestigio ed i futuri collegamenti ed opportunità di lavoro. Si tratta di teorie

che si focalizzano sugli interessi dei singoli amministratori. Gli *interlock* si verificano tra organizzazioni, ma sono creati da individui ed il legame di solito è creato per volere di entrambe le organizzazioni (Mizruchi, 1996). Gli amministratori che decidono di creare un ID lo fanno seguendo i propri interessi personali. Gli amministratori si sforzano quindi di offrire le competenze che ricerca il mercato per poter aumentare il proprio prestigio e guadagni (Drago et al., 2011). I modelli di riferimenti citati sono quelli di Stockman, Van der Knoop e Wasseur (1998), Zajac (1988).

I membri del Consiglio di Amministrazione siedono in più di un *board* perseguendo incentivi economici, il desiderio di prestigio e gli obiettivi di carriera (Zajac, 1988). L'esistenza di *interlocks* è vista, in questo modello, come una conseguenza involontaria di una decisione personale degli amministratori coinvolti e che ha poco a che fare con il voler collegare le aziende.

Stockman, Van der Knoop e Wasseur, (1998) studiano le dinamiche che esistono alle spalle delle reti di ID nel mercato delle imprese olandesi in un periodo di 20 anni. Il modello arriva alla conclusione che la maggioranza delle nuove posizioni da amministratori sono state occupate da individui con alto livello di esperienza e competenze. Gli amministratori vengono scelti anche in questo caso, secondo le loro caratteristiche individuali e non per l'impresa che rappresentano (Wizuchi, 1996).

Useem (1984), già citato per quanto riguarda il *Class Egemony Model*, suggerisce che gli individui che siedono in più *board* beneficiano del così detto "*business scan*". In effetti sedere in più *board* estende esperienze e conoscenze dell'amministratore.

Uno studio che descrive il punto di vista dell'impresa che sceglie gli *outside directors* è quello di Mace, (1971). Secondo Mace un'impresa, nella ricerca di nuovi amministratori, predilige figure che aggiungano prestigio all'organizzazione, che siano in grado di dare *input* e consigli su problemi strategici specifici e infine che rientrino nella definizione dei così detti "*good citizens*" (persone con una buona reputazione scelti dalla stessa cerchia sociale degli altri amministratori). Queste teorie suggerisce che gli ID portino benefici sia all'impresa che invita l'amministratore esterno ad entrare nel suo *board*, sia all'amministratore in questione.

### **3.2.4 Resource Dependence Model**

Il modello vede gli ID come uno strumento che collega le istituzioni: le aziende lo utilizzano nell'ottica di ridurre l'incertezza a cui sono sottoposte, in termini di clienti, fornitori, *competitors* o condizioni macroeconomiche. Poiché le imprese sono costantemente soggette a ogni tipo di incertezza le aziende ricorrono a collegamenti di tipo ID per ottenere risorse intangibili come informazioni, pratiche commerciali o prestigio (Drago et al., 2011).

Le organizzazioni necessitano di queste risorse per poter sopravvivere e quando non possono generare queste risorse internamente sono obbligate a ricorrere ad altre organizzazioni per ottenerle. Gli studi di questo filone hanno ad oggetto i meccanismi con cui le società cooptano le fonti di

incertezza attraverso meccanismi come le fusioni, le acquisizioni, le *joint venture* e gli *interlocking directorates* (Mizruchi, Stearns, 1988).

Le imprese chiamano a far parte del *board* le risorse da cui dipendono per ridurre l'incertezza ambientale e mantenere una buona posizione sul mercato (Selznick, 1949) e per questo motivo le aziende cooptano nei loro Consigli di Amministrazione clienti, fornitori o banchieri (Pfeffer e Salancik, 1978). In effetti, una delle fonti di incertezza che le società si trovano più spesso ad affrontare è la disponibilità di capitale ed uno dei mezzi con cui le imprese si assicurano l'accesso al capitale è l'integrazione nel *board* di rappresentanti delle istituzioni finanziarie (Thompson e McEwen, 1958). Un'impresa fortemente indebitata nei confronti di una banca potrebbe cooptare un agente della banca nel consiglio di amministrazione dell'impresa al fine di mantenere l'accesso al capitale (Thompson e McEwen, 1958). In seguito, diversi studi hanno indagato la relazione tra dipendenza dal capitale e collegamenti finanziari (Dooley, 1969; Pfeffer, 1972). Nonostante i risultati di questi numerosi studi siano variegati, tutti sostengono l'idea che gli *interlocks* siano associati con una dipendenza dalle risorse delle imprese. L'ipotesi alla base di questi studi è che maggiore è la dipendenza di un'impresa da fonti esterne di capitale, più è probabile che l'impresa debba nominare un rappresentante di un istituto finanziario nel suo consiglio di amministrazione (Mizruchi, Stearns, 1988). Dooley (1969), esaminò la relazione tra dipendenza finanziaria e ID con le istituzioni finanziarie dimostrando che le imprese meno solvibili hanno maggiori probabilità di essere collegate con le banche mediante un ID. Pfeffer (1972) rileva che le aziende con rapporti debito/capitale alti mostrano percentuali più alte di amministratori esterni nei loro consigli di amministrazione. Davis (1991) ha scoperto come le aziende appartenenti alla stessa rete di ID hanno più probabilità di adottare le stesse *pillole avvelenate* per evitare una scalata ostile. Di Maggio e Powell (1983) suggeriscono che una banca è più propensa a prestare denaro se il mutuatario ha direttori con alto prestigio e reputazione.

### **3.2.5 Financial Control Model**

Questo modello suggerisce che la creazione di ID derivi dalla necessità delle imprese di accedere più facilmente ai capitali (come anticipato il capitale è una delle risorse più importanti di cui un'azienda ha bisogno per gestire il proprio *business*) e da quella delle banche di avere maggior controllo sui movimenti delle imprese e di monitorare più da vicino le prospettive di investimento dell'impresa (Hilferding, 1981). Vi è un'ampia evidenza empirica di ID tra banche e società industriali: le imprese con crescente domanda di capitale sono quelle per le quali esistono più legami con le (Dooley, 1969; Mizruchi, 1996; Mizruchi e Stearns, 1988). Per primo, Dooley (1969), trovò che le imprese finanziarie erano coinvolte in più *interlocking directorate* rispetto alle imprese non finanziarie nel mercato statunitense: le banche avevano una media di 16.1 volte, contro le 9.9 volte delle altre imprese. Inoltre, circa un terzo degli *interlocks* delle imprese non finanziarie

coinvolgono amministratori di istituzioni finanziarie. Secondo Dooley, questi *interlocks* si verificano per tre diverse ragioni: in primo luogo le imprese che sono in difficoltà finanziarie, in particolare quelle minacciate dal rischio di insolvenza, eleggono un banchiere nel proprio consiglio nella speranza di avere un accesso più diretto ai fondi. Dal punto di vista del banchiere vi sarà il vantaggio di poter controllare le operazioni dell'azienda e ridurre il rischio di prestare soldi a imprese insolventi (Dooley, 1969). In secondo luogo le banche traggono apparentemente vantaggio dall'inserire i suoi amministratori nel *board* di grandi aziende perché può attrarre grandi depositi e clienti affidabili. Infine si formano ID di questo tipo perché molte volte derivano da operazioni di *trust* della banca (Dooley, 1969). Il dipartimento del *trust* delle più grandi banche è composto dai maggiori *stockholders* delle grandi imprese che quindi ottengono un posto nel *board* di queste imprese (Dooley, 1969).

Più tardi, Mizruchi e Stearns (1988) esaminano la creazione di nuovi *interlock*, utilizzando i dati di 22 grandi società non finanziarie statunitensi dal 1956 al 1983 per determinare i fattori che influenzano la nomina ad amministratori di rappresentanti di istituzioni finanziarie. Come Dooley, arrivano alla conclusione che basso livello di solvibilità, profitti bassi, la corrispondenza tra l'aumento della domanda di capitale e tassi di interesse bassi e la corrispondenza tra l'aumento della domanda di capitale e le fasi di contrazione del ciclo economico sono associate alla successiva nomina di amministratori finanziari.

In effetti avere un banchiere (inteso come un'amministrazione che detiene un posto sia nel *board* dell'impresa industriale che quella bancaria) in un Consiglio di Amministrazione aziendale riduce le asimmetrie informative tra creditori e debitori (Drago e al., 2011, Mariolis, 1975). Tuttavia il banchiere affronta un conflitto: sedere nel Consiglio di Amministrazione della società industriale dovrebbe massimizzare i valori degli azionisti; allo stesso tempo dovrebbe massimizzare il valore del debito bancario (Drago e al., 2011). Per massimizzare il valore del debito bancario si può ridurre la leva della società, ma ridurre la leva della società è un vantaggio per gli azionisti solo se l'attuale rapporto di leva è superiore al livello ottimale (Modigliani e Miller). Le prove empiriche sull'argomento sono miste: diversi studi postulano una relazione positiva tra i rappresentanti delle istituzioni finanziarie nel consiglio di amministrazione e la leva delle imprese (Rommens et al., 2008). Poiché la presenza di un banchiere nel consiglio di amministrazione potrebbe essere un importante meccanismo di monitoraggio per la banca, potrebbe essere più disposta a prestare fondi a società con cui condividono un amministratore (Dooley, 1969; Mizruchi and Stearns, 1994). Inoltre, la presenza nel consiglio di banchieri senza attività di prestito potrebbe fornire esperienza e certificazione, rendendo anche più facile per l'impresa ottenere prestiti (Booth and Deli, 1999; Byrd and Mizruchi, 2005). Le imprese fortemente indebitate possono quindi avere maggiori probabilità di avere ID con le istituzioni finanziarie. Altri studi postulano che le banche evitano di far sedere un loro amministratore nel *board* di una società debitrice per evitare che cada in problemi conflitto di interessi (Kroszner e Strahan, 1999), e questo avviene in particolar modo per società

fortemente indebitate, con le quali i costi del conflitto e della responsabilità dei creditori sono ingenti (Kroszner e Strahan, 2001, Byrd e Mizruchi, 2005). Infine altri studi dimostrano che le reazioni del prezzo delle azioni agli annunci del prestito bancario quando esistono ID non sono positive: si trovano significativi ritorni negati a tali annunci (meno prevalenti per grandi aziende), (Kracaw e Zenner, 1998). Pertanto, l'effetto netto di un ID tra banche e imprese sulla leva finanziaria di un'impresa non è chiaro a priori (Rommens et al., 2008).

### 3.2.6 The Collusion Model

Secondo la teoria della collusione, gli *interlocking directorate* sono un modo per creare canali comunicativi tra aziende nell'ottica di attuare accordi a sfavore dei consumatori (Drago e al., 2011). Gli ID diventano un modo per le aziende per dare origine ad un cartello. A favore di questa teoria si pensi che nel mercato statunitense, da sempre attento alle politiche *antitrust*, gli *interlock* sono stati resi illegali, per aziende appartenenti allo stesso settore (ovvero aziende concorrenti), dal Clayton Act (1914) e nel 1990 dall'Interlocking Directorates Act, che ha agito in una direzione ancora più restrittiva (Carbonai e Di Bartolomeo, 2006). In particolare la Section 8 del Clayton Act vieta ad una persona già amministratore di un'azienda di sedere nel *board* di un'altra, qualora queste due imprese fossero «*by virtue of their business and location of operation, competitors, so that the elimination of competition by agreement between them would constitute a violation of any of the antitrust laws*». L'istituzione degli ID è vista quindi come un metodo per ridurre la competizione (Dooley, 1969).

Successivamente, Dooley, (1969) trovò evidenza del fatto che nonostante il Clayton Act, esistessero comunque *interlock* tra aziende concorrenti. In particolare questi legami coinvolgevano compagnie assicurative, banche e aziende manifatturiere (minore evidenza invece si presentava per aziende di *utilities* e *merchandisers*).

In effetti, storicamente, gli ID hanno svolto un ruolo importante nella stabilizzazione di molti cartelli di successo. L'esempio americano più famoso è probabilmente la condivisione di amministratori nei rispettivi *board* tra DuPont e General Motors che portò DuPont a detenere parte delle azioni di GM (circa il 43%). Allo stesso modo, il *leader* del cartello internazionale dell'uranio, Rio Tinto Zinc (RTZ), controllava molte delle miniere del mondo attraverso una vasta rete di ID così come il cartello dei diamanti (Carbonai e Di Bartolomeo, 2006). Uno studio che dimostra quanto sopra è quello di Carbonai e Di Bartolomeo (2006), focalizzato sul mercato delle assicurazioni in Italia, che verrà descritto più ampiamente nei paragrafi successivi. In generale, mediante un'analisi descrittiva della rete di ID e un'analisi di regressione per verificare una correlazione tra presenza di ID e le quote di mercato delle società, gli autori dimostrano i legami di questo tipo tra aziende concorrenti portano alla violazione della concorrenza perfetta. Le compagnie di assicurazione concludono accordi collusivi non come risultato di attività collusive (formali o informali) tra agenti, ma come risultato di un sistema di ID. Inserendo un *insider* nel

*board* di un'altra azienda i problemi di fiducia possono diminuire in quanto sarà una figura che può monitorare e influenzare le decisioni delle altre aziende, ad esempio in termini di piani per ridurre i prezzi, espandere la capacità o introdurre nuovi prodotti (Carbonai e Di Bartolomeo, 2006). Inoltre un legame di questo tipo riduce il rischio che un *partner* boicotti l'altro, perché ogni *partner* ha un interesse nel successo finanziario dell'altro. In secondo luogo, la condivisione di un amministratore crea trasparenza tra i partecipanti al cartello poiché ciascun membro del cartello ha un osservatore in loco che osserva e controlla attività che potrebbero compromettere l'accordo di cartello. Un sistema basato su ID può quindi potenzialmente produrre le inefficienze economiche derivanti dalla mancanza di concorrenza.

Gli studi, incentrati sul mercato statunitense, di Pennings (1980) e Burt (1983) hanno esaminato la relazione tra concentrazione di mercato e *horizontal ties*. Pennings ha trovato una relazione positiva tra le due, mentre, Burt trovò che gli *interlocks* tra aziende sono più probabili in settori mediamente concentrati. I risultati di questi studi sono consistenti con l'idea che la concentrazione di mercato faciliti la creazione di legami tra imprese ma allo stesso tempo in settori molto concentrati, a causa del loro basso numero di produttori, il bisogno di fare *interlocking* nell'ottica di fare accordi per la fissazione del prezzo è molto basso (Mizruchi, 1996).

Per quanto riguarda l'idea che questi legami aumentino performance d'impresa, Pennings (1980) non trovò associazioni tra *interlocks* con competitors e profittabilità, così come Burt, Carrington (1981), in uno studio tra aziende canadesi, trovò invece una correlazione positiva tra concentrazione, *interlocking* e profittabilità.

### **3.2.7 The Systemic Collusion Theory**

Secondo questa teoria, l'ID è un meccanismo usato dagli *shareholder* di gruppi di società quotate per stabilire un coordinamento tra aziende che non operano per forza nello stesso settore, con l'intento di espropriare azionisti di minoranza.

Il modello di riferimento per questa teoria è quello di Drago et al. (2008 e 2009), i quali, esaminano il fenomeno degli *interlocking directorates* per un campione di imprese Blue Chips del mercato italiano, francese, tedesco, britannico e statunitense negli anni dal 2007 al 2008. Dall'analisi emerge un contrasto tra i mercati dell'Europa continentale e i mercati dei paesi anglosassoni: nei primi le Blue Chips sono collegate tra loro da un numero elevato di ID, nei secondi invece i collegamenti di questo tipo sono scarsi. In questo studio si definisce il concetto di "*systemic collusion*": si tratta di un fenomeno differente dalla semplice collusione in quanto si svolge tra aziende che non operano nello stesso settore (non sono concorrenti) ed inoltre lo scopo per cui avviene è quello di espropriare gli azionisti di minoranza a favore dei benefici privati degli azionisti di controllo (Drago e al. 2008). Gli ID svolgono la funzione di consentire alle Blue Chips di operare sotto reciproco controllo (Drago et al., 2008, Drago e al., 2009, Drago e al., 2011). La stessa conclusione è condivisa dall'Autorità Antitrust italiana, che afferma che gli ID sono utilizzati dagli azionisti in gruppi di

società quotate per stabilire un coordinamento tra le aziende che non operano necessariamente nello stesso settore di attività con l'obiettivo di espropriare gli azionisti di minoranza (AGCM, 2010; Drago e al. 2011).

Come evidente da quanto descritto, il fenomeno degli ID è un fenomeno che è stato ampiamente trattato in letteratura. Ogni modello cerca di dare un'interpretazione delle conseguenze che la pratica si porta dietro poiché, queste non sempre sono positive. I modelli presentati sopra arrivano a conclusioni totalmente diverse, per quel che riguarda le conseguenze, in termini di *performance*, dell'impresa. Il *Resource Dependence Model* ed il *Financial Control Model* descrivono un effetto positivo sulle *performance* in quanto la possibilità di ridurre l'incertezza e il più facile accesso al capitale danno un vantaggio non da poco all'azienda. Allo stesso modo anche il *Career Advncement Model* descrive gli ID come una pratica positiva in quanto la scelta degli amministratori sulla base delle competenze e dell'esperienza porta a migliori *performance* aziendali. Così, anche la teoria delle Collusione, sebbene porti gravi problemi in termini di concorrenza perfetta e vada a sfavore dei consumatori, in realtà porta beneficio alle imprese. Al contrario, il *Management Control Model* ed la *Systemic Collusion Theory* descrivono invece gli ID come un meccanismo di espropriazione degli azionisti di minoranza a favore del *management* o degli azionisti di controllo. Il *Class Hegemony model*, invece, presenta risultati ambigui in quanto gli amministratori non sono scelti per le loro capacità ma perché appartengono alla stessa *élite*. Questo può portare svantaggio perché non sono considerate le capacità reali dell'amministratore ma il meccanismo può generare vantaggio in termini di nuovi contatti ed opportunità per l'impresa (Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011).

Da questa estrema sintesi si intuisce come mai la pratica di ID è stata oggetto di un acceso dibattito fra studiosi di *corporate governance*. Nel prossimo paragrafo verrà descritto il legame tra ID e *corporate governance*.

### **3.3 Interlocking directorates e corporate governance**

Nel Capitolo Primo sono descritti i principali meccanismi di *corporate governance* attuati dalle aziende, tuttavia, esistono classificazioni che aggiungono ulteriori meccanismi. Nella maggior parte delle imprese multinazionali quotate in borsa, i meccanismi di *corporate governance market-based* comprendono: la concentrazione della proprietà, la composizione del consiglio di amministrazione, il mercato, la presidenza del Consiglio, la dimensione del Consiglio, la remunerazione del management, gli *interlocking directorate* e la consanguineità (Luo, 2005). Molti sono i punti in comune con la classificazione proposta in precedenza, tuttavia, secondo questa classificazione anche gli *interlocking directorates* sono considerati come veri e propri meccanismi di governo societario. In effetti la composizione del Consiglio di Amministrazione è il primo tra i meccanismi

interni di governo societario, quindi risulta ragionevole pensare ai legami tra imprese di tipo ID come un meccanismo di *corporate governance*. Per quanto descritto dai diversi modelli e a causa dell'ambiguità di conseguenze che il fenomeno ha sull'impresa l'uso degli ID dovrebbe essere strutturato in modo tale da non perdere l'indipendenza decisionale e la trasparenza (Luo, 2005). Molti sono gli studi empirici che hanno collegato gli *interlocks* con gli aspetti di *corporate governance*: dalla remunerazione degli amministratori esecutivi, alle strategie di scalata e ai metodi per difendersi da essa. I risultati della letteratura non sono univoci ed esistono prove che dimostrano come tale pratica possa portare benefici per un'impresa ma possa anche causare disagi agli azionisti.

La **remunerazione dei dirigenti** è come, anticipato nel Capitolo Primo, uno dei meccanismi più importanti di *corporate governance* in quanto definisce gli incentivi che il *management* ha di agire negli interessi degli azionisti e della società. Si è anticipato che i metodi di remunerazione incentivante sono molto diffusi tra le imprese, al fine di cercare di massimizzare il valore dell'azienda ed evitare meccanismi che portino all'espropriazione degli azionisti. Inoltre si è discussa l'importanza per il Consiglio di Amministrazione di avere la flessibilità di offrire una remunerazione tale da poter attrarre e trattenere figure di talento (Beccher-Monas, 2011 e Barzuza, Curtis, 2015). Questo non sempre è possibile perché è il *management* che nomina la maggior parte degli amministratori e quindi la capacità dei membri del Consiglio di Amministrazione di condurre trattative commerciali è limitata (Bebchuk, Fried, 2004). In questo contesto il ruolo degli *interlocks*, come descritto dal Management Control Model, non è positivo.

Un esempio di quanto affermato viene da Hallock (1997), il quale nel suo studio esegue un'analisi a partire da interrogativi sul ruolo che ha il Consiglio di Amministrazione nella determinazione della remunerazione dei CEO. Poiché la pratica di *interlocks* è molto diffusa, se due amministratori delegati o i loro subordinati prestano servizio nei relativi Consigli, possono avere l'incentivo e l'opportunità di aumentare la retribuzione reciproca. Lo studio svolto da Hallock su un campione di consigli di amministrazione di 602 "America's major corporations" nel 1992 dimostra come: "Firms that are current-CEO interlocked pay their CEOs substantially higher pay", come è evidente dall'output in Figura 2. Hallock costruisce una regressione con tre differenti variabili di compensazione misurate con i logaritmi naturali:  $\ln(\text{salary}+\text{bonus})$ ,  $\ln(\text{salary}+\text{bonus}+\text{ other compensation})$  e  $\ln(\text{total compensation})$ .

Esistono due panel, il Panel A mostra gli effetti di avere *interlock* semplici (tra amministratori anche non delegati) sulle paghe del CEO ed il Panel B mostra invece gli effetti di un *interlock* tra CEO. I coefficienti in Tabella 3 (Panel A), implicano che il compenso degli amministratori delegati in imprese che presentano un *interlock* semplice è stimato tra il 34 e il 43% in più rispetto ad altre imprese. Usando la stessa conversione, le regressioni in Tabella 4, (Panel B) implicano che le retribuzioni degli amministratori delegati nelle società con un *interlock* tra CEO siano stimate tra il 46% e il 52% in più rispetto ad altre imprese. Tutte queste differenze sono statisticamente

Tabella 3 : Fonte: Hallock, K., 1997, Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation, Journal of Financial and Quantitative Analysis 32, pp. 336. TABLE 2 –Panel A- Least Squares regression for Estimates of the Return to Interlock and Other Determinants of CEO Pay.

	ln(salary + bonus)			ln(salary + bonus + other)			ln(total compensation)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Panel A.</i> Focus on ANY-EMPLOYEE interlock. Two firms are any-employee interlocked if any current or retired employee of firm A serves as a director of firm B and vice versa. Interlock measures constructed by the author from various sources.									
ANY-EMPLOYEE Interlock	0.291*** (4.716)	0.092 (1.583)		0.357*** (5.289)	0.142** (2.204)		0.314*** (3.323)	0.060 (0.665)	
ANY-EMPLOYEE Interlock (with any business relationships considered not interlocked)			0.116* (1.805)			0.165** (2.309)			0.045 (0.448)
CEO's Age (years)		0.137*** (3.832)	0.137*** (3.827)		0.156*** (3.932)	0.156*** (3.935)		0.195*** (3.517)	0.196*** (3.530)
(CEO's Age) <sup>2</sup> /100		-0.118*** (3.695)	-0.118*** (3.684)		-0.133*** (3.752)	-0.133*** (3.747)		-0.164*** (3.292)	-0.164*** (3.302)
CEO's Firm Seniority (years)		-0.020** (2.507)	-0.020** (2.536)		-0.021** (2.360)	-0.021** (2.387)		-0.019 (1.526)	-0.019 (1.518)
(CEO's Firm Seniority) <sup>2</sup> /100		0.032* (1.830)	0.032* (1.842)		0.032* (1.653)	0.032* (1.664)		0.021 (0.804)	0.021 (0.801)
CEO's Seniority as CEO (years)		0.028*** (3.621)	0.029*** (3.673)		0.028*** (3.272)	0.029*** (3.329)		0.032*** (2.657)	0.032*** (2.650)
(CEO's seniority as CEO) <sup>2</sup> /100		-0.042* (1.796)	-0.043* (1.842)		-0.040 (1.566)	-0.042 (1.621)		-0.030 (0.828)	-0.030 (0.833)
ln(Market Value of Equity) in ln(\$millions)		0.232*** (10.470)	0.231*** (10.499)		0.250*** (10.225)	0.251*** (10.290)		0.332*** (9.682)	0.334*** (9.788)
(Stock Return) <sub>(t-1)</sub>		0.030 (0.754)	0.028 (0.703)		0.017 (0.401)	0.014 (0.328)		0.180*** (2.934)	0.178*** (2.913)
Number of Directors on Board		0.011* (1.784)	0.012* (1.833)		0.013* (1.774)	0.013* (1.851)		0.001 (0.141)	0.002 (0.176)
20 Industry Indicators	no	yes	yes	no	yes	yes	no	yes	yes
Constant	13.646*** (489.639)	8.813*** (8.235)	8.190*** (8.255)	13.806*** (451.927)	7.584*** (6.898)	7.573*** (6.897)	14.105*** (330.467)	5.953*** (3.862)	5.912*** (3.839)
R <sup>2</sup>	0.034	0.306	0.307	0.043	0.299	0.300	0.016	0.275	0.274

Tabella 4: Fonte: Hallock, K., 1997, Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation, Journal of Financial and Quantitative Analysis 32, pp. 337- TABLE 2 – Panel B- Least Squares regression for Estimates of the Return to Interlock and Other Determinants of CEO Pay.

	ln(salary + bonus)			ln(salary + bonus + other)			ln(total compensation)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Panel B.</i> Focus on CURRENT-CEO interlock. Two firms are current-CEO interlocked if the current CEO of firm A serves as a director of firm B and vice versa.									
CURRENT-CEO Interlock	0.381*** (4.011)	0.068 (0.793)		0.377*** (3.591)	0.039 (0.413)		0.418*** (2.878)	0.004 (0.032)	
CURRENT-CEO Interlock (with any business relationships considered not interlocked)			0.158 (1.528)			0.130 (1.134)			-0.028 (0.177)
CEO's Age (years)		0.139*** (3.895)	0.138*** (3.867)		0.160*** (4.034)	0.159*** (4.006)		0.197*** (3.557)	0.198*** (3.564)
(CEO's Age) <sup>2</sup> /100		-0.120*** (3.753)	-0.119*** (3.725)		-0.137*** (3.846)	-0.136*** (3.820)		-0.165*** (3.328)	-0.166*** (3.335)
CEO's Firm Seniority (years)		-0.019** (2.428)	-0.020** (2.470)		-0.020** (2.243)	-0.020** (2.274)		-0.018 (1.494)	-0.018 (1.489)
(CEO's Firm Seniority) <sup>2</sup> /100		0.031* (1.792)	0.031* (1.824)		0.031 (1.601)	0.031 (1.623)		0.021 (0.791)	0.021 (0.788)
CEO's Seniority as CEO (years)		0.027*** (3.410)	0.026*** (3.367)		0.027*** (3.064)	0.026*** (3.009)		0.032*** (2.599)	0.032*** (2.626)
(CEO's Seniority as CEO) <sup>2</sup> /100		-0.039* (1.679)	-0.039* (1.652)		-0.038 (1.471)	-0.037 (1.435)		-0.029 (0.808)	-0.030 (0.825)
ln(Market Value of Equity) in ln(\$millions)		0.238*** (10.927)	0.237*** (11.018)		0.262*** (10.880)	0.261*** (10.941)		0.338*** (10.031)	0.339*** (10.150)
(Stock Return) <sub>(t-1)</sub>		0.029 (0.723)	0.027 (0.681)		0.015 (0.336)	0.014 (0.310)		0.178*** (2.911)	0.178*** (2.913)
Number of Directors on Board		0.012* (1.849)	0.011* (1.779)		0.014* (1.921)	0.013* (1.854)		0.002 (0.196)	0.002 (0.215)
20 Industry Indicators	no	yes	yes	no	yes	yes	no	yes	yes
Constant	13.676*** (526.578)	8.079*** (8.138)	8.122*** (8.198)	13.851*** (483.014)	7.366*** (6.690)	7.417*** (6.746)	14.138*** (356.382)	5.850*** (3.805)	5.829*** (3.792)
R <sup>2</sup>	0.025	0.303	0.305	0.019	0.293	0.295	0.012	0.274	0.274

The dependent variables are, respectively, ln(salary + bonus), ln(salary + bonus + other compensation), and ln(total compensation). Other compensation includes such items as insurance policies, restricted shares that vested during the year, savings plan contributions, and memberships to clubs. Total compensation = salary + bonus + other compensation plus exercised options. These salary data are from Forbes magazine and are for 1992.

\*\*\* significant at 0.01, \*\* significant at 0.05, and \* significant at 0.10.

There are 602 observations. (t-statistics are in parentheses).

significative al livello dell'1%. La conversione è stata stimata dagli autori usando lo standard  $e\beta-1$  dove i  $\beta$  derivano dalla regressione in questione.

In conclusione, Hallock dimostra che c'è una differenza sostanziale nella remunerazione dei CEO le cui imprese formano un ID rispetto a quella dei CEO di aziende non incluse in un ID, indipendentemente da come vengono misurati gli ID o le retribuzioni.

Più nello specifico, Fich e White (2005), dimostrano che *interlocks* reciproci tra CEO, non sono fenomeni casuali bensì derivano dall'interesse dei CEO a favorire i propri interessi personali. L'incidenza di ID è positivamente correlata con misure di potere del CEO, come l'aumento della compensazione di quest'ultimo. In questo studio si prende in considerazione un campione di imprese statunitensi, appartenenti alle 500 più grandi imprese statunitensi (per *asset*, capitalizzazione di mercato, vendite e *net income*) secondo Forbes. Il campione include 576 osservazioni per l'anno 1991. In questo studio si è costruita una variabile che prende il valore 1 se l'impresa considerata è parte di almeno un *interlock* reciproco tra CEO e vale 0 altrimenti. Un *interlock* reciproco tra CEO si verifica quando il CEO dell'impresa *i* siede come amministratore nel consiglio dell'impresa *j* e contemporaneamente il CEO dell'impresa *j* siede come amministratore nel board dell'impresa *i* (Fich e White, 2005). Tale variabile *dummy* è stata inserita come variabile dipendente nel seguente modello Probit:

*Probability (occurrence of reciprocal CEO interlock) = f (CEO on the nominating committee; fraction of the CEO's pay coming from stock options; the interaction of the nominating committee position and the fraction of option-based pay; the fractional equity ownership of the CEO in the firm; strategic objectives indicator; board reputation, number of board meetings; CEO tenure with the firm; Tobin's Q; the number of CEO-directors on the board; and other [control] variables).*

I risultati di quest'analisi sono elencati in **Tabella 5**, in termini di effetti marginali di una variazione di una unità di ciascuna delle variabili indipendenti. Nella prima colonna vi è il modello senza il termine di interazione (Fraction of the CEO's total pay coming from stock option  $\times$  CEO on the nominating committee indicator), presente invece nella seconda colonna. I risultati dei due modelli non sono molto distanti: l'appartenenza del CEO al comitato di nomina del Consiglio di Amministrazione (*CEO on the nominating committee indicator*) ha un effetto positivo e significativo sulla probabilità della presenza di un *interlock* reciproco tra CEO in entrambe le regressioni. Questo risultato supporta l'ipotesi secondo il quale *interlock* reciproci tra CEO sono uno strumento per favorire il CEO piuttosto che per promuovere gli interessi degli azionisti (Fich e White, 2005). La frazione della retribuzione del CEO che proviene dalle *stock options* (*Fraction of the CEO's total*

*pay coming from stock option*) ha invece un effetto negativo e significativo sulla probabilità di avere *interlock* reciproci tra CEO. Questo può supportare l'ipotesi per cui un amministratore delegato ben ricompensato dalle performance della sua azienda ha meno probabilità di perseguire il clientelismo che sembra essere associato agli *interlocks* reciproci tra CEO (Fich e White, 2005). Infine l'interazione dei due termini ha un effetto significativo e negativo sulla probabilità di avere *interlocks*, quindi, quando il delegato è ricompensato con una buona struttura incentivante la probabilità che la sua presenza nel comitato di nomina si traduca in un *interlock* tra CEO è minore.

Tabella 5: Fonte : Fich and White (2005), *Why Do Ceo sit in each other's board*, *Journal of Corporate Finance* 11 (2005) pp. 189. Table 3 - Probit marginal effects estimates: reciprocal CEO interlock. .

Probit marginal effects estimates: reciprocal CEO interlock		
Variable		
<i>Primary hypotheses</i>		
CEO on the nominating committee (1,0) indicator	0.84 <sup>a</sup> (0.23)	0.47 <sup>a</sup> (0.15)
Fraction of the CEO's total pay coming from stock options	-0.36 <sup>b</sup> (0.14)	-0.19 <sup>b</sup> (0.075)
Fraction of the CEO's total pay coming from stock options × CEO on the nominating committee indicator	-	-0.32 <sup>b</sup> (0.15)
Fractional ownership of the CEO in the firm (% of outstanding shares)	-0.34 (0.77)	-0.22 (0.51)
Strategic objectives (1,0) indicator	0.02 (0.17)	0.01 (0.10)
Board reputation (total number of outside directorships)	0.03 <sup>a</sup> (0.006)	0.015 <sup>a</sup> (0.004)
Number of board meetings	-0.05 <sup>b</sup> (0.02)	-0.02 <sup>b</sup> (0.01)
Tenure of the CEO with the firm	0.009 <sup>c</sup> (0.005)	0.005 <sup>c</sup> (0.003)
<i>Control variables</i>		
Tobin's Q (market value of assets over replacement value of assets)	0.13 <sup>b</sup> (0.067)	0.08 <sup>b</sup> (0.04)
Bank (1,0) indicator	-0.61 <sup>c</sup> (0.34)	-0.37 <sup>c</sup> (0.21)
Natural log of the CEO's salary and bonus	-0.09 (0.08)	-0.06 (0.05)
CEO's age	0.008 (0.009)	0.005 (0.004)
Tenure of the CEO as CEO	0.007 (0.007)	0.004 (0.004)
CEO as founder (1,0)	-0.14 (0.11)	-0.08 (0.05)
Natural logarithm of board size	0.04 (0.03)	0.02 (0.02)
Number of directors who are CEOs of other firms	0.02 (0.02)	0.01 (0.01)
Natural log of directors' fees	0.29 (0.23)	0.17 (0.13)
Firm size (natural logarithm of total assets)	0.04 (0.05)	0.03 (0.03)
<i>n</i>	570	570
Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.07	0.09

Marginal effects estimates for probit models, of a one unit change in an independent variable on the probability of a reciprocal CEO interlock. The dependent variable in both columns is a 1,0 indicator for the presence of at least one reciprocal CEO interlock. A reciprocal CEO interlock occurs when the CEO of firm *i* serves as a director of firm *j* and the CEO of firm *j* serves as a director of firm *i*. Both models include industry 1,0 dummy variables. Standard errors appear in parentheses below each estimate. Please refer to Table 1 for a full variable description.

<sup>a</sup> Significant at the 1% level.

<sup>b</sup> Significant at the 5% level.

<sup>c</sup> Significant at the 10% level.

Ulteriore prova del cattivo impatto che hanno gli *interlocks* sulla *corporate governance* viene da Devos (2009), che suggerisce che avere amministratori condivisi tra aziende possa compromettere l'efficacia dell'attività di *monitoring* del Consiglio di Amministrazione per quanto riguarda l'impostazione della compensazione del CEO. Questo studio esamina se la presenza di

amministratori condivisi tra *board* sia associata a una *governance* debole. Per un campione di 3.566 anni-studio compresi tra il 2001 e il 2003, lo studio dimostra che le imprese con una *performance* aziendale (in termini di *industry-adjusted* Tobin's Q e *industry-adjusted* ROA) più bassa della media del settore a cui appartengono abbiano maggiori probabilità di dare vita a un ID. Inoltre la presenza di un amministratore condiviso rende i CEO meno sensibili agli effetti di una remunerazione *pay-for-performance* e contemporaneamente il *turnover* del CEO non è più strettamente legato alle prestazioni aziendali. Si evidenzia una reazione negativa del prezzo delle azioni all'annuncio dell'intenzione di creare un ID: questo suggerisce che la presenza di amministratori condivisi è indicativa di una *governance* debole (Devos et al., 2009).

Un altro esempio di un effetto negativo degli *interlocks* è legato alla **retrodatazione delle *stock option*** (Barzuza, Curtis, 2015). Come anticipato, una delle pratiche utilizzate dalle imprese a seguito dell'introduzione delle *stock option* è proprio la loro retrodatazione, ovvero modificare retroattivamente il prezzo di esercizio di un'opzione ad un momento in cui il valore era minimo per poter incassare al momento della scadenza un ingente somma (Lie, 2005). Questa controversa pratica di retrodatare le *stock option* dei dipendenti si è estesa a un gran numero di aziende in un'ampia gamma di settori e la presenza di ID è uno dei fattori che ha contribuito alla sua diffusione: avere all'interno del *board* di un'impresa un amministratore già in carica in un'impresa che svolgeva la pratica di retrodatazione spiega circa un terzo della probabilità incondizionata che un'impresa inizi a retrodatare (Bizjak, Lemmon, Whitby, 2009). Combinando questo risultato con il fatto che una società ha maggiori probabilità di retrodatare le opzioni se gli stessi amministratori ricevono opzioni su azioni come parte del loro compenso, Bizjak e altri (2009) hanno concluso che gli amministratori sono il canale con cui si è diffusa la pratica. Conoscere i complessi e dinamici ambienti sociali in cui operano i Consigli di amministrazione è importante per capire come le aziende condividono le informazioni attraverso gli ID, nell'ottica di stabilire come queste connessioni influiscano sul ruolo che il *board* svolge nella supervisione manageriale e nella determinazione della strategia aziendale (Bizjak, Lemmon, Whitby, 2009).

Molti sono gli studi che confermano l'influenza che hanno gli ID sul presentarsi di pratiche di *governance* pubbliche (ad esempio l'uso di pillole avvelenate). In effetti l'uso di ***poison pill*** si diffonde mediante *interlock* di Consigli di Amministrazione: guardando alle *Fortune 500 Companies* del mercato statunitense tra il 1984 e il 1989 la probabilità che un'impresa adottasse una pillola avvelenata era il doppio in aziende *interlocked* rispetto ad aziende non *interlocked* (Davis, 1991). Le *poison pill* sono una tattica difensiva che un Consiglio di Amministrazione può mettere in atto nel momento in cui si presenta un potenziale acquirente interessato a svolgere una scalata per ottenere il controllo della società. Introducendo queste pillole avvelenate il consiglio cerca di rendere più costosa la scalata. In questo contesto gli ID favoriscono la formazione di un

contesto societario in cui non si favorisce il ricambio *manageriale* (Davis, 1991) e come nel caso della retrodatazione delle *stock option*, si sottolinea il meccanismo di influenza sui comportamenti aziendali che svolgono gli amministratori condivisi.

Considerazioni importanti sono quelle che riguardano la scelta da parte delle imprese del proprio **modello di governance**: le imprese sono influenzate dalle pratiche già utilizzate nelle aziende con cui creano un ID (Bouwman, 2009). La creazione di ID tra imprese facilita la comunicazione tra esse, creando la possibilità per le imprese di imparare dalle esperienze delle altre. In particolare, test empirici effettuati dallo studio di Bouwman (2009) forniscono una forte evidenza del fatto che le aziende che condividono degli amministratori hanno pratiche di *governance* più simili di quelle delle aziende indipendenti. Nello studio la somiglianza dei modelli di *governance* è misurata in termini di dimensione del *board*, percentuale di amministratori esterni, numero di riunioni del Consiglio di Amministrazione, retribuzione degli amministratori, log(paga totale CEO), percentuale di amministratori delegati attivi, percentuale di amministratori oltre i 70 anni, dualità CEO (se l'amministratore delegato è anche il presidente). Bouwman nello studio fornisce due giustificazioni ai risultati trovati: il "*familiarity effect*" e l'"*influence effect*". Il primo vede come motivazione della relazione tra ID e somiglianza dei metodi di *governance*, il fatto che le imprese selezionano gli amministratori che stanno già prestando servizio presso società con pratiche di *governance* simili. Il secondo afferma che la relazione nasce perché un amministratore (anche uno che attualmente lavora in aziende con pratiche di *governance* dissimili) esercita un'influenza sulle pratiche di *governance* dell'impresa dopo l'adesione al consiglio (Bouwman, 2009).

Un *interlock* è quindi un metodo efficace di diffusione dell'informazione ma anche un meccanismo di persuasione ed influenza nei confronti di altre aziende (Barzuza, Curtis, 2015).

Ulteriore aspetto su cui la letteratura si è soffermata, è quanto il **grado di connectivity** tra aziende, dovute appunto alla creazione di ID, garantisca profitti migliori alle aziende coinvolte. Le imprese con Consigli di Amministrazione ben connessi tra di loro ottengono ritorni nel futuro più alti che quelle con *board* poco connessi (Larcker, 2013). Le reti di Consigli di Amministrazione offrono vantaggi economici che non si riflettono immediatamente sui prezzi delle azioni (Larcker, 2013). Il grado di connessione tra Consigli è inoltre associato con una maggiore qualità della reportistica aziendale della scheda generale è associata a una qualità di *reporting* superiore: le imprese con amministratori condivisi sono significativamente meno propense a presentare in modo errato i loro *financial statements* (Omer et al., 2018). Un'alta connessione tra Consigli di Amministrazione riduce le probabilità di segnalare un'irregolarità contabile di quasi il 20% (Omer et al., 2018).

Questi risultati danno quindi l'idea di quanto sia importante il ruolo di questi legami tra imprese nell'influenzare la *corporate governance* aziendale, sia in maniera positiva (in termini di maggior

connessione con le altre aziende e maggior profitti) sia in maniera negativa (in termini di espropriazione degli azionisti). Gli ID sono sfruttati dalle imprese per reclutare nuovi amministratori, sfruttando le conoscenze e le relazioni personali che crea *l'interlock* (Davis, 1996). Il flusso di informazioni che avviene mediante la condivisione di amministratori tra aziende è uno dei punti che più influenzano il governo societario di un'impresa: gli amministratori condivisi portano informazioni su nuove e diverse pratiche di *governance* e di gestione del rischio che potranno poi essere adottate dall'impresa (Barzuza, Curtis, 2015) e le interazioni sociali, con i colleghi in particolare, influenzano le decisioni del *board* (Shuc, 2013). La condivisione delle informazioni tra consigli può portare anche le imprese ad adottare pratiche di *governance* su cui è in dubbio in quanto può trovare conforto nel fatto che altri consigli abbiano già adottato la pratica (Davis, 1991). Per questo motivo gli *interlocks* influenzano i livelli di remunerazione, la decisione di utilizzare *pillole avvelenate*, di svolgere acquisizioni, di usare strutture multi divisionali (Davis, 1991; Palmer, Jennings, Zhou, 1993) ecc. Inoltre condividere più posizioni da amministratori ad essere *"too busy"* e non poter svolgere al meglio i propri compiti (Fich e Shivdasani, 2004).

Gli ID, tuttavia, possono anche contribuire positivamente al governo societario. Le informazioni condivise in un ID possono aiutare gli amministratori esterni, che altrimenti subirebbero uno svantaggio informativo, nel loro ruolo di monitoraggio (Omer et al., 2018). Infine, un membro del consiglio che vuole spingere per un migliore monitoraggio, cambiamenti nelle pratiche di compensazione o qualsiasi altro cambiamento sarà più persuasivo per i suoi colleghi membri del consiglio, se la sua proposta è stata adottata recentemente da un'altra commissione (Bizjack, Lemmon, Whitby, 2009). In effetti raramente un amministratore decide di accettare una nomina che crei un ID solo per soldi, bensì è spinto dalla voglia di imparare dall'esperienza (Hirsch, 1982). Da uno studio sugli ID, svolto su un campione di imprese in India, si nota come questi legami portino risultati positivi in termini di Ricerca e Sviluppo e di numero di brevetti depositati: le prove suggeriscono che questi impatti positivi derivino dalla trasmissione di informazioni tra amministratori (Helmerts, Patnam, Rau, 2017).

In conclusione, la creazione di ID porta a risultati ambigui sulla *corporate governance*: da un lato il flusso di informazioni che genera può apportare miglioramenti in termini di performance e decisioni aziendali. Tuttavia se un ID è creato con l'intento di espropriare l'azionariato di minoranza, l'evidenza testimonia che *manager* e grandi azionisti sono incentivati a farlo in un contesto del genere.

### **3.4 Focus sul mercato italiano e sulla legislazione esistente**

Quanto trattato nei precedenti paragrafi deriva da una letteratura che si basa prevalentemente su studi incentrati sul mercato statunitense. Come anticipato nel Capitolo Primo gli scenari dei paesi

anglosassoni si distinguono fortemente da quelli dei paesi dell'Europa continentale e nello specifico dell'Italia. Il sistema di *corporate governance* è caratterizzato da una proprietà altamente concentrata, con imprese di stampo familiare che fanno ampio ricorso alle partecipazioni incrociate e ad alleanze tra azionisti, a scapito degli azionisti di minoranza, e al debito e all'autofinanziamento per finanziarsi.

Negli anni tra il 1990 e il 2005 l'Italia ha attraversato un periodo di forti cambiamenti in ambito giuridico e finanziario: come anticipato è stata introdotto il Testo Unico della Finanza con la Legge Draghi, il Codice di Autodisciplina delle quotazioni, il mercato azionario è stato privatizzato e rafforzata la tutela degli azionisti in seguito a importanti scandali finanziari. Nonostante il gran numero di riforme, i cambiamenti a livello di struttura proprietaria e di controllo societario non sono significativi: le imprese italiane rimangono in prevalenza controllate da grandi famiglie e il ricorso al mercato azionario non è aumentato in maniera significativa (Bianchi e Bianco, 2006). La principale differenza che si può riscontrare è il passaggio dall'ampio ricorso alle piramidi societarie all'istituzione di colazioni di azionisti di varia natura, con una crescente rilevanza delle relazioni tra banche ed imprese (Bianchi e Bianco, 2006).

Il sistema italiano è anche storicamente caratterizzato dal ricorso generalizzato agli ID e alle partecipazioni incrociate, entrambi sistemi che rinforzano un sistema che già di per sé tende all'espropriazione delle minoranze (Ciocca, 2007). Già nel 1920 il fenomeno degli ID era rilevante in Italia: Luzzatto Fegiz (1928) aveva denunciato la possibilità che questi legami portassero alla collusione tra aziende, analizzando un campione di 2829 aziende nel 1923. All'epoca il settore con più ID era quello dell'elettricità, mentre per banche e assicurazioni il fenomeno era irrilevante. La sua analisi mostrò come il 2% degli amministratori controllassero un terzo del capitale di tutte le imprese prese in considerazione.

Per un campione di aziende tra il 1940 e il 1995 il numero di collegamenti tra aziende pubbliche e private e tra banche e aziende comuni rappresentava il 40-50% dei collegamenti osservati (Ferri e Treno, 1997). Gli ID sono stati utilizzati dalle imprese private tra il 1952 e il 1983, per garantirsi una posizione di controllo stabile e dei legami con quelle pubbliche (Rinaldi e Vasta, 2005).

Rinaldi e Vasta (2012), con riferimento agli anni 1972-1983 hanno incluso l'Italia in uno studio delle imprese di dieci nazioni dal quale emerge che l'Italia, insieme a Francia, Finlandia, USA e Belgio è una delle nazioni che adottano maggiormente gli ID.

Bianco e Pagnoni (1997) studiarono il fenomeno e le sue dimensioni tra il 1985 ed il 1995: circa il 20% degli amministratori erano condivisi e di questi circa il 10% sedeva in più di cinque consigli. Per quanto riguarda le banche, l'8% dei loro amministratori erano *interlocked*. Anche in questo caso, l>ID svolge un ruolo di collegamento tra aziende laddove la legislazione è stringente (Fattobene e al., 2018).

Nei paragrafi successivi saranno analizzati alcuni studi significativi per dare un'idea di come la rete di ID sia evoluta in Italia negli anni più recenti, anni che hanno incluso l'introduzione di una nuova

normativa a tutela degli azionisti di minoranza, scandali finanziari, crisi economica e introduzione di normative stringenti per la creazione di ID tra aziende finanziarie. L'intento è quello di descrivere come il fenomeno sia presente in Italia in termini di dimensioni e incidenza ma anche quello di verificare se si verificano alcuni dei modelli precedentemente descritti.

#### **3.4.1 Evidenza empirica del fenomeno degli Interlocking directorates in Italia**

Un recente studio rispetto alla situazione degli *interlocking directorates* in Italia (Drago, Santella, Polo, 2007) ha analizzato il fenomeno tra il 1998 e il 2006 considerando circa 21000 *directorships*. Il *database* utilizzato dagli autori comprende tutti gli amministratori delle aziende quotate italiane (MTA *market*), ricavato dai dati forniti dalla Consob. La metodologia utilizzata richiama metodi appartenenti alla teoria dei grafi.

Da questo studio si ricava che il fenomeno, in Italia, risulta importante, in quanto, circa il 16% degli amministratori siedono in più di un Consiglio di Amministrazione: in particolare circa il 10% siede in due consigli contemporaneamente e il 6% siede in più di due *board*. Interessante è comprendere anche il livello di stabilità nel tempo degli ID: in Italia gli amministratori condivisi sono abbastanza stabili nel tempo. Si trova che gli amministratori che siedono in un solo *board* (detti *onetimer*) tendono con alta probabilità a rimanere in carica negli anni o al più escono dal consiglio. Molto raro è il caso in cui uno di questi sieda in più di un Consiglio negli anni successivi. Lo stesso ragionamento vale per i così detti *twotimer*, quegli amministratori che siedono in due *board* contemporaneamente. È molto probabile che stiano in carica nel periodo considerato in entrambe le imprese. Questo è valido anche per i *threetimer*, che solo eccezionalmente perdono tutte e tre i posti nei consigli in cui siedono, anche se è vero che non è alta la probabilità di rimanere in tutti i *directorships* l'anno successivo. Tutto questo è confermato dal tasso di *turnover* degli amministratori che è del 25% , ovvero in media un amministratore ogni quattro lascia il proprio posto e normalmente si tratta di un *onetimer* o *twotimer*.

In questo contesto Drago e altri (2007) definiscono i così detti “*Lords of the Italian stock market*”, ovvero gli amministratori che siedono contemporaneamente in un alto numero di Consigli (più di tre). In Italia è un gruppo di 75 amministratori che nei nove anni considerati, hanno partecipato come amministratori ad una media di 23 *directorship* ciascuno. In molte occasioni queste figure siedono nei consigli anche come CEO o Presidenti ed in altri casi anche come azionisti significativi delle società in questione. In effetti in molte occasioni i Lord fanno parte delle grandi famiglie proprietarie delle imprese. In particolare le prime cinque famiglie proprietarie italiane siedono in più di 100 posizioni da amministratore.

Per quanto riguarda le caratteristiche delle aziende che formano degli *interlocking directorates*, lo studio suggerisce che il mercato italiano sia formato da un grande *cluster*, che contiene circa il 70% delle quotate collegate mediante ID. Questo *cluster* è molto stabile nel tempo, sia per quanto riguarda le aziende in esso incluse, sia per quanto riguarda il grado di separazione tra imprese,

misurato come il numero di amministratori che collegano due imprese. In media due imprese quotate italiane appartenenti a tale *cluster* sono collegate attraverso altre tre società. Inoltre, il numero maggiore di collegamenti avviene tra società finanziarie e non, appartenenti alle Blue Chips italiane (Drago, Santella, Polo, 2007). Nello studio si fa ricordo a due misure di interconnessione: il *Freeman Degree* e la *Betweenness*. Il primo identifica l'estensione delle connessioni di un amministratore o di un'azienda. Un alto grado di Freeman può tuttavia corrispondere a un livello basso o alto di centralità rispetto all'intera rete. Infatti, si utilizza contemporaneamente la *Betweenness*, misura di centralità all'interno di una rete che ci dice se un amministratore o un'azienda ha un ruolo centrale o periferico. Nella Tabella 6 sono indicati le prime dieci aziende per Freeman Degree e in Tabella 7, per *Betweenness*. Si nota una certa stabilità nel tempo, con la presenza costante di Pirelli, Telecom Italia, Mediobanca e RAS (uscita nel 2006).

Tabella 6 - Fonte:Drago, Santella, Polo , 2007, *The Italian Chamber of Lords Sits on Listed Company Boards: An Empirical Analysis of Italian Listed Company Boards from 1998 to 2006*. Table 13. **Freeman degree ranking 1998-2006** (first ten positions by year): companies. The Freeman Degree identifies the extent of connections of a director or of a company. It is a measure of local centrality, that is the potentiality to act or communicate with a specified number of directors. A high Freeman Degree can correspond to a low or high level of centrality with respect to the entire company network.

1998		1999		2000	
ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	58	pirelli spa	60	mediobanca spa	58
pirelli spa	53	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	56	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	55
mediobanca spa	50	mediobanca spa	52	pirelli spa	50
holding di partecipazioni industriali spa	38	holding di partecipazioni industriali spa	43	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	41
camfin cam finanziaria spa	32	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	37	gim spa - generale industrie metallurgiche	34
falck spa	31	assicurazioni generali spa	36	camfin cam finanziaria spa	32
assicurazioni generali spa	30	gim spa - generale industrie metallurgiche	35	banca commerciale italiana spa	32
unicredito italiano spa	29	banca commerciale italiana spa	34	banca intesa spa	32
gim spa - generale industrie metallurgiche	29	camfin cam finanziaria spa	33	assicurazioni generali spa	31
gruppo editoriale l'espresso spa	25	gruppo editoriale l'espresso spa	30	holding di partecipazioni industriali spa	31
italcementi spa fabbriche riunite cemento	25				
2001		2002		2003	
pirelli spa	52	pirelli spa	60	pirelli & c. spa	59
olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	50	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	54	mediobanca spa	47
telecom italia spa	49	mediobanca spa	51	telecom italia spa	42
mediobanca spa	44	telecom italia spa	49	rsc mediagroup spa	35
ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	40	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	37	telecom italia mobile spa	30
camfin cam finanziaria spa	32	camfin cam finanziaria spa	29	fondiaria - sai spa	29
gim spa - generale industrie metallurgiche	30	pirelli & c. accomandita per azioni	28	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	25
unicredito italiano spa	30	gim spa - generale industrie metallurgiche	28	autogrill spa	23
holding di partecipazioni industriali spa	26	holding di partecipazioni industriali spa	27	milano assicurazioni spa	23
pirelli & c. accomandita per azioni	25	telecom italia mobile spa	27	unicredito italiano spa	22
		pirelli & c. real estate spa	27	gim spa - generale industrie metallurgiche	22
				cir spa - compagnie industriali riunite	22
				snia spa	22
				cofide spa - compagnia finanziaria de benedetti	22
				ipi spa	22
2004		2005		2006	
pirelli & c. spa	54	pirelli & c. spa	56	pirelli & c. spa	46
mediobanca spa	44	mediobanca spa	47	mediobanca spa	36
rsc mediagroup spa	43	rsc mediagroup spa	47	rsc mediagroup spa	33
telecom italia spa	34	telecom italia spa	32	fondiaria - sai spa	29
ras holding spa	32	ras holding spa	31	atlantia spa	28
telecom italia mobile spa	29	fondiaria - sai spa	30	cir spa - compagnie industriali riunite	25
fondiaria - sai spa	25	cir spa - compagnie industriali riunite	27	telecom italia spa	23
gim spa - generale industrie metallurgiche	24	assicurazioni generali spa	26	autogrill spa	23
cir spa - compagnie industriali riunite	24	cofide spa - compagnia finanziaria de benedetti	26	cofide spa - compagnia finanziaria de benedetti	22
cofide spa - compagnia finanziaria de benedetti	24	marzotto spa - manifattura lane gaetano marzotto & figli	26	alleanza assicurazioni spa	22
				assicurazioni generali spa	22
				milano assicurazioni spa	22
				italcementi spa fabbriche riunite cemento	22

Tabella 7 - Fonte:Drago, Santella, Polo , 2007, *The Italian Chamber of Lords Sits on Listed Company Boards: An Empirical Analysis of Italian Listed Company Boards from 1998 to 2006*. Table 14. **Betweenness ranking 1998-2006 (first ten positions by year): companies**. Betweenness indicates the number of paths that pass through a node. In this context, a node indicates a company, and a path indicates the shortest route which relies two companies through board interlocks. Betweenness is a complementary measure with respect to the Freeman Degree because it allows to specify whether a director or a company have a central or peripheral position within the entire network.

1998		1999		2000	
ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	2030.759	holding di partecipazioni industriali spa	2451.808	mediobanca spa	1825.219
holding di partecipazioni industriali spa	1677.957	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	1696.096	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	1802.526
camfin cam finanziaria spa	1483.435	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	1415.616	holding di partecipazioni industriali spa	1371.234
pirelli spa	1395.999	banca commerciale italiana spa	1308.372	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	1301.471
interbanca spa	1290.043	pirelli spa	1154.36	banca commerciale italiana spa	1115.958
seat - pagine gialle spa	999.101	telecom italia spa	1047.878	impregilo spa	993.903
alleanza assicurazioni spa	964.006	interbanca spa	986.07	marzotto spa - manifattura lane gaetano marzotto & figli	882.544
snia spa	912.343	marzotto spa - manifattura lane gaetano marzotto & figli	954.442	banca agricola mantovana spa	875.813
mediobanca spa	846.899	seat - pagine gialle spa	940.705	finmeccanica spa	697.662
banca nazionale dell'agricoltura spa	805	camfin cam finanziaria spa	882.354	la fondiaria assicurazioni spa	681.561
2001		2002		2003	
mediobanca spa	2355.615	mediobanca spa	2350.234	pirelli & c. spa	1635.933
telecom italia spa	2120.525	snia spa	2135.646	snia spa	1444.443
olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	2085.832	olivetti spa - ing. c. olivetti & c.	2129.524	telecom italia spa	1354.654
pirelli spa	2067.12	telecom italia spa	2043.115	meliorbanca spa	1293.605
la fondiaria assicurazioni spa	1482.371	autogrill spa	1267.117	rsc mediagroup spa	1229.456
meliorbanca spa	1387.732	holding di partecipazioni industriali spa	1175.203	mediobanca spa	1164.718
snia spa	1364.332	pirelli spa	1100.181	acea spa	942.389
holding di partecipazioni industriali spa	1295.58	edison spa	914.343	banca monte dei paschi di siena spa	937.792
autogrill spa	965.355	acea spa	881.888	telecom italia mobile spa	919.392
marzotto spa - manifattura lane gaetano marzotto & figli	884.339	ras spa - riunione adriatica di sicurtà'	863.617	fondiaria - sai spa	881.123
2004		2005		2006	
pirelli & c. spa	1860.264	pirelli & c. spa	3167.294	pirelli & c. spa	3280.198
rsc mediagroup spa	1391.94	mediobanca spa	1524.077	mediobanca spa	1192.814
indesit company spa	1131.634	rsc mediagroup spa	1522.533	atlantia spa	1185.565
mediobanca spa	986.33	ras holding spa	1280.437	indesit company spa	1121.498
ras holding spa	932.653	alleanza assicurazioni spa	1151.503	alleanza assicurazioni spa	1049.374
telecom italia spa	843.001	atlantia spa	1029.008	fondiaria - sai spa	1028.248
banca monte dei paschi di siena spa	826.006	telecom italia spa	979.757	rsc mediagroup spa	987.167
fondiaria - sai spa	818.726	fondiaria - sai spa	884.164	sanpaolo imi spa	985.211
sorin spa	775.081	assicurazioni generali spa	752.291	fiat spa	956.376
italcementi spa fabbriche riunite cemento	740.019	marzotto spa - manifattura lane gaetano marzotto & figli	750.376	camfin cam finanziaria spa	892.5

Altri studi hanno svolto un'analisi descrittiva del fenomeno nel contesto italiano utilizzando la teoria dei grafi e le misure di centralità. Uno di questi (Crocchi e Grassi, 2010) utilizza le misure di centralità della teoria dei grafi per documentare l'esistenza di una relazione negativa tra la presenza di ID e valore dell'impresa nell'anno 2008 tra 282 aziende quotate sulla Borsa Italiana. Nel 2008 un Consiglio di Amministrazione è composto in media da 10.16 membri. Il numero di *directorships* è 2864 ed il numero di amministratori è 2351. In media quindi un amministratore siede in 1.54 directorship. Un'idea di come fosse diffuso il fenomeno di ID nel 2008 è data dalla Figura 3 che mostra il grafo della rete di imprese italiane (sono riportati solo i nomi delle aziende più grandi).

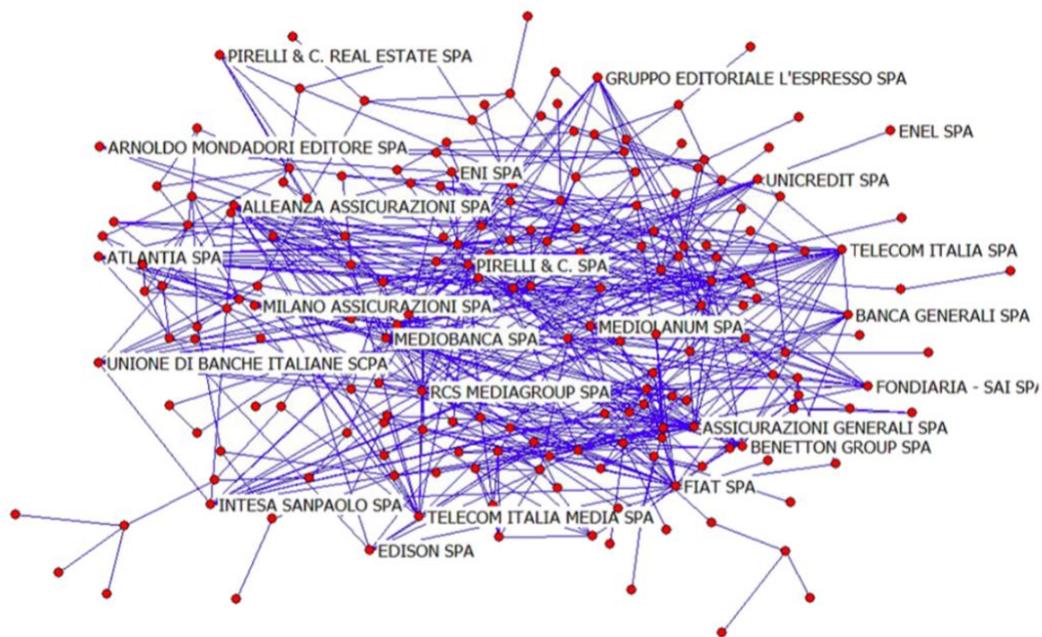


Figura 3 – Fonte: Croci, Grassi, 2010. La figura mostra il grafo dei collegamenti di tipo interlocking directorship tra aziende quotate italiane. Solo i nomi delle imprese più grandi sono riportati.

### 3.4.2 Interlocking directorates e performance d'impresa

Croci, Grassi (2010) non si limita a dare una descrizione del fenomeno in Italia, bensì dimostra come il fenomeno sia collegato a minori *performance* delle imprese coinvolte. Come mostrano le due analisi in Tabella 8 e Tabella 9, le misure utilizzate per rappresentare l'influenza e il potere delle connessioni (*Degree* e *Eigenvector*) sono associate a un più basso valore dell'impresa; viceversa misure che tengono conto del volume di informazioni che passa tra le aziende (*Betweenness* e *Flowbetweeness*) non sono associate a una tale diminuzione di valore. Una possibile interpretazione di questo effetto è che gli azionisti di controllo delle quotate italiane creino un *network* per poter proteggere i loro benefici privati del controllo a discapito degli azionisti di minoranza (Croci e Grassi, 2010).

Tabella 8 – Fonte: Croci, Grassi, 2010. The table presents the estimates of OLS regressions of the Q-ratio on centrality measures, a family dummy, and control variables. Q-Ratio is measured as the ratio of the market value of the firm—i.e. the sum between the market value of equity plus the book value of financial debt—and its book value. The Degree centrality of a node is the number of its adjacent nodes. The Eigenvector centrality of a node is the sum of its direct connections weighted with their own centralities. The Betweenness of a vertex  $v$  is the fraction of shortest paths between pairs of vertices passing through  $v$ . The Flow Betweenness measures the contribution of a node to all possible maximum flows. The Clustering coefficient is given by the ratio of links between its neighborhood divided by the number of links that could possibly exist between them. Board Size is the size of the firm's board of directors, measured by the number of directors. Market Cap. Is the market value of the firm's equity in millions of Euros at the end of the year. Age is the difference in years between 2008 and the year the firm was established. Leverage is the ratio between the firm's financial debt and its total assets. Sales Growth is the growth rate of sales with respect to the previous year value. Sales Growth is winsorized at 2.5 % in both tails of the distribution. Family is a dummy variable for family controlled firms. We include industry dummies in all regressions. The industry dummies are based on the Fama and French 12-industry classification. Robust standard errors are in parentheses. The symbols \*\*\*, \*\*, \* denote statistical significance at the 1 %, 5 %, and 10 % levels, respectively. Robust standard errors are in parentheses.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	1.6648 [1.2171]	0.7796** [0.3748]	0.8524** [0.3665]	1.0489*** [0.3534]	1.0893*** [0.3245]	1.1366*** [0.3141]
Degree	-0.0259** [0.0111]	-0.0185** [0.0085]				
Eigenvector			-1.0643** [0.5374]			
Betweenness				-1.3275 [1.7837]		
Flowbetw.					-5.2559 [4.2756]	
Clustering		-0.0622 [0.1115]	-0.077 [0.1128]	-0.1038 [0.1162]	-0.1103 [0.1174]	-0.0924 [0.1136]
Ln(Board Size)	-0.0526 [0.1765]	-0.2381 [0.1687]	-0.2795* [0.1635]	-0.3072* [0.1726]	-0.2930* [0.1658]	-0.3351** [0.1552]
Ln(Market Cap)	0.1152*** [0.0309]	0.1276*** [0.0317]	0.1258*** [0.0311]	0.1150*** [0.0302]	0.1114*** [0.0299]	0.1125*** [0.0300]
Ln(Age)	-0.1490** [0.0587]	-0.1550*** [0.0503]	-0.1495*** [0.0502]	-0.1510*** [0.0503]	-0.1560*** [0.0510]	-0.1516*** [0.0505]
Leverage	-0.5386 [0.3557]	-0.0666 [0.2114]	-0.0742 [0.2127]	-0.0915 [0.2102]	-0.0958 [0.2099]	-0.093 [0.2097]
Sales Growth	-0.1193 [0.1395]	-0.1650* [0.0921]	-0.1543 [0.0962]	-0.1381 [0.0962]	-0.1294 [0.0979]	-0.1323 [0.0974]
Family	-0.0979 [0.1198]	-0.065 [0.1030]	-0.0654 [0.1042]	-0.0776 [0.1040]	-0.0888 [0.1083]	-0.0779 [0.1042]
Adjusted R-squ d	0.0759	0.1256	0.1183	0.1128	0.1152	0.1158
Observations	267	201	201	201	201	201

Tabella 9 – Fonte: Croci, Grassi, 2010. The table presents the estimates of OLS regressions of ROA on centrality measures, a family dummy, and control variables. Q-Ratio is measured as the ratio of the market value of the firm—i.e. the sum between the market value of equity plus the book value of financial debt—and its book value. The Degree centrality of a node is the number of its adjacent nodes. The Eigenvector centrality of a node is the sum of its direct connections weighted with their own centralities. The Betweenness of a vertex  $v$  is the fraction of shortest paths between pairs of vertices passing through  $v$ . The Flow Betweenness measures the contribution of a node to all possible maximum flows. The Clustering coefficient is given by the ratio of links between its neighborhood divided by the number of links that could possibly exist between them. Board Size is the size of the firm's board of directors, measured by the number of directors. Market Cap. Is the market value of the firm's equity in millions of Euros at the end of the year. Age is the difference in years between 2008 and the year the firm was established. Leverage is the ratio between the firm's financial debt and its total assets. Sales Growth is the growth rate of sales with respect to the previous year value. Sales Growth is winsorized at 2.5 % in both tails of the distribution. Family is a dummy variable for family controlled firms. We include industry dummies in all regressions. The industry dummies are based on the Fama and French 12-industry classification. Robust standard errors are in parentheses. The symbols \*\*\*, \*\*, \* denote statistical significance at the 1 %, 5 %, and 10 % levels, respectively. Robust standard errors are in parentheses.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	-0.2877*** [0.0757]	-0.2173** [0.0850]	-0.2177** [0.0936]	-0.1614* [0.0878]	-0.1391 [0.0849]	-0.1389 [0.0852]
Degree	-0.0030** [0.0012]	-0.0023* [0.0012]				
Eigenvector			-0.2547*** [0.0917]			
Betweenness				-0.3614* [0.2126]		
Flowbetw.					0.2277 [0.6406]	
Clustering		0.003 [0.0239]	0.003 [0.0238]	-0.0041 [0.0239]	-0.0003	-0.0011 [0.0237]
Ln(Board Size)	0.0184 [0.0183]	-0.0059 [0.0222]	-0.0047 [0.0213]	-0.0106 [0.0221]	-0.0202 [0.0227]	-0.0183 [0.0204]
Ln(Market Cap)	0.0267*** [0.0041]	0.0308*** [0.0047]	0.0321*** [0.0049]	0.0295*** [0.0044]	0.0289*** [0.0045]	0.0288*** [0.0044]
Ln(Age)	-0.0147** [0.0071]	-0.0207** [0.0086]	-0.0196** [0.0086]	-0.0202** [0.0087]	-0.0203** [0.0086]	-0.0205** [0.0087]
Leverage	-0.1126*** [0.0352]	-0.0809** [0.0398]	-0.0789** [0.0396]	-0.0840** [0.0396]	-0.0840** [0.0394]	-0.0842** [0.0392]
Sales Growth	0.0714*** [0.0232]	0.0578** [0.0260]	0.0568** [0.0257]	0.0601** [0.0261]	0.0614** [0.0262]	0.0615** [0.0261]
Family	0.0286** [0.0129]	0.0239 [0.0170]	0.0255 [0.0171]	0.0223 [0.0170]	0.0226 [0.0177]	0.0222 [0.0170]
Adjusted R2	0.2881	0.2904	0.296	0.2877	0.2836	0.2873
Observations	271	200	200	200	200	200

A partire da Croci e Grassi, anche lo studio di **Drago, Millo, Ricciuti, Santella (2011)** svolge un'analisi per andare a verificare il ruolo che hanno questi collegamenti tra imprese nelle performance aziendali e l'impatto sulla *corporate governance*. Lo studio considera aziende quotate italiane nel periodo tra il 1998 e il 2007, attingendo informazioni da un *dataset* contenente informazioni di tutti gli amministratori delle aziende quotate italiane (Consob) ed un secondo database contenente dati di mercato e bilanci delle stesse aziende. Il primo *dataset* è costruito per

amministratore e tiene conto anno per anno del numero di *board* in cui questo siede. L'obiettivo principale del loro lavoro è quello di verificare le seguenti ipotesi:

- H2: *Different regulations and reforms can have an impact on the board interlocking network. This impact can be at time T or lagged over time. These impacts can be measured differently by considering different network characteristics or structures.*
- H3: *The market-to-book ratio of a company decreases with the presence of board interlocking (a possible effect of the expropriation of value).*

L'idea è quella di trovare evidenza dell'eventuale espropriazione degli azionisti, data la presenza di ID, e dell'impatto delle riforme di *corporate governance* sul fenomeno. In primo luogo, anche questo studio si occupa di effettuare un'analisi descrittiva del fenomeno, mediante la Social Network Analysis, che permette di descrivere l'evoluzione del fenomeno nel tempo. I risultati ottenuti da quest'analisi sono coerenti con il precedente studio di Drago, Santella, Polo (2007).

Gli autori definiscono degli indicatori per catturare l'effetto dell'*interlock*:  $BU_1$  è un indicatore di *busyness* (o *board interlocking*) dell'azienda  $s$  al tempo  $t$  e prende in considerazione i casi in cui un amministratore non siede in più di quattro consigli.  $Int$  rappresenta il numero di amministratori condivisi considerando il numero di *board* in cui siedono. Con questo indicatore si possono catturare i casi in cui gli *interlocking directorship* sono pochi o molti (amministratori che siedono in massimo 4 consigli o amministratori che siedono in 8 consigli di amministrazione). Nello studio infatti si definiscono:

$$BU_{1,s,t} = \sum_{i=1}^3 int_{i,s,t}$$

$$BU_{2,s,t} = \sum_{i=1}^9 int_{i,s,t}$$

Considerando il secondo dei due si cattura l'effetto di amministratori "too busy" dovuto ad avere un numero alto di incarichi allo stesso tempo. Inoltre a livello di *social network*, un numero alto di incarichi di amministrazione ricoperti dallo stesso amministratore significa una maggiore centralità dell'impresa.

Altre variabili citate dallo studio sono:

$$Int_{1,s,t} = \frac{\sum_{i=1}^{10} int_{i,s,t}}{BS_{s,t}}$$

$$Int_{2,s,t} = \frac{\sum_{i=5}^{10} int_{i,s,t}}{BS_{s,t}}$$

$BS_{s,t}$  è la Board Size. Questa variabile misura il numero di amministratori condivisi sul totale e rappresenta una prima misura dell'intensità del fenomeno. Anche in questo caso si preferisce distinguere tra amministratori con un numero basso o elevato di directorship.

Dall'analisi di queste variabili si osserva la stabilità del fenomeno di ID, tranne che per le imprese al centro della rete di ID. Ciò è visto come l'impatto dovuto alle riforme di *corporate governance* messe in atto dal legislatore italiano. Le riforme non hanno eliminato il fenomeno ma ne hanno limitato i casi estremi, diminuendo i casi in cui vi erano numerosi collegamenti.

Per testare l'ipotesi H3, Drago e al (2011) costruiscono due modelli di regressione relativi al *Market-to-book ratio*, partendo dal seguente modello, già presente in letteratura:

$$MKBR_{s,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln(TA_{s,t}) + \beta_2 TDC_{s,t} + \beta_3 SS_{s,t} + \beta_4 BS_{s,t} + \beta_5 BU_{1,s,t} + \sum_{i=1}^9 \theta_j Y_{s,t} + \varepsilon_{s,t}$$

Il Market to book ratio (MKBR) è una *proxy* del valore di mercato dell'impresa calcolato come:

$$MKBR_{s,t} = \frac{MKC_{s,t}}{TA_{s,t} - TL_{s,t}}$$

Dove MKC è la *Market Capitalization*, TA sono gli *asset* totali e TL sta per *Total Liabilities*. Inoltre TDC è il *Total Debt-to-capital Ratio*, SS sono le *sales per shares*, BS è il *Board Size*, BU rappresenta il grado di *interlocking directorship*,  $T_{s,t}$  sono le *dummy* anno per anno.

Nel modello definitivo si inseriscono anche due variabili riferite alla Leva Finanziaria dell'impresa.

La prima è costruita in costruita in questa modo:

$$LM_{s,t} = \frac{TL_{s,t}}{TL_{s,t} + MKC_{s,t}}$$

In secondo luogo si inserisce una variabile *dummy* che vale 1 quando  $LM_{s,t} \leq 0.30$  e 0 altrimenti.

Questa seconda variabile tiene conto della non linearità tra MTBR e Leva: da un punto di vista economico, le società fortemente indebitate pagano interessi più elevati alle banche, questo riduce i dividendi agli azionisti, abbassando a sua volta il rapporto *market-to-book*.

Il risultato dei due modelli (Tabella 10 e Tabella 11), ad effetti fissi e variabili, confermano l'ipotesi secondo cui la presenza di un ID riduce il valore dell'impresa. Si stimano cinque modelli per verificare la robustezza della relazione e si nota che i risultati confermano sempre le aspettative.

Tabella 10 – Fonte: Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011, *Corporate Governance Reform, Interlocking directorship Network and Company Value in Italy (1998-2007)*, CESifo Working Paper No. 3322, pp. 15. Table 3 - Market-to-book ratio: fixed-effects estimation.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Total assets	-0.059	0.266***	0.219***	0.205***	0.231***
Total debt- to-capital	0.019**				
Sales-per-share	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
Board size	-0.037	-0.094*	0.098*	-0.098*	-0.077
Share of interlocking directors	-0.614	-1.113***			
Financial leverage		-2.254***	-2.150***	-2.117***	-2.162***
Financial leverage<0.30		1.011***	1.029***	1.033***	1.023***
Share of interlocking directors with more than 5 directorships			-1.487*		
Number of interlocking Directors with more than 5 directorships				-0.060	
Number of interlocking directors					0.059*
Constant	2.563***	0.685	1.005*	1.131*	0.781
N	1669	1669	1669	1669	1669
R <sup>2</sup>	0.028	0.078	0.073	0.072	0.073

Year-dummies are not shown. p-values are indicated by stars (\* p<0.5, \*\* p<0.1, \*\*\* p<0.001). The results are corrected for heteroscedasticity.

Tabella 11 –Fonte: Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011, *Corporate Governance Reform, Interlocking directorship Network and Company Value in Italy (1998-2007)*, CESifo Working Paper No. 3322., pp. 16 Table Market-to-book ratio: random-effects estimations.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Total assets	-0.038	0.294***	0.244***	0.230***	0.258***
Total debt-to-capital	0.017***				
Sales-per-share	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
Board size	-0.052	-0.109**	-0.114**	-0.113**	-0.092*
Share of interlocking directors	-0.578	-1.103***			
Financial leverage		-2.552***	-2.444***	-2.410***	-2.456***
Financial leverage <0.30		1.021***	1.042***	1.046***	1.034***
Share of interlocking directors with more than 5 directorships			-1.298		
Number of interlocking directors with more than 5 directorships				-0.041	
Number of interlocking directors					-0.058*
Constant	2.492***	0.605	0.056*	1.100*	0.711
N	1669	1669	1669	1669	1669

p-values are indicated by stars (\* p<0.5, \*\* p<0.1, \*\*\* p<0.001). The results are corrected for heteroscedasticity.

In conclusione si ritiene che gli ID siano negativamente correlati alle prestazioni aziendali, coerentemente con la struttura proprietaria che presentano le quotate italiane. Queste, potrebbero avere maggiori interessi ad espropriare gli azionisti di minoranza invece che aumentare i profitti. Dallo studio si dimostra inoltre che le diverse riforme di *corporate governance* attuate in Italia non hanno avuto un impatto significativo, hanno ridotto i casi “*patologici*”, ma l’effetto persiste nel tempo.

### 3.4.3 Interlocking directorates tra Blue Chips italiane e Collusione sistemica

A partire da quanto trovato nei due studi precedenti **Drago, Manestra, Santella, (2011)** approfondiscono il ruolo degli *interlocking directorship* e delle partecipazioni incrociate nelle aziende Blue Chips italiane. Si ricordi infatti che Santella, Drago, Polo (2007) avevano verificato che la collusione stabilita in Italia attraverso condivisione di amministratori avveniva principalmente tra aziende Blue Chips. Lo studio del 2011 contribuisce alla letteratura che si occupa di trovare evidenza della **collusione sistemica** (o allargata, *enlarged*) che si verifica che tra imprese

che non operano necessariamente nello stesso mercato. Gli autori si concentrano quindi sulla relazione tra gli azionisti di controllo che mettono in atto l'espropriazione e gli amministratori *interlockers* (che coordinano i diversi board). Lo studio prende in considerazione quaranta Blue Chips Italiane nel 2008 e trenta nel 1998 che rappresentano circa l'80% della Total Market Capitalization. Prendendo in considerazione due anni differenti, si analizza la rete di partecipazioni incrociate di almeno il 2% dei diritti di voto totali confrontandola con l'intera rete di ID tra le stesse Blue Chips. Il risultato è che nel 1998 la collusione sistemica si verifica solo tra le Blue Chips collegate da un *interlocking directorship*. Questo rinforza l'ipotesi che gli ID si formino, in Italia, nell'ottica di espropriare l'azionariato. Per arrivare a tali conclusioni lo studio svolge un'analisi di tipo descrittivo, dato il numero limitato di aziende e di anni su cui si basa. In Tabella 12 si osserva il numero totali di amministratori in base al numero di Consigli di Amministrazione in cui siedono nel 1998 e nel 2008: il numero totale di amministratori è aumentato del 30,37% (dal 1821 al 2374), a causa del parallelo aumento nello stesso periodo del numero di società quotate (da 239 a 289), (Drago, Manestra, Santella, 2011).

Il numero medio di amministratori per società passa da 7,6 a 8,2 ed il numero di amministratori che lavorano in più di consiglio diminuisce in termini di incidenza dal 16,8% al 14,87%. Tale riduzione avviene parallelamente alla crescente attenzione, posta dal legislatore, a sottolineare l'importanza per gli amministratori di coprire un numero adeguato di cariche in modo da dedicare il tempo necessario alle proprie funzioni (Borsa Italiana, 2006; Drago, Manestra, Santella, 2011).

Tabella 12- Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011, *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, pp. 55 - Table 1: *Number of directorships by director 1998-2008: all the Italian listed companies.*

1998			2008		
Board Directorships	Directors	%	Board Directorships	Directors	%
1	1515	83.20	1	2021	85.13
2	197	10.82	2	236	9.94
3	65	3.57	3	69	2.91
4	21	1.15	4	34	1.43
5	9	0.49	5	12	0.51
6	7	0.38	6	1	0.04
7	3	0.16	7	1	0.04
8	4	0.22	8	0	0
<b>Total</b>	<b>1821</b>		<b>Total</b>	<b>2374</b>	<b>100.0</b>

Lo studio evidenzia anche che la riduzione dell'incidenza di più incarichi di amministratore che ha luogo nel 2008 rispetto al 1998 è legata al maggior *turnover* degli amministratori con uno o due incarichi di amministrazione e interessa meno il gruppo di amministratori con tre o più incarichi di amministratore. Questa conclusione conferma la constatazione in Santella, Drago e Polo (2007) di una maggiore stabilità nel tempo degli amministratori che ricoprono più incarichi di amministrazione.

Tabella 13 - Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011, *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, pp. 5 – Table 3 - **Incidence of directors and directors-shareholders in Blue Chips according to the total number of directorships in 1998 and in 2008.** La tabella rappresenta nella prima e nella seconda colonna il numero cumulato di amministratori che hanno partecipato ad un Consiglio di Amministratore nel 1998 e nel 2008. Terza e quarta colonna rappresentano il numero di amministratori che hanno almeno un incarico in una Blue Chips e la loro percentuale sul numero totale di amministratori. La quinta e la sesta colonna sono il numero di amministratori che hanno almeno un incarico di amministratore in una Blue Chip e che hanno almeno una partecipazione rilevante in una Blue Chip e la loro percentuale sul totale di amministratori.

Directorships	Directors				
	Number	in M(30/40) comp.	%	shareholders in M(30/40)	%
Not more than 1 directorship in 1998 or 2008	3078	439	14.26	16	0.52
2 directorships in 1998 or in 2008 and max 1 directorship in 2008 or 1998	363	145	39.94	6	1.65
At least 3 directorships in 1998 or 2008	220	121	55.00	35	15.91
<i>Of which</i>					
<i>at least 6 or more</i>	45	28	62.22	9	20.00

La **Tabella 13** mostra come che all'aumentare del numero di Consigli di amministrazione in cui siede un amministratore (Colonna 1), aumentano anche le posizioni di amministratori che ricoprono il ruolo in almeno una Blue Chip (Colonna 3 e Colonna 4) e il numero di amministratori che hanno almeno un incarico di amministratore in una Blue Chip e che hanno almeno una partecipazione rilevante in una Blue Chip. La conclusione della prima parte dello studio è che il network italiano di amministratori condivisi è composto da figure che siedono in almeno un Consiglio di Amministrazione di una Blue Chip e spesso ne sono anche azionisti. Questa conclusione è coerente con i risultati di Santella, Drago e Polo (2007). Questo risultato rende più facile comprendere l'importanza per un amministratore di una Blue Chips di far parte di un ID in modo di far parte di una rete di informazioni preziosa.

Nella seconda parte dell'analisi di Drago, Manestra e Santella (2011) si analizza la rete di *shareholders* rilevanti per verificare se e con che intento vi sia una corrispondenza con gli amministratori condivisi. I risultati sono riassunti dalle immagini Figura 14, Figura 15, Figura 16 e Figura 17. Dalla Figura 4 e Figura 5 si nota subito come nel campione considerato e per entrambi gli anni vi siano tre gruppi principali di imprese con un ruolo centrale delle imprese, che formano la così detta Mediobanca Galaxy, ovvero la condivisione di azionisti tra Mediobanca, Assicurazioni Generali e le Blu Chips nelle quali Mediobanca e Generali condividono azioni.

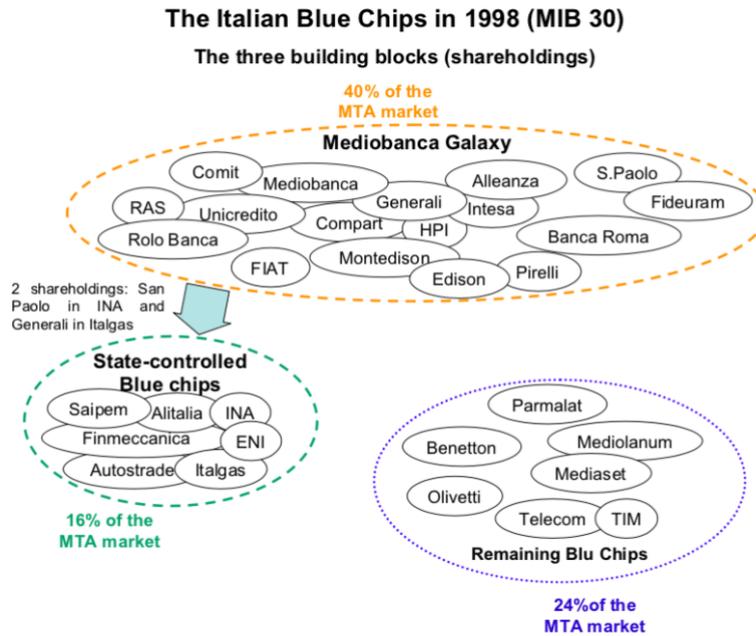


Figura 4 – Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011. , *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, Figura 1 - *The Italian Blue chips in 1998 (MIB 30)*. *The tree building blocks (shareholdings)*.

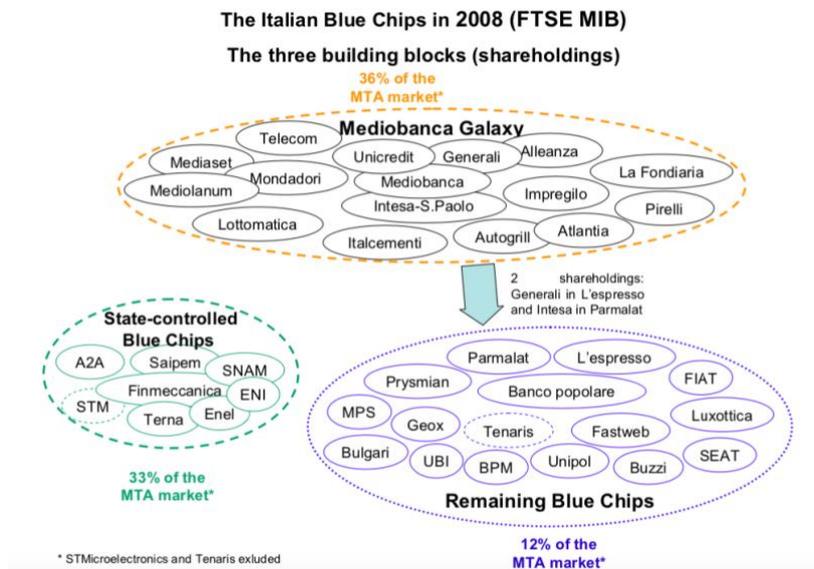


Figura 5 – Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011. , *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, Figura 5- *The Italian Blue chips in 2008 (FTSE MIB)*. *The three building blocks (shareholdings)*.

Le altre aziende possono essere suddivise in due gruppi: il primo controllato dallo Stato italiano (*State Controlled Blue Chips*) e il secondo in cui le imprese non sono collegate alla Mediobanca Galaxy (*Remaining Blue Chips*).

Dalle Figure 6 e 7 si può invece notare come gli ID siano distribuiti tra i tre diversi gruppi. Principalmente si verificano all'interno del gruppo Mediobanca (51 di 73) e solo la restante parte si verifica con all'esterno.

**The Italian Blue Chips in 1998 (MIB 30)**  
Interlocking directors within and between building blocks

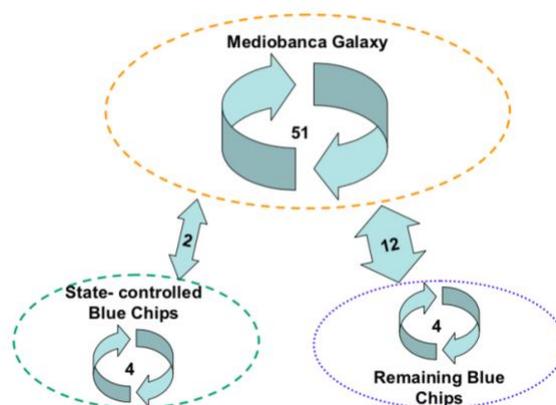


Figura 6 –Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011 , *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, Figure 2 - *The Italian Blue Chips in 1998 (MIB 30). Interlocking directors within an between building blocks.*

**The Italian Blue Chips in 2008 (FTSE MIB)**  
The three building blocks (directors)

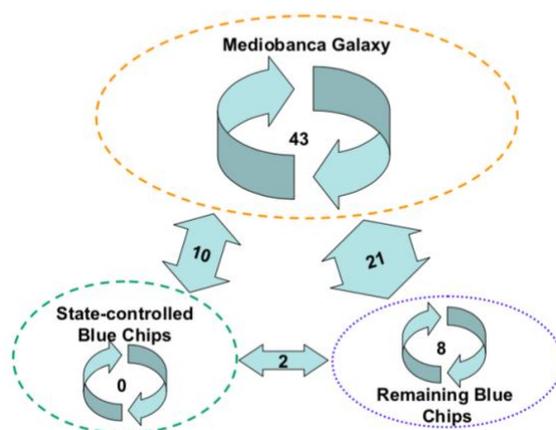


Figura 7 –Fonte: Drago, Manestra, Santella, 2011. *Interlocking Directorships And Cross-Shareholdings Among The Italian Blue Chips*, Figure 6 - *The Italian Blue Chips in 2008 (FTSE MIB). Interlocking directors within and between building blocks.*

In particolare risulta evidente che nel 1998 le partecipazioni incrociate sono funzionali per alcuni azionisti per controllare un gruppo di Blue Chips, la Mediobanca Galaxy, usando gli ID come canale di comunicazione. Nel 2008 i nuovi azionisti appaiono in cima alla Mediobanca Galaxy e sono gli ID che ora collegano la Mediobanca Galaxy con altri due gruppi di Blue Chips. Gli autori ne concludono che l'accresciuta collusione intrapresa dalla Mediobanca Galaxy attraverso ID è funzionale all'esproprio degli azionisti di minoranza della Galassia e probabilmente anche delle altre Blue Chips con cui la Mediobanca Galaxy ha stabilito legami ID nel 2008.

#### 3.4.4 Interlocking directorates: Evoluzione del fenomeno e Resource Dependence Model

Uno studio simile, **Fattobene, Caiffa e Di Carlo (2017)**, si occupa di comprendere se gli ID siano effettivamente un metodo impiegato dalle imprese per ridurre l'incertezza (coerentemente con il *Resource Dependence Model*). Il *Resource Dependence Model*, già descritto nei paragrafi precedenti, stabiliva che il contesto sociale influenzasse l'organizzazione interna delle imprese nell'ottica di diminuire l'incertezza ambientale e ottenere maggior indipendenza. Secondo questo modello quindi, durante i periodi di incertezza, come un momento di crisi, gli ID dovrebbero aumentare perché come è noto, durante crisi finanziarie l'ambiguità e il rischio rispetto a variabili macroeconomiche, fornitori e clienti, accessibilità a risorse finanziarie, aumentano.

Questo studio si divide in due parti: una prima analisi che descrive la dimensione e l'evoluzione degli ID tra tutte le quotate italiane, finanziarie e non finanziarie, analizzando un campione che comprende tutte le quotate italiane negli anni dal 1998 al 2013. In seconda battuta, cattura gli anni che hanno preceduto e seguito la crisi finanziaria del 2008 per testare se l>ID sia un strumento per ridurre l'incertezza ambientale. L'idea è che, essendo i periodi di crisi affetti da maggiore incertezza, si possa valutare l'effetto della pratica di ID.

Per quanto riguarda la prima parte dello studio, così come per gli studi già citati, anche in questo caso i risultati suggeriscono un ampio utilizzo degli ID nel mercato delle quotate italiane, confermando la definizione data da Drago, Santella, Pollo, Gagliardi, (2007) per le quotate italiane di "*Lords of the Italian stock market*". In Italia gli ID sono effettuati molto spesso da un gruppo ristretto di figure che siedono in molti Consigli di Amministrazione.

Per quanto riguarda la descrizione dell'andamento nel tempo del fenomeno, dalla Figura 18 si nota come in generale il *cumulation ratio*, (definito come il numero di posizioni occupate da amministratori condivisi divise per il numero totale di posizioni) sia sempre stabile fino al 2005 e poi inizi a scendere, con un picco verso il basso intorno al periodo 2005-2007 probabilmente dovuto agli scandali finanziari di quegli anni (Parmalat, Cirio ecc.). In quel periodo, come anticipato, il legislatore introdusse una serie di normative atte a tutelare le minoranze, che limitavano la possibilità di creare ID (Fattobene, Caiffa e Di Carlo, 2017). La riduzione continua anche dopo il 2008, periodo in cui si sono verificate sia la crisi finanziaria che l'introduzione dell'Interlocking Ban<sup>12</sup> del 2011. Un alto *cumulation ratio*, per come è definito, può essere attribuito a un alto numero di amministratori con più di una posizione o ad un numero basso di amministratori che siedono in tanti *board*. In Italia vale la seconda opzione (confermando l'idea di Santella e altri, 2007). La crisi, quindi, sembra essere un fattore che ha destabilizzato la rete ID invece di rafforzarla, come si nota anche dal Grafico 1.

<sup>12</sup> L'Interlocking Ban, introdotto nel 2011 dal Decreto Salva Italia da Mario Draghi è un provvedimento che proibisce la creazione di ID tra aziende finanziarie.

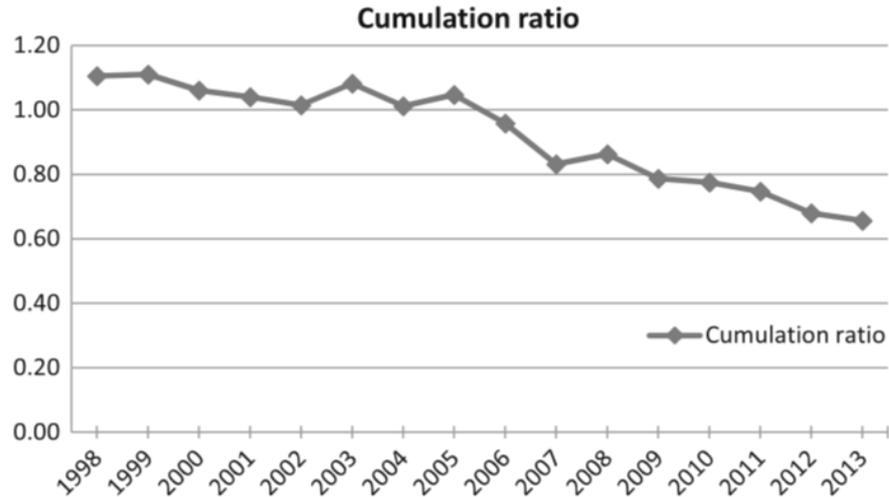


Grafico 1 – Fonte: Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.pp. 403- Fig. 1- *Cumulation ratio over the period 1998-2013*.

L'intenzione degli autori è quella di separare gli effetti dovuti alla crisi del 2008 e al divieto imposto dall'ID Ban del 2011: in primo luogo quindi si divide tra aziende finanziarie e non finanziarie in quanto il Decreto Salva Italia riguarda solo le prime (Tabella in Tabella 14, colonna a) e colonna b) ). La tendenza generale per entrambe le categorie è quella di diminuire il numero di ID tra prima e dopo la crisi, come si nota attraverso il numero medio di amministratori condivisi (*Average no. Of directors interlocked*) e la %ID (questo indicatore è una media dei valori trovati dividendo il numero di direttori condivisi con la dimensione del *board*). Il periodo post crisi delle imprese finanziarie è stato ulteriormente suddiviso in periodo pre-ID Ban e post-ID Ban per catturare l'effetto dell'introduzione del Decreto Salva Italia. Si nota che gli ID diminuiscono anche negli anni tra il 2009 e il 2011: anni in cui il decreto Salva Italia non era ancora in vigore ma che erano interessati dagli effetti della crisi finanziaria del 2008. Questo fa comprendere agli autori che entrambi gli eventi hanno un impatto sul sistema di *corporate governance* italiano.

Tabella 14 – Fonte: Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.pp. 403- Table 3- Summary statistics of ID for the period pre-crisis and post crisis for financial (a) and non financial companies (b), and pre and post ID Ban (c).

Variable	a. 1998–2013				b. 1998–2013				c. Post crisis			
	Pre-crisis		Post crisis		Pre-crisis		Post crisis		Pre ID ban		Post ID ban	
	$\mu$	SD	$\mu$	SD	$\mu$	SD	$\mu$	SD	$\mu$	SD	$\mu$	SD
	<i>Financials</i>				<i>Non financials</i>				<i>Financials</i>			
Board size	11.92	4.66	12.23	5.50	9.04	3.08	12.23	5.50	12.52	5.80	11.79	5.03
Average no. of positions	12.68	12.36	9.03	8.96	8.59	9.04	9.03	8.96	9.79	9.80	7.88	7.70
Average no. of directors interlocked	4.19	3.53	3.40	3.10	2.82	2.61	3.40	3.10	3.66	3.34	3.02	2.74
% ID	0.33	0.24	0.26	0.19	0.29	0.23	0.26	0.19	0.28	0.20	0.24	0.18

In tabella, quindi, si nota come le imprese non finanziarie i legami personali tra membri del *board* diminuiscono dopo la crisi (il numero medio di amministratori interlocked passa da 2.82 a 3.40 in Colonna b)). Avendo escluso il campione di imprese finanziarie sappiamo quindi che questo effetto è solamente imputabile alla crisi in quanto il Decreto Salva Italia riguarda solo le imprese finanziarie. Infatti in Colonna c) si nota che dividendo il periodo tra pre e post ID Ban, le imprese finanziarie diminuiscono il loro numero di ID. Questi risultati vengono anche confermati eseguendo un PCA<sup>13</sup> per riepilogare il set di dati: sia gli ID delle imprese finanziarie che non finanziarie diminuiscono a seguito della crisi finanziaria. Nello studio si svolge anche una SNA (Social Network Analysis) che consente una visualizzazione grafica del network di ID che rivela una distribuzione disomogenea di connessioni caratterizzata dalla presenza di un *cluster* di aziende con connessioni molto dense e persistenti e di unità periferiche (Coerentemente con Drago, Manestra, Santella, 2011 che tuttavia si concentravano solo sulle Blue Chips). In Figura 8 è mostrato un quadro generale del network delle imprese più influenti nel periodo considerato.

<sup>13</sup> La PCA, o Analisi delle Componenti Principali è una tecnica per la semplificazione dei dati utilizzata nell'ambito della statistica multivariata. Lo scopo è quello di ridurre al massimo il numero di variabili che descrivono un insieme di dati ad un minor numero di variabili latenti, limitando la perdita di informazioni. Fonte: S. Tufféry, *Factor Analysis, in Data mining and statistic for decision making*, Wiley, 2011, pp. 175-180.

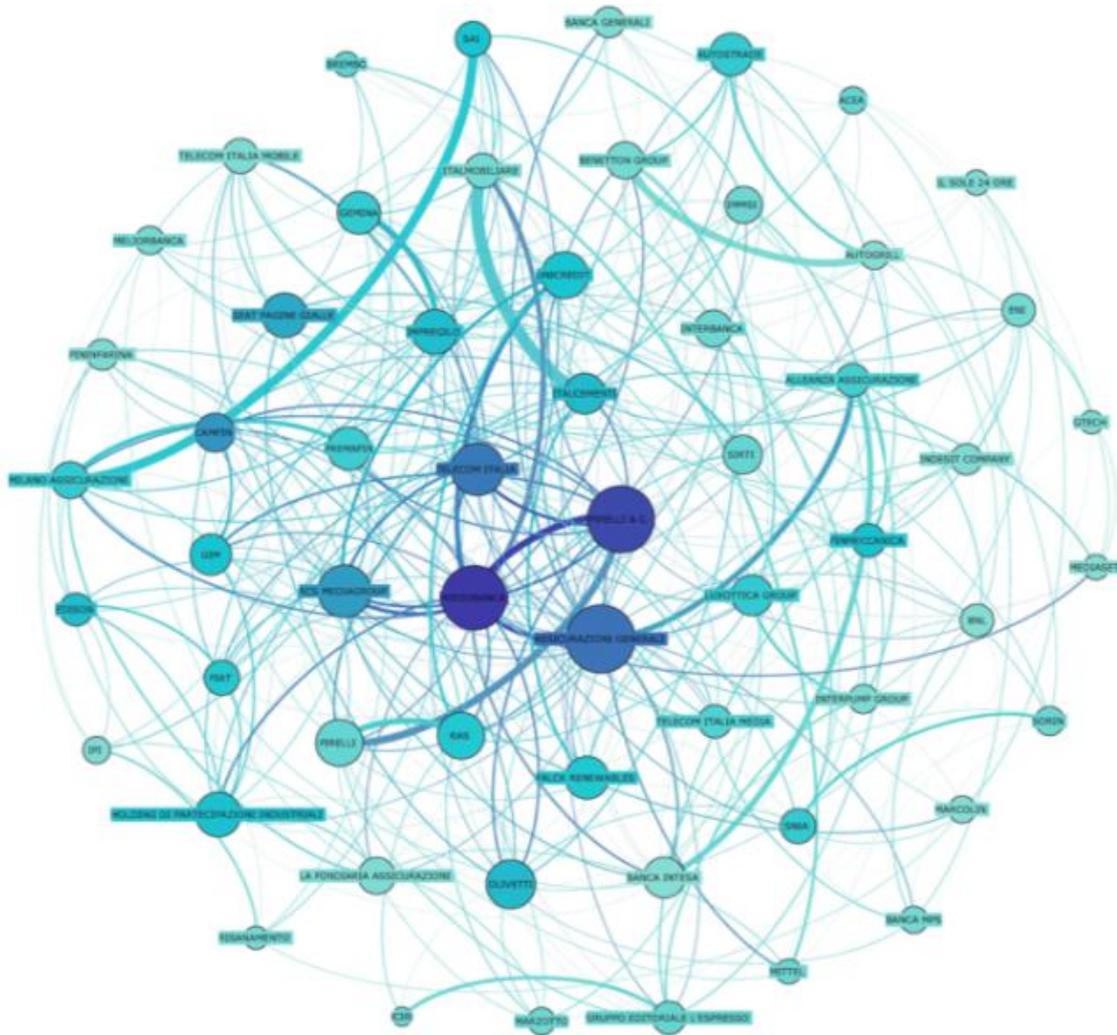


Figura 8 – Fonte: Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.pp. 407 - Fig. 2-. **Rete di aziende più influenti durante il periodo 1998-2003.**

Dalla Social Network Analysis e dal calcolo delle misure di rete per periodi diversi si evince che dopo la crisi finanziaria il numero di ID diminuisce e questa variazione riguarda principalmente alle connessioni più deboli tra imprese, mentre grandi *cluster* di aziende rimangono coesi. In termini grafici il diametro della rete diminuisce e le unità periferiche perdono le loro già poche e deboli connessioni, aumentando la densità degli attori al centro della rete che mantengono la loro influenza e potenza nel controllare il flusso di informazioni. La differenza si nota graficamente dalle Figura 9 e Figura 10, che rappresentano la rete di ID nel 2003 e nel 2011.

Fattobene, Caiffa, Di Carlo (2017) portano tre principali motivazioni dell'andamento decrescente del numero di ID. In primo luogo l'imporsi di norme di *corporate governance* a seguito degli scandali societari. In Italia, come anticipato nel Capitolo Secondo era stata attuata una riforma del diritto societario (decreto legislativo n. 6/2003) e inserita la legge sulla protezione del risparmio (legge n. 262 / 2005). Queste norme, inserite nell'ottica di proteggere gli azionisti, scoraggiavano la possibilità dell'élite aziendale di riunirsi per portare avanti i propri interessi.

In secondo luogo la diminuzione di ID può essere collegata all'approvazione del decreto legislativo n. 231/2001, che scoraggia il condividere amministratori tra aziende appartenenti allo stesso gruppo aziendale. Con questo decreto si prevede la responsabilità diretta di soggetti giuridici (come le società) per reati come la corruzione o l'appropriazione indebita di fondi pubblici o il riciclaggio di denaro, commessi dai rappresentanti (dirigenti e amministratori). Infine, in un contesto come quello italiano, caratterizzato da gruppi piramidali (anche se in declino) e grandi famiglie proprietarie, l'ID orientato all'estrazione di benefici privati risultava meno praticabile e conveniente, poiché il rischio più elevato di default delle aziende e i maggiori sospetti degli investitori istituzionali vedono l'ID come una bandiera rossa (Chu e Davis 2016).

In sintesi, diversi fattori hanno contribuito alla diminuzione dell'ID e questi hanno superato la necessità delle imprese di ridurre l'incertezza ambientale dopo la crisi.

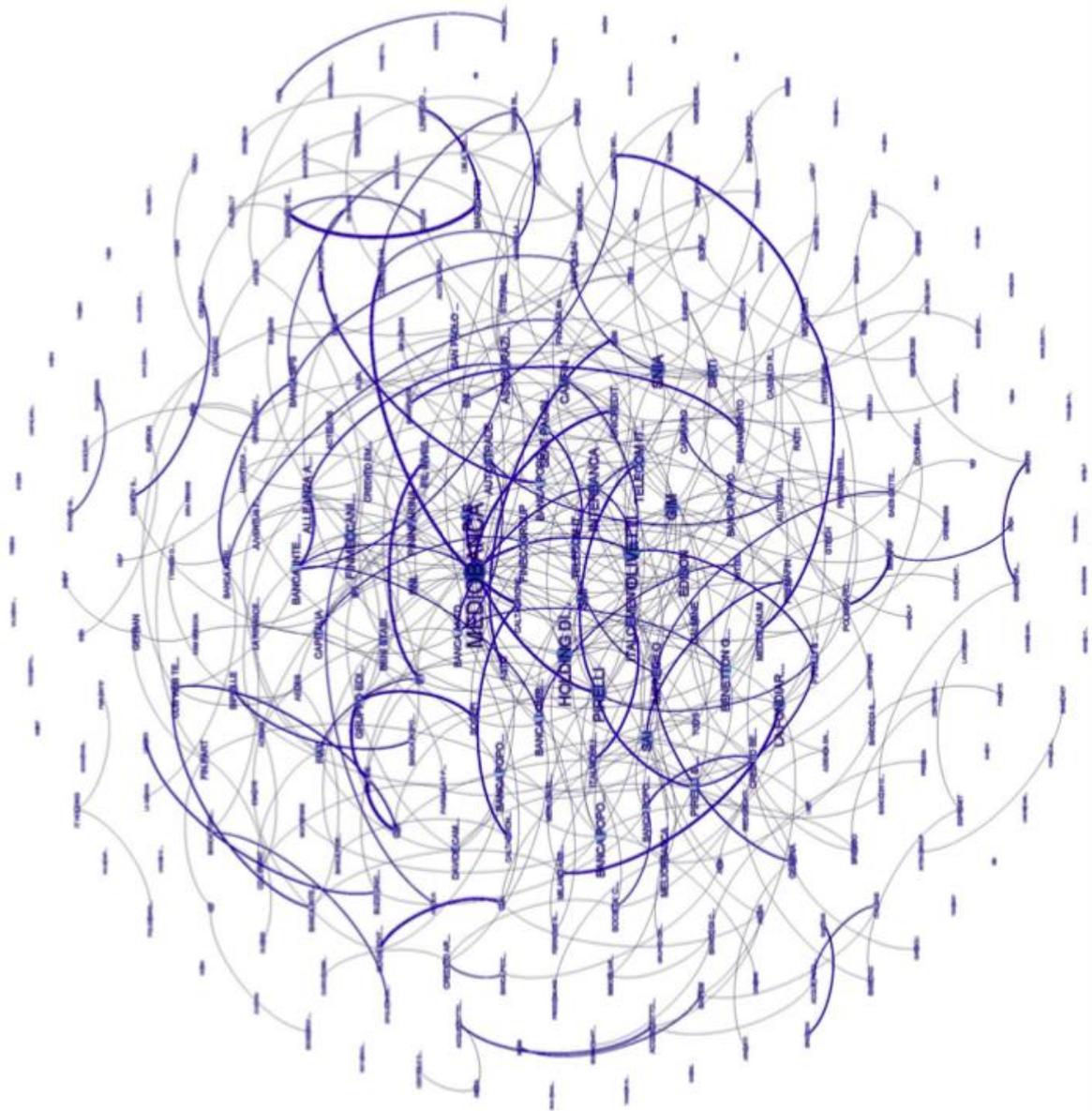


Figura 9 – Fonte: Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.pp. 415- Fig. 4 - *Network di ID di tutte le aziende nel 2003.*

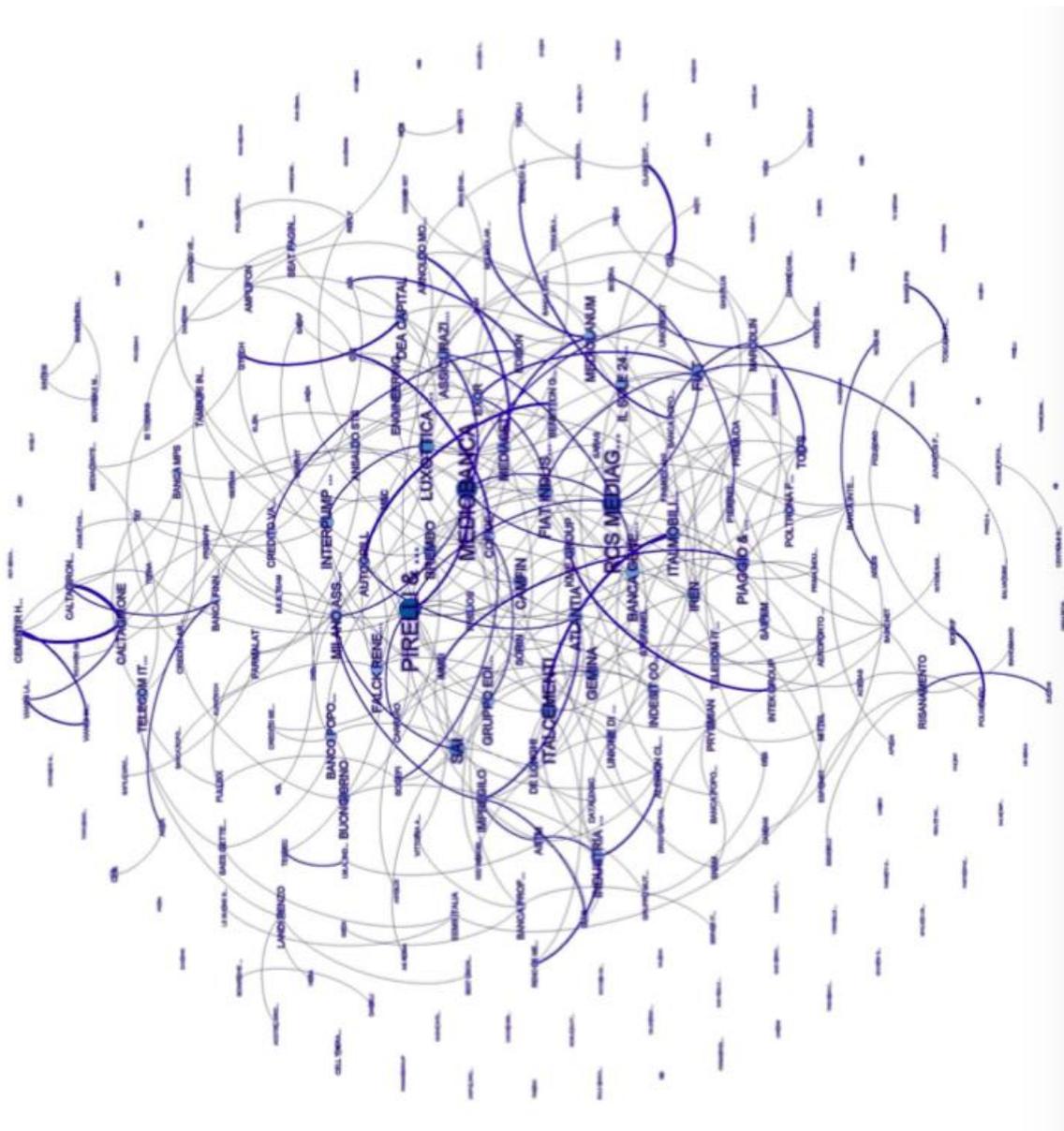


Figura 10 - Fonte: Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.pp. 416- Fig. 5- *Network di ID di tutte le aziende nel 2011.*

### 3.4.5 Interlocking directorates tra imprese e banche: Financial Control Model

Gli studi che si sono focalizzati sulla figura delle banche nel fenomeno degli ID sono numerosi. Come anticipato nella teoria Financial Control Model le imprese fanno sovente ricorso all'ID per necessità di accedere più facilmente ai capitali; le banche dal canto loro, hanno necessità di avere maggior controllo sui movimenti delle imprese e per monitorare più da vicino le prospettive di investimento dell'impresa (Hilferding, 1981). Inoltre, nel Capitolo Primo si è anticipato come le imprese italiane facciano prevalentemente ricorso al debito come metodo di finanziamento, quindi è ragionevole pensare che le banche svolgano un ruolo centrale nella rete di ID italiana.

L'evidenza, trovata da **Farina (2008)**, utilizzando l'analisi dei *social network*, è che in Italia le banche sono attori influenti nella rete di ID e questa loro centralità le avvantaggi a livello finanziario. Farina, testa e trova conferma dell'ipotesi che le banche siano gli attori centrali nella rete di ID tra le società quotate, basandosi sull'osservazione di indicatori relativi al grado di centralità e al grado di *betweenness*, tipici della SNA.

L'ipotesi che le performance delle banche siano positivamente influenzate dall'occupare un ruolo centrale nella rete di ID si basa sulla costruzione di questo modello:

$$(1) ROE = \beta_0 + \beta_1 LN\_ASSET + \beta_2 EQUIT\_TA + \beta_3 COSTINCO + \beta_4 CENTRAL + \varepsilon$$

$$(2) ROA = \beta_0 + \beta_1 LN\_ASSET + \beta_2 COSTINCO + \beta_3 CENTRAL + \varepsilon$$

In questo modello la variabile ROE è data dal rapporto tra reddito netto e patrimonio netto, la variabile ROA è il rapporto tra il reddito netto e il totale attivo, la variabile LN\_ASSET il logaritmo del totale attivo, che esprime la dimensione della banca, la variabile EQUIT\_TA il peso del patrimonio netto sul totale delle attività (valore contabile), che è un indicatore della leva finanziaria della banca (adeguatezza del capitale), la variabile COSTINCO il livello di efficienza della banca, la variabile CENTRALE il grado di centralità (interferenza) della banca. Quindi l'ipotesi viene verificata se nel modello 1, il coefficiente  $\beta_4$  è positivo e statisticamente significativo e nel modello 2, il coefficiente  $\beta_3$  è positivo e statisticamente significativo. Come indicato in Tabella 15 nel modello 1, il coefficiente della variabile CENTRAL, sebbene positivo, non è molto significativo e quindi è impossibile confermare completamente l'ipotesi originale. Nel modello 2, il coefficiente sulla variabile CENTRAL è positivo e significativo al livello del 10% e ciò conferma l'ipotesi originale (H2).

Tabella 15 – Fonte: Farina, V. ,2008, *Banks' centrality in corporate interlock networks: Evidences in Italy*. MPRA paper 11698, pp. 17 – Table 2 – *Regression results*.

<i>Variables</i>	<i>ROE</i>		<i>ROA</i>	
	<i>(Model 1)</i>		<i>(Model 2)</i>	
	<i>Coefficients</i>	<i>VIF</i>	<i>Coefficients</i>	<i>VIF</i>
	-1,2902**	1,129991	-0,21556**	1,034194
LN_ASSET	(0,730)		(,077)	
	-0,30078**	1,446826	-0,02626**	1,079423
COSTINCO	(0,070)		(,007)	
	-0,40415**	1,626359		
EQUIT_TA	(9,890)			
	0,0088	1,11335	0,001316*	1,058736
CENTRAL	(0,006)		(0,001)	
<i>Constant</i>	55,47384**		6,170626**	
	(13,628)		(1,305)	
<i>Size of the sample</i>	30		30	
<i>R</i>	0,507		0,578	
<i>R<sup>2</sup> Adjusted</i>	0,428		0,529	
<i>F Statistic</i>	6,426**		11,863**	

\*\* Significant at 5% level

\* Significant at 10% level

Dal Financial Control Model emergeva che gli ID fossero un metodo che le imprese utilizzavano nell'ottica di far ricorso al capitale: **Di Donato e Tiscini (2009)** scoprono che questo il legame banche-imprese aumenta in Italia il costo del debito delle società non finanziarie e abbassa il loro indice di leva finanziaria. Questo risultato è coerente con solo una parte del modello: le banche accettano questi legami per ridurre l'asimmetria informativa e trasferire competenze finanziarie nelle aziende. Inoltre con la presenza di un loro amministratore nel *board* delle imprese le banche influenzano le decisioni delle imprese sul profitto (Fattobene e al., 2017). Il monitoraggio sulle *performance* aziendali è maggiore in presenza di ID tra banche a imprese a causa del maggior flusso di informazioni. Lo studio si concentra su un campione di 159 società quotate italiane nel periodo 2002-2006 per i quali ricercano la presenza di un "bank-firm connection". Un legame di questo tipo sussiste se vi è la presenza di almeno uno tra ID e CO (*Cross Ownership*). La *Cross Ownership* è intesa come la situazione in cui una banca possiede più del 2% del capitale sociale ordinario o capitale sociale con diritti di voto nell'impresa. La presenza di ID si verifica se un amministratore

siede in almeno un consiglio di amministrazione di una società non finanziaria e almeno in un consiglio di una banca. Gli amministratori che fanno parte del consiglio di amministrazione di più banche, ma in nessun consiglio di società o viceversa, non sono considerati nell'analisi.

Le ipotesi testate dal modello sono:

H1: *“bank-firm connection” has a negative effect on cost of capital of non-financial companies, meaning that a higher involvement of bankers in non-financial firms’ boards increases their cost of capital.*

H2: *“bank-firm connection” has a negative effect on the leverage ratio of non-financial companies, meaning that a higher involvement of bankers in non-financial firms’ boards state limitations to their leverage (debt/equity ratio).*

Si analizza quindi, attraverso due diversi modelli di regressione lineare, la relazione tra l'esistenza di *“connessione banca-impresa”* e due diverse variabili dipendenti: il costo del debito ( $K_d$ ) ed il rapporto tra debito e capitale, che esprime la leva finanziaria (D/E).

I due modelli creati dagli autori sono:

$$(1) K_d = \text{constant} + C1*BFC + C2* \beta_u + C3*D/E + C4*ROI + C5*Mktcap + C6*g$$

Dove BCF è la *dummy* che tiene conto della *bank-firm connection*,  $\beta_u$  è una misura di rischio operativo, D/E rappresenta il rischio, ROI indica la redditività dell'impresa, Mktcap indica la capitalizzazione di mercato della società e ne indica la dimensione, g è la crescita annuale delle vendite della società.

$$(2) D/E = \text{constant} + C1*BFC + C2* \beta_u + C3*WCL + C4*ROI + C5*FA/TotAsset + C6*Empl + C7*g$$

Dove Empl rappresenta la dimensione dell'impresa mediante il numero di dipendenti dell'impresa, g è la crescita annuale degli investimenti. Le esigenze finanziarie sono espresse dalla lunghezza del capitale circolante (WCL) e dal rapporto patrimonio fisso / patrimonio totale (FA / Tot Asset). Quest'ultimo rapporto rappresenta anche la garanzia del debito, al fine di garantire l'adempimento dell'obbligazione.

I risultati delle due regressioni sono riassunti nelle Tabella 16 e Tabella 17 coerentemente con quanto anticipato.

Tabella 16 – Fonte: Di Donato, F., & Tiscini, R., 2009, *Cross ownership and interlocking directorates between banks and listed firms: an empirical analysis of the effects on debts leverage and cost of debt in the Italian case, Corporate Ownership and Control*, 6, 479. – Risultati della Regressione.

### Model Summary

Model	R Square	Adjusted R Square
Cost of Debt	0,522	0,518

### Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	T
	B	Beta	
Constant	0,028		2,752
BFC	0,014	0,03	1,701
G	0	-0,002	-0,082
D/E	0	0,009	0,308
Bu	5,209	0,731	25,811
ROI	-0,002	-0,091	-3,162
Mktcap	7,27E-10	0,027	0,94

Tabella 17 – Fonte: Di Donato, F., & Tiscini, R., 2009, *Cross ownership and interlocking directorates between banks and listed firms: an empirical analysis of the effects on debts leverage and cost of debt in the Italian case, Corporate Ownership and Control*, 6, 480. – Risultati della regressione.

### Model Summary

Model	R Square	Adjusted R Square
Total Debt/Equity	0,278	0,269

### Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized coefficients	T
	B	Beta	
(Constant)	1,002		7,936
Bu	-0,995	-0,096	-2,718
BFC	-0,238	-0,08	-2,198
WCL	-0,001	-0,07	-1,903
FA/TotAsset	0,422	0,06	1,667
Empl	2,73E-05	0,505	14,033
g	0,016	0,008	0,215
ROI	0	-0,004	-0,119

Gli autori quindi contribuiscono a dimostrare come gli ID siano un metodo che gioca più nell'interesse delle banche, che nell'interesse delle imprese: le banche hanno incentivi a creare ID per attingere a un livello più elevato di informazioni e un maggiore potere nei confronti dell'impresa.

Ciò è coerente con la struttura del mercato italiano in cui, come già anticipato, le banche giocano un ruolo centrale mentre scarseggiano il capitale azionario imprenditoriale e gli investitori istituzionali. Queste caratteristiche sono alcune delle cause delle difficoltà incontrate dalle aziende italiane nella creazione di percorsi di crescita sostenibile (Di Donato e Tiscini, 2009).

### 3.4.6 Interlocking directorates e Collusione

Non sono molti gli studi svolti per quanto riguarda il mercato italiano, volti a dimostrare come gli ID tra imprese concorrenti, portino alla distruzione della concorrenza. Uno degli studi che si pongono il problema è il già citato Carbonai, Di Bartolomeo (2006) che analizza la struttura del mercato del settore assicurativo considerando i casi di condivisione di amministratori tra aziende concorrenti (*direct interlock*) tra società assicurative nel settore *non-life business* (assicurazioni diverse da quelle sulla vita come ad esempio le polizze auto). Si tratta, in effetti, di un settore relativamente chiuso in termini di concorrenza rispetto ad altre attività finanziarie. Nello studio si applicano la teoria dei grafi per descrivere la rete di ID ed un'analisi di regressione per verificare una correlazione tra presenza di ID e le quote di mercato delle società. Si dimostra che legami tra aziende come gli ID possono portare ad una violazione della concorrenza perfetta e alla maggior concentrazione del mercato. Il database da cui attingono gli autori comprende i dati sugli ID creati tra 187 aziende appartenenti al settore assicurativo (sia *life insurance* che *non-life insurance*) nel 2004. Anche in questo caso si considera come creato, un ID quando un amministratore siede in due o più Consigli di Amministrazione.

In prima battuta lo studio si occupa di analizzare il settore delle assicurazioni da un punto di vista descrittivo, utilizzando la teoria dei grafi. Il risultato è riassunto nella Figura 11 che rappresenta il network di ID tra imprese assicurative italiane.

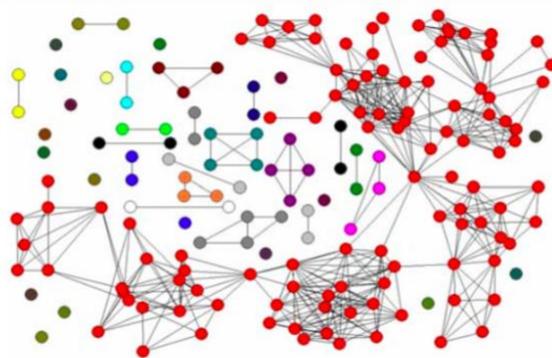


Figura 11- Fonte: Carbonai, Di Bartolomeo, 2006, *Interlocking directorates as a thrust substitute: The case of the Italian non-life insurance industry*, pp. 13 – Fig. 2 - *The social network of insurance companies*.

L'immagine da un'immagine immediata della situazione presente nel mercato assicurativo italiano: caratterizzato un alto grado di concentrazione sociale (*social concentration*) che dimostra un mercato poco competitivo. In un mercato competitivo, invece, ci si aspetterebbe un'immagine composta da soli punti isolati.

In secondo luogo lo studio si occupa di trovare alcune misure di concentrazione del mercato, andando a sfruttare la PCA (Principal Component Analysis) per aggregare una serie di *network variables* (precedentemente calcolate) in tre macro componenti principali che spiegano il 91.45% della varianza totale, come si nota in Tabella 18.

Il primo indice (*1 comp*) può essere considerato un indice del grado di potenziale collusione (*potential collusiveness*) dovuta ad accordi taciti, ovvero misura quanto una società non soddisfa l'ipotesi del paradigma competitivo di isolamento (atomistico) in termini di consigli di amministrazione; il secondo indice (*2 comp*) misura quanto una società sia centrale nella sua *ego-network*<sup>14</sup>; l'ultimo indice (*3 comp*) misura quanto una società sia una componente interconnessa e concentrata.

Tabella 18 - Fonte: Carbonai, Di Bartolomeo, 2006, *Interlocking directorates as a thrust substitute: The case of the Italian non-life insurance industry*, pp. 13 – **Table 3 – OLS market share regression on principal components.**

	<i>coefficient</i>	<i>std. err.</i>	<i>t-value</i>	<i>P &gt;  t </i>	<i>[95% confidence interval]</i>	
1 comp	2.3257	0.5800	4.01	0.000	1.1752	3.4762
2 comp	1.5615	1.3453	1.16	0.248	-1.1068	4.2299
3 comp	2.7864	1.7604	1.58	0.117	-0.7053	6.2781
constant	0.1198	0.3047	0.39	0.695	-0.4846	0.7241
Number of observations = 106						
F(3, 102) = 8.25		prob. > F = 0.0001		R <sup>2</sup> = 0.1952		adj. R <sup>2</sup> = 0.176

Si nota che tutti i coefficienti dei componenti sono positivi ma solo il primo componente è significativo: gli ID sono strettamente correlati alla concentrazione del mercato. Gli amministratori condivisi sono usati dalle compagnie assicurative per creare un cartello che domina il mercato, la cui stabilità è assicurata dalla fiducia generata dagli ID. Inserendo un *insider* nel *board* di un'altra azienda i problemi di fiducia possono diminuire in quanto sarà una figura che può monitorare e influenzare le decisioni delle altre aziende, ad esempio in termini di piani per ridurre i prezzi, espandere la capacità o introdurre nuovi prodotti (Carbonai e Di Bartolomeo, 2006).

In conclusione l'assenza di concorrenza è dovuta alla violazione dell'assunzione di base per ottenere un mercato in concorrenza perfetta: assenza di accordi taciti. Le compagnie di assicurazione concludono accordi collusivi non come risultato di attività collusive (formali o informali) tra agenti, ma come risultato di un sistema di ID (Carbonai e Di Bartolomeo, 2006).

Quanto trovato nello studio citato rende esplicito, come mai gli ID non sono sempre visti di buon occhio dalle autorità Antitrust. In effetti in Italia, sebbene più tardi rispetto agli Stati Uniti, sono stati introdotti limiti alla creazione di questi *directorates*. Diversi sono stati i provvedimenti, inseriti dal legislatore, al fine di regolare e rendere trasparente la pratica degli ID.

Il decreto legislativo n. 231/2001, come anticipato, scoraggia il condividere amministratori tra aziende appartenenti allo stesso gruppo aziendale. Con questo decreto si prevede la responsabilità diretta di soggetti giuridici (come le società) per reati come la corruzione o l'appropriazione

<sup>14</sup> Un Ego-Network è un importante concetto della Teoria dei Grafi. Secondo Carbonai, Di Bartolomeo (2006) un Ego-Network è definito come: “An ego-network is a section of the whole network, i.e. the part of the network close to a given vertex. More formally, a vertex *x* is considered ego (the focal actor) and the adjacency vertices are considered alters. Then, the ego-network is composed by ego, alters and all the ties that connect all of them (i.e. ego-alter, alter-alter). Ego-network is important to study the local property of the social network.”

indebita di fondi pubblici o il riciclaggio di denaro, commessi dai rappresentanti (dirigenti e amministratori).

Tuttavia la riforma più importante è stata effettuata nel 2011 mediante il **Decreto Salva Italia, Art. 36** (Tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari) di cui si riporta il testo:

*1. E' vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.*

*2. Ai fini del divieto di cui al comma 1, si intendono concorrenti le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 7 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici.*

*2-bis. Nell'ipotesi di cui al comma 1, i titolari di cariche incompatibili possono optare nel termine di 90 giorni dalla nomina. Decorso inutilmente tale termine, decadono da entrambe le cariche e la decadenza è dichiarata dagli organi competenti degli organismi interessati nei trenta giorni successivi alla scadenza del termine o alla conoscenza dell'inosservanza del divieto. In caso di inerzia, la decadenza è dichiarata dall'Autorità di vigilanza di settore competente.*

*2-ter. In sede di prima applicazione, il termine per esercitare l'opzione di cui al comma 2 bis, primo periodo, è di 120 giorni decorrenti dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto.*

Esaminando la norma si nota quindi che il divieto imposto riguarda principalmente le tra aziende operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo italiano. La legge proibisce a un amministratore, sindaco o dirigente di una banca, compagnia assicurativa o finanziaria di svolgere simultaneamente la funzione di amministratore, sindaco o dirigente di una banca, società finanziaria o assicurativa non controllata o società controllante. La norma nasce alle luce di un rinnovato interesse per la disciplina *antitrust* e delle evidenze empiriche del fenomeno degli ID, ma anche come una delle molte norme volte ad affrontare la fortissima crisi finanziaria che aveva colpito l'Italia.

In conclusione il fenomeno è stato analizzato da un'ampia letteratura e preso in considerazione dai governi e dai legislatori per evitare fenomeni di collusione ed espropriazione degli azionisti. Il presente lavoro, nel Capitolo Quarto si pone l'obiettivo di analizzare la situazione del mercato italiano delle imprese quotate negli anni dal 2000 al 2017 e valutare attraverso un'analisi empirica quali siano i fattori che maggiormente spingono le imprese a creare un network mediante la condivisione di amministratori, oltre che comprenderne le conseguenze.

## Capitolo Quarto - Analisi empirica sulle imprese italiane coinvolte nel fenomeno degli *interlocking directorates*

### 4.1 Raccolta dati e costruzione del dataset

Per analizzare l'entità del fenomeno degli *interlocking directorates* (ID) nel mercato italiano e le sue conseguenze, è stato costruito un *dataset* di informazioni relative ad un campione di imprese quotate italiane. Le società considerate, sono state scelte sulla base di un database già esistente, messo a disposizione dalla professoressa Rondi.

I dati raccolti si riferiscono a 155 aziende quotate nell'Italian Stock Exchange di Milano nel periodo tra il 2000 e il 2017, per un totale di 1987 osservazioni (*azienda-anno*). Non tutte le imprese possiedono 17 anni di osservazioni a causa di mancanza di informazioni, uscita dal mercato (*delisting*), quotazioni successive, fusioni, acquisizioni in altre società o fallimenti. Per questo motivo il *dataset* è una collezione di **dati panel non bilanciati** di 1934 osservazioni *firm-year*.

Per ciascuna delle imprese appartenenti al *dataset* sono elencate informazioni relative alla *corporate governance*, alla struttura proprietaria, oltre che dati di conto economico e stato patrimoniale, dati sulla composizione del *board*, dati riferiti al settore di appartenenza delle imprese e sulla concentrazione di mercato ed infine dati riferiti alla presenza di *interlocking directorates*.

La fase di raccolta dati si è incentrata principalmente sulla ricerca di variabili che integrassero il *database* già esistente con informazioni che descrivessero il fenomeno degli *interlocking directorates*. Più precisamente, sono state raccolte manualmente le informazioni relative alla composizione dei Consigli di Amministrazione **di tutte le aziende quotate** italiane tra il 2000 ed il 2017. La fonte principale da cui si è attinto per il presente lavoro è stato il sito della Consob, nella sezione riferita agli organi sociali delle imprese quotate. Qui è infatti presente l'elenco annuale di tutte le imprese quotate italiane e la composizione del Consiglio di Amministrazione. Per ogni amministratore sono specificati:

- Il nome (Cognome e Nome);
- Il ruolo ricoperto (Presidente, Presidente Onorario, Vice presidente, Amministratore delegato, Amministratore);
- La qualifica (Esecutivo o Non esecutivo).

Nei casi di modello societario duale, i Consiglieri di Gestione sono stati assimilati agli amministratori dei Consigli di Amministrazione. Inoltre, poiché le elezioni dei membri dei Consigli di Amministrazione si svolgono generalmente nella prima metà dell'anno (nel periodo tra Aprile e Giugno) sono state raccolte le informazioni di ogni impresa al 30 Giugno di ogni anno. Per alcune

aziende, in alcuni anni, non è stato possibile reperire l'informazione rispetto alla composizione del *board* poiché l'obbligo di fornire tali informazioni viene meno se l'impresa non è quotata: nei casi di questo tipo, l'osservazione relativa all'anno di *delisting* è stata eliminata dal *dataset*.

Una volta conclusa la fase di raccolta dati, le informazioni rispetto alla composizione del *board* sono state rielaborate su un foglio di calcolo (Excel), lavorando inizialmente su fogli differenti a seconda dell'anno. La scelta è stata effettuata in quanto i nomi degli amministratori si ripetono di anno in anno e ciò comporta la necessità di lavorare su fogli separati. Il primo foglio di calcolo ottenuto è composto dalle seguenti informazioni in colonna:

- AZIENDA: nome dell'azienda secondo la notazione AZIENDA.ANNO;
- AMMINISTRATORE: Cognome e Nome;
- CARICA: nome del ruolo ricoperto (Presidente, Presidente Onorario, Vice presidente, Amministratore delegato, Amministratore);
- DATASET: variabile *dummy* che assume il valore 1 qual ora l'azienda appartenga al *database* fornito dalla professoressa Rondi, 0 altrimenti.
- AMM: variabile *dummy* che assume il valore 1 quando l'amministratore assume la carica di Amministratore, 0 altrimenti.
- CEO: variabile *dummy* che assume il valore 1 quando l'amministratore assume la carica di Amministratore Delegato, 0 altrimenti.
- EX: variabile *dummy* che assume il valore 1 quando l'amministratore è Esecutivo, 0 altrimenti.
- CARICA RILEVANTE: variabile *dummy* che assume il valore 1 quando l'amministratore ha un ruolo di carica rilevante (Esecutivo o Presidente, Vicepresidente o Presidente Onorario), 0 altrimenti.

A partire da questo primo elenco sono state svolte tre analisi principali per arrivare a ottenere le variabili necessarie a svolgere un'analisi completa sul fenomeno:

1. **Calcolo della dimensione del Board e del Numero di amministratori esecutivi e delle cariche rilevanti:** attraverso lo strumento delle tabelle Pivot nel foglio di calcolo Excel si è potuto ricavare per ogni *azienda-anno* il numero di componenti del Consiglio di Amministrazione, il numero degli amministratori esecutivi e delle cariche rilevanti.
2. **Calcolo delle variabili riguardanti gli *interlocking directorship* semplici:** attraverso l'utilizzo di una tabella Pivot ed alcune rielaborazioni manuali si è ottenuta una struttura dati che indicasse per ogni *azienda-anno* se condividessero o meno amministratori ed il numero degli amministratori condivisi.
3. **Calcolo delle variabili riguardanti gli *interlocking directorship* reciproci:** si è trattato della rielaborazione più lunga in quanto è stato necessario costruire una funzione ad hoc (mediante lo strumento Visual Basic del foglio di calcolo di Excel) che per ogni

amministratore appartenente ad una *azienda-anno*, restituisse in un'altra colonna il nome delle aziende in cui sedeva come amministratore, come esecutivo e come carica rilevante. Non è stato possibile utilizzare semplicemente la nota funzione CERCA.VERT, disponibile nel foglio di calcolo Excel, in quanto questa restituisce solo la prima corrispondenza trovata. È stato invece necessario creare una nuova funzione che iterasse la funzione CERCA.VERT per tutte le osservazioni. Una volta ottenute queste informazioni si è proceduto manualmente a creare una prima matrice che indicasse per ogni azienda con quali altre aziende avesse creato legami di tipo ID reciproco (tra CEO, tra amministratori esecutivi e tra cariche rilevanti). Attraverso questo ulteriore passaggio si è arrivati alla struttura dati finale che per ogni *firm-year* conta quanti legami sono stati stabiliti ed il numero di amministratori condivisi.

Per una descrizione più dettagliata delle variabili ottenute mediante questa analisi si rimanda al paragrafo successivo.

## 4.2 Le variabili

In questo paragrafo si descrivono le principali variabili utilizzate per svolgere un'indagine rispetto all'entità e alle conseguenze sulle imprese italiane del fenomeno degli *interlocking directorates*. In primo luogo sono presenti all'interno del *dataset* una serie di variabili di *interlocking directorship*, e di composizione del *board*, descritte in **Tabella 19**. Per la definizione di queste variabili sono state seguite le indicazioni e le definizioni presenti in letteratura rispetto al fenomeno, già descritte nel Capitolo Terzo.

### a) La composizione del board e gli interlocking directorates

Tabella 19 – Variabili di Interlocking Directorates

<i>Definizione</i>	<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<b>Board Size</b>	<b>board_size</b>	Numero di amministratori presenti nel Consiglio di Amministrazione dell'azienda.
	<b>numerodiex</b>	Numero di amministratori esecutivi all'interno del Consiglio di Amministrazione dell'azienda
	<b>numerocaricheril</b>	Numero di cariche rilevanti (intese come CEO, amministratori esecutivi, presidenti e vicepresidenti) all'interno del Consiglio di Amministrazione dell'azienda
<b>Simple Interlocking</b>	<b>simple_id</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se un amministratore siede in più di un Consiglio di Amministrazione, 0 altrimenti.
	<b>n_simple_id</b>	Numero di amministratori condivisi da ogni impresa.

	<b>p_simple_id</b>	Percentuale di amministratori condivisi da ogni impresa, calcolata rispetto alla dimensione del <i>board</i> .
<b>Reciprocal Interlocking</b>	<b>rec_ceo</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se un amministratore delegato di un'azienda siede come amministratore in un altro <i>board</i> e viceversa (o se due aziende condividono lo stesso CEO), 0 altrimenti.
	<b>rec_ex</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se un amministratore esecutivo (incluso il CEO) di un'azienda siede come amministratore in un altro <i>board</i> e viceversa (o se due aziende condividono lo stesso CEO o esecutivo), 0 altrimenti.
	<b>rec_pres</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se una carica rilevante (CEO, esecutivo, presidente, vicepresidente) di un'azienda siede come amministratore in un altro board e viceversa (o se due aziende condividono la stessa figura rilevante), 0 altrimenti.
	<b>n_rec_ceo</b>	Numero di legami che un'impresa detiene, mediante la condivisione reciproca di CEO (intesi come il numero di aziende con cui detiene questi legami).
	<b>n_rec_ex</b>	Numero di legami che un'impresa detiene, mediante la condivisione reciproca di esecutivi (intesi come il numero di aziende con cui detiene questi legami).
	<b>n_rec_pres</b>	Numero di legami che un'impresa detiene, mediante la condivisione reciproca di cariche rilevanti (intesi come il numero di aziende con cui detiene questi legami).
	<b>na_rec_ex</b>	Numero di esecutivi condivisi da ogni azienda (mediante un legame reciproco).
	<b>na_rec_pres</b>	Numero di cariche rilevanti condivise da ogni azienda (mediante un legame reciproco).
	<b>pa_rec_ex</b>	Percentuale di esecutivi condivisi da ogni azienda (mediante un legame reciproco) calcolata sul numero di esecutivi del suo <i>board</i> .
	<b>pa_rec_pres</b>	Percentuali di cariche rilevanti condivise da ogni azienda (mediante un legame reciproco) calcolata sul numero di cariche rilevanti presenti nel <i>board</i> .

Per quanto riguarda le variabili descritte qui sopra è opportuno precisare alcuni punti rispetto alla loro interpretazione:

- Le variabili dicotomiche **simple\_id**, **rec\_ceo**, **rec\_ex**, **rec\_pres**, catturano la presenza di un'impresa all'interno di un ID. Dicono quindi se un'impresa condivide o meno i propri amministratori.
- Le variabili numeriche **n\_simple\_id**, **na\_rec\_ex**, **na\_rec\_pres**, catturano invece il numero di amministratori per ogni azienda che vengono condivisi (attraverso un ID semplice, reciproco o unilaterale).
- Le variabili **p\_simple\_id**, **pa\_rec\_ex**, **pa\_rec\_pres**, indicano invece la percentuale di amministratori condivisi (mediante ID semplice, reciproco o unilaterale) rapportate alla

dimensione del Consiglio di Amministrazione nel caso di ID semplici, rispetto al numero di esecutivi per gli ID reciproci tra esecutivi e rispetto al numero di cariche rilevanti nel caso di ID tra cariche rilevanti. Questo tipo di variabile è la più indicata per fare confronti tra diverse categorie di imprese, che presentino differenze nella dimensione del *board*.

- Le variabili **n\_rec\_ceo**, **n\_rec\_ex**, **n\_rec\_pres**, catturano invece con quante aziende un'impresa ha collegamenti reciproci mediante condivisione di amministratori. Questo tipo di variabile è quella maggiormente sfruttata nelle analisi successive, in quanto svincolata dalla dimensione del Consiglio di Amministrazione e che descrive in qualche modo la centralità di un'impresa all'interno del *network* di ID.

#### b) Altre variabili

Le ulteriori variabili descritte qui di seguito, provengono, come anticipato dal *dataset* fornito dalla professoressa Rondi.

In **Tabella 20** sono descritte le principali variabili utilizzate nell'analisi seguente che riguardano la struttura proprietaria struttura proprietaria e *corporate governance*. In **Tabella 21** sono invece presenti variabili riferite alle caratteristiche personali dell'amministratore delegato e alla sua remunerazione. In **Tabella 22** sono presenti indicatori di Conto Economico e di Stato Patrimoniale. In **Tabella 23** sono invece descritte alcune variabili di concentrazione di mercato e di intensità di spesa in ricerca e sviluppo e in pubblicità. Infine in **Tabella 24** sono descritte variabili di performance aziendale, calcolate a partire dai dati di Tabella 4. È necessario sottolineare che per alcune variabili, espresse in termini nominali, è stata svolta una conversione per tener conto del potere di acquisto dell'Euro nell'anno a cui si riferiscono, considerando il fenomeno dell'inflazione (l'anno base di riferimento è il 2015). Poiché la variabile di conversione è in base 100, un volta divisa la variabile nominale per la variabile di deflazione, si è moltiplicato il risultato per 100.

Tabella 20 – Variabili di corporate ownership, e sui patti di sindacato.

Definizione	Variabile	Descrizione
<b>Corporate ownership</b>	<b>family</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società privata è controllata da un individuo o da una famiglia; 0 altrimenti.
	<b>municip</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società è municipalizzata; 0 altrimenti.
	<b>state</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società è statale; 0 altrimenti.
	<b>stateown</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società è pubblica; 0 altrimenti (ovvero 1 se <i>municip</i> o <i>state</i> sono pari a 1; 0 se entrambe son pari a 0).
	<b>privateown</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società è privata; 0 altrimenti (ovvero 1 se <i>stateown</i> è 0; 0 altrimenti).
<b>Patti di sindacato</b>	<b>patt_sind</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se la società ha stabilito dei patti parasociali; 0 altrimenti.

Tabella 21 – Variabili riferite alla figura del CEO.

<i>Definizione</i>	<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<b>CEO</b>	<b>famceo</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se il CEO è imparentato con l'azionista di maggioranza; 0 altrimenti.
	<b>remolumenti</b>	Variabile che definisce la quota fissa, parte del compenso del CEO.
	<b>rbnf_non_mnt</b>	Variabile che definisce la quota di benefici non monetari del CEO.
	<b>rbonus</b>	Variabile che definisce i bonus del CEO.
	<b>rother_comp</b>	Variabile che definisce altri compensi del CEO.
	<b>rtotcomp</b>	Valore totale del compenso del CEO (somma delle 4 voci precedenti).
	<b>turnover</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se nell'anno di osservazione si è verificato un cambio di CEO; 0 altrimenti.
	<b>tenure</b>	Variabile che indica da quanti anni è in carica il CEO.
	<b>laurea</b>	Variabile dicotomica che vale 1 se il CEO è in possesso di un titolo di laurea; 0 altrimenti.
	<b>age</b>	Variabile che indica l'età del CEO (anno-birth_year).

Tabella 22 – Variabili di conto economico e stato patrimoniale.

<i>Definizione</i>	<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<b>Conto economico</b>	<b>rsales</b>	Variabile che esprime il fatturato dell'azienda nell'anno di riferimento.
	<b>valadd</b>	Variabile che esprime il valore aggiunto generato dall'azienda nell'esercizio di riferimento.
	<b>labcost</b>	Variabile che esprime il costo del lavoro sostenuto dall'azienda nell'anno di riferimento.
	<b>fincha</b>	Rappresenta gli oneri finanziari sostenuti dall'impresa nell'anno di riferimento.
	<b>taxes</b>	Variabile che esprime l'ammontare delle imposte sul reddito di esercizio (è moltiplicata per - 1 al fine di mantenere un valore sempre positivo).
	<b>depr</b>	Variabile che esprime l'ammontare degli ammortamenti relativi a immobilizzazioni materiali ed immateriali.
	<b>ris_az</b>	Variabile che esprime il risultato di competenza degli azionisti della società: è ricavato per differenza tra l'utile d'esercizio e l'utile di competenza di terzi.
<b>Stato patrimoniale</b>	<b>itn</b>	Valore che esprime il valore delle immobilizzazioni materiali nette (dai relativi ammortamenti).
	<b>gwc</b>	Variabile che esprime il valore della somma delle voci relative a giacenze, crediti commerciali e cassa.
	<b>partecipaz</b>	Variabile che esprime le attività finanziarie dell'impresa come partecipazioni azionarie in altre società.
	<b>rtotasset</b>	Variabile che rappresenta il totale dell'attivo dello stato patrimoniale della società (somma di itn, gwc, partecipazioni).

<b>equity</b>	Variabile che esprime il patrimonio netto della società.
<b>capsoci</b>	Variabile che esprime l'ammontare del capitale sociale della società.
<b>debtml</b>	Variabile che esprime l'ammontare dei debiti a medio e lungo termine (oltre i 12 mesi).
<b>debtst</b>	Variabile che esprime l'ammontare dei debiti a breve termine (entro i 12 mesi).
<b>debtot</b>	Variabile che esprime l'ammontare totale dei debiti della società come somma delle due variabili precedenti.
<b>tradebt</b>	Variabile che esprime l'ammontare dei debiti di natura commerciale della società.
<b>leverage</b>	Variabile che esprime l'ammontare della leva finanziaria della società.

Tabella 23 – Variabili di concentrazione di mercato e di intensità di investimenti in R&D e pubblicità (sunk cost).

Definizione	Variabile	Descrizione
<b>Concentrazione di mercato</b>	<b>cr5_mean</b>	Variabile che indica la media della concentrazione di settore.
	<b>cr5_q3</b>	Variabile dicotomica che vale 1 quando l'azienda appartiene a un settore con cr5 più alto del 75° percentile (settori molto concentrati); 0 altrimenti.
	<b>cr5_meanmean</b>	Variabile dicotomica che vale 1 quando l'azienda appartiene ad un settore con concentrazione sopra la media generale di cr5_mean; 0 altrimenti.
<b>Sunk cost</b>	<b>typer</b>	Variabile dicotomica che vale 1 quando l'azienda opera con un'alta intensità di spesa in R&D o con un'alta intensità di spesa in pubblicità e R&D; 0 altrimenti.
	<b>typerar</b>	Variabile dicotomica che vale 0 quando l'azienda opera con una bassa intensità di spesa in pubblicità e R&D; 1 altrimenti.

Tabella 24 – Variabili di performance dell'impresa.

Definizione	Variabile	Descrizione
<b>Performance</b>	<b>mktcap</b>	Variabile che esprime la Market capitalization. Ottenuto mediante il prodotto tra valore di mercato di ogni azione ed il numero totale di azioni in circolazione.
	<b>ROA</b>	$ROA = \frac{valadd - labcost}{totasset}$
	<b>Q_di_tobin</b>	$Q_{tobin} = \frac{mktcap - equity + totasset}{totasset}$

### 4.3 Analisi descrittiva delle proprietà del campione

In questo paragrafo si effettua un'analisi di tipo descrittivo rispetto al fenomeno degli *interlocking directorates*, nell'ottica di indagare quali siano le imprese che maggiormente adottano questa pratica nel mercato italiano delle imprese quotate.

### 4.3.1 Interlocking directorates

Entrando nel merito della presenza di *interlocking directorates* all'interno del campione considerato sono state calcolate alcune statistiche, mostrate nelle tabelle successive. Per il calcolo di queste statistiche e per l'implementazione dei successivi modelli è stato utilizzato il software Stata 14. In particolare in **Tabella 25** sono presenti alcune statistiche rispetto alla composizione del Consiglio di Amministrazione: emerge che il numero medio di amministratori in un Consiglio di Amministrazione è di 9,56 e che mediamente un'impresa condivide 2,61 di questi, corrispondente a circa il 24,9% del suo Consiglio di Amministrazione.

Tabella 25 – Statistiche descrittive riferite alla dimensione e composizione del board e al fenomeno dell'*interlocking directorship* semplice e reciproco.

<i>Variable</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<b>board_size</b>	1934	9,56515	3,006055	3	21
<b>numerodiex</b>	1934	1,700103	1,281017	0	8
<b>numerocaril</b>	1934	2,846432	1,253529	0	8
<b>n_simple_id</b>	1934	2,613237	2,715012	0	17
<b>p_simple_id</b>	1934	0,2490595	0,2133856	0	0,9333333

In **Tabella 26** sono invece riassunte le statistiche riferite alle variabili che tengono conto dei legami tra imprese di tipo *simple ID*, degli *ID reciproci* tra CEO, tra esecutivi e tra cariche rilevanti: le imprese (intese come *firm-year*) i cui amministratori sono condivisi sono circa il 79,1% del campione considerato, mentre, rispettivamente solo il 5,3%, il 10,3% ed il 23,9% creano *ID reciproci* tra CEO, tra esecutivi e tra cariche rilevanti. In particolare le osservazioni (*firm-year*) di *interlocking directorship* reciproco tra CEO sono solo 104, quelle tra esecutivi 200 mentre i casi di *ID reciproco* tra cariche rilevanti sono 463. Per quanto riguarda il dato del numero di imprese coinvolte si può notare come sia molto alto per il fenomeno di *simple ID*: 144 aziende su 155 condividono almeno un amministratore. Si hanno dimensioni minori per quanto riguarda il fenomeno dei *Reciprocal Interlock* in quanto solo 9 aziende condividono reciprocamente il proprio amministratore delegato, 11 per gli amministratori esecutivi e 43 le cariche rilevanti.

Tabella 26 – Statistiche descrittive riferite al fenomeno di *interlocking directorship* semplici e reciproci.

<i>Variable</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Nfirm</i>
<b>simple_id</b>	1934	0,7911065	0,4066233	0	1	<b>144</b>
<b>rec_ceo</b>	1934	0,0537746	0,2256306	0	1	<b>9</b>
<b>rec_ex</b>	1934	0,1034126	0,3045758	0	1	<b>11</b>
<b>rec_pres</b>	1934	0,2394002	0,4268278	0	1	<b>43</b>

Filtrando per quelle imprese che rispettivamente creano un ID reciproco tra esecutivi o tra cariche rilevanti, è stata creata la **Tabella 27** da cui si notano le statistiche sul numero di legami che ogni impresa crea con altre imprese, mediante la condivisione reciproca di amministratori esecutivi o di cariche rilevanti. Si nota come il massimo sia di 5 legami mediante amministratori esecutivi e 10 mediante cariche rilevanti.

Tabella 27 – Statistiche descrittive riferite al numero di legami di tipo ID reciproci tra esecutivi e tra cariche rilevanti creati dalle imprese, filtrando solo le aziende che effettuano la pratica.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
n_rec_ceo	104	1.211538	.6779907	1	5
n_rec_ex	200	1,56	0,9752722	1	5
n_rec_pres	436	1.892009	1.363247	1	10

Nel **Grafico 2** si può notare l'andamento nel tempo della dimensione del Consiglio di Amministrazione. Come si nota vi è stato un leggero aumento, negli anni considerati. Inoltre plottando i dati della dimensione del consiglio e del numero di amministratori condivisi si nota, come prevedibile, che imprese con *board* più alti condividono un numero maggiore di amministratori (**Grafico 3**). Questo è il motivo per cui sono state create le variabili percentuali (**p\_simple\_id**, **pa\_rec\_ex**, **pa\_rec\_pres**).

L'andamento del numero di Simple ID è in diminuzione così come si nota dal **Grafico 4a**. Per tener conto del fatto che la dimensione del *board* è in leggero aumento è stata utilizzata nel **Grafico 4b** la percentuale di amministratori condivisi in modo da tener conto anche dell'andamento della *boardsize*. Lo stesso andamento in discesa è presente per quanto riguarda anche gli *interlocking directorship* reciproci di esecutivi (**Grafico 5a**, **Grafico 5b**) e cariche significative (**Grafico 6a**, **Grafico**).

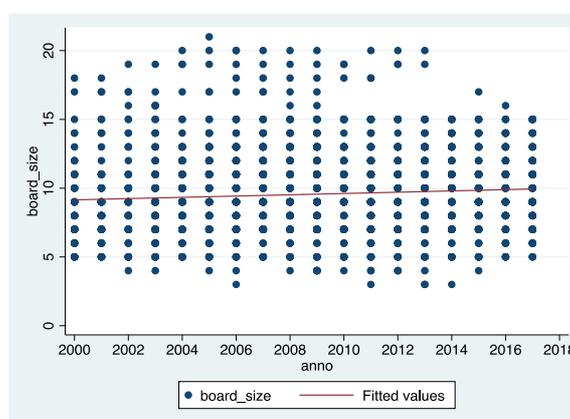


Grafico 2 - Andamento della dimensione del board nel periodo considerato

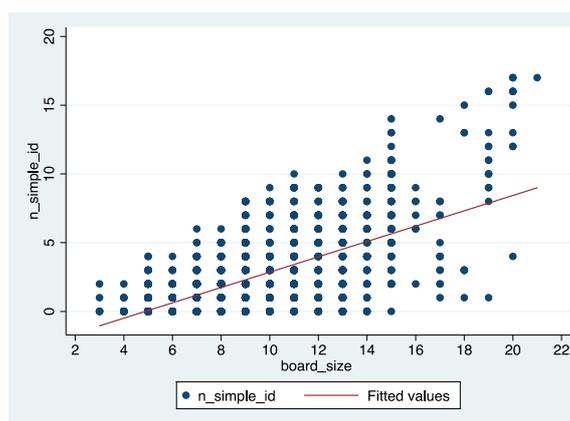


Grafico 3 – Andamento del numero di amministratori condivisi con un Simple ID rispetto alla dimensione del Consiglio di Amministrazione.

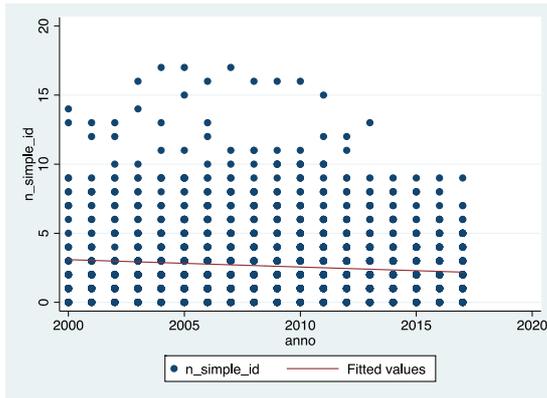


Grafico 4a- Andamento nel tempo del numero di Amministratori condivisi con un Simple ID

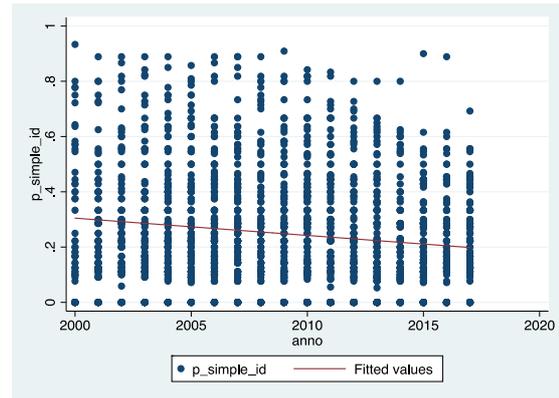


Grafico 4b – Andamento nel tempo della percentuale di amministratori condivisi con un Simple ID

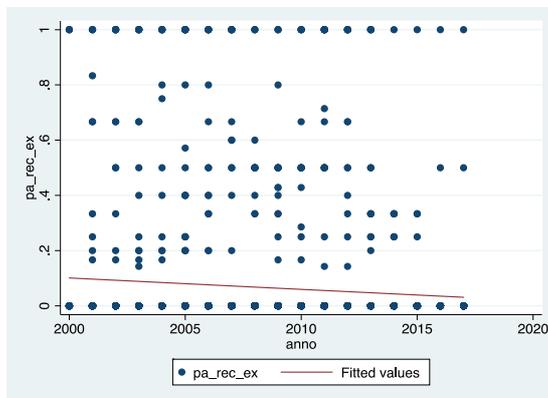


Grafico 5a- Andamento nel tempo della percentuale di amministratori condivisi con un ID reciproco tra esecutivi.

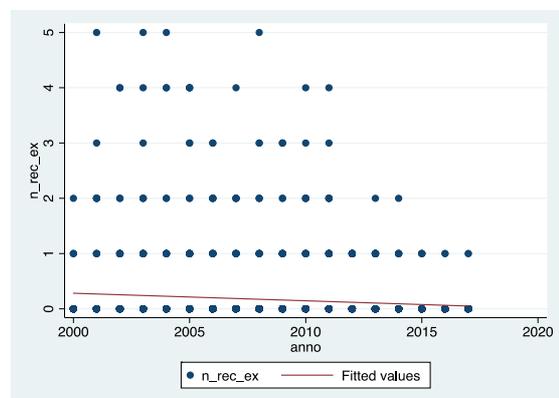


Grafico 5b – Andamento nel tempo del numero di legami di un'azienda mediante condivisione reciproca di esecutivi.

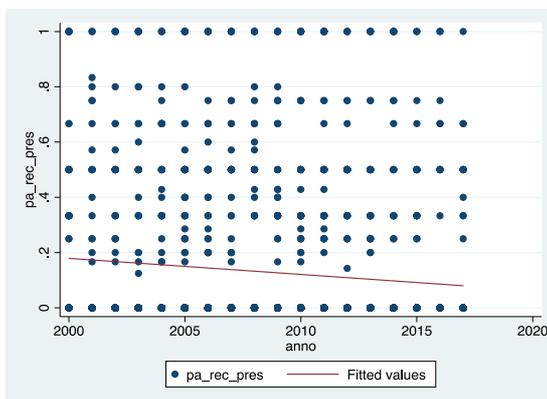


Grafico 6a - Andamento nel tempo della percentuale di amministratori condivisi con un ID reciproco tra cariche rilevanti.

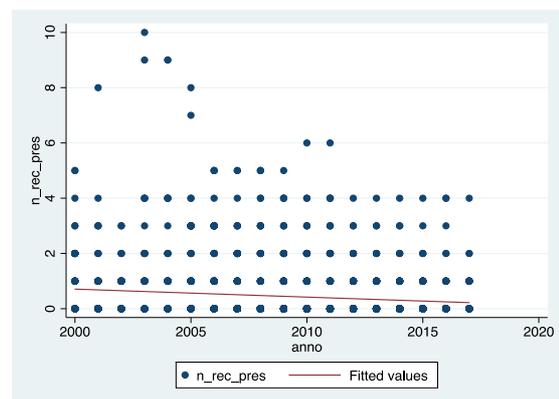


Grafico 6b - Andamento nel tempo del numero di legami di un'azienda mediante condivisione reciproca di cariche rilevanti.

Al fine di investigare quali siano gli incentivi che portano un'impresa a creare un ID e comprendere quali siano le imprese che con più probabilità condivideranno i propri amministratori si procede quindi ad un'analisi del fenomeno degli ID mediante l'analisi di alcuni Test t: la prima analisi statistica svolta è un test di ipotesi nulla sulla differenza di medie delle variabili. Per ogni test svolto

sarà indicato il livello di fiducia, dove il livello di fiducia coincide con  $1-\alpha$ ,  $\alpha$  è il livello di significatività ovvero il rischio di errore di prima specie. Significa cioè che, scegliendo ad esempio un livello di fiducia del 95%, si ha una probabilità del 5% di rifiutare l'ipotesi nulla quando questa è vera. L'ipotesi nulla è che la differenza tra le medie delle variabili in un campione o nell'altro sia uguale a zero, contro le ipotesi alternative che sia maggiore o minore di zero. La funzione utilizzata mediante il software Stata 14 è stata formula *ttest*.

#### **4.3.2 Gli interlocking directorates nelle imprese familiari**

Come descritto nei capitoli precedenti, il mercato italiano è composto in prevalenza da imprese familiari (variabile **family**): nel campione in esame in particolare 100 aziende su 155 sono di questo tipo, rappresentando il 64,5% del campione. Nell'ottica di investigare quali siano le imprese che adottano maggiormente la pratica oggetto di questa tesi e quali siano gli incentivi che spingono a condividere amministratori, sono state effettuate delle statistiche separando il campione in aziende di tipo familiare e non. Nel *dataset* le osservazioni *firm-year* di tipo familiare sono 1231 su 1932 osservazioni, rappresentano cioè circa il 63,7% delle osservazioni con una deviazione standard pari a 0,48.

Osservando le statistiche nelle tabelle sottostanti (**Tabella 28**, **Tabella 29**, **Tabella 30** e **Tabella 31**) si possono effettuare alcune considerazioni: secondo la **Tabella 28** si può rifiutare l'ipotesi nulla che la media del numero di amministratori condivisi (variabile **n\_simple\_id**) dalle imprese familiari ed imprese non familiari sia uguale, con livello di significatività dell' 1%. In effetti, emerge un aumento statisticamente significativo del numero di amministratori condivisi nelle imprese non familiari. Tuttavia, questo potrebbe essere dovuto anche al fatto che anche la media della dimensione del *board* varia in maniera significativa da 9.31 nelle imprese familiari a 10.04 nelle imprese non familiari, come indicato in **Tabella 29**. Per svincolarsi dalla dimensione del *board*, si è svolto il test sulla percentuale di amministratori condivisi mediante un *simple ID* e la tendenza per le aziende non familiari a creare più ID è confermata (**Tabella 28**). In effetti Stata evidenzia anche le ipotesi alternative per cui la differenza tra le medie dei due campioni sia maggiore o minore di zero e come si nota dai P-value di questi test, non si può rifiutare l'ipotesi che la differenza sia maggiore di zero. Se ne deduce quindi che nelle imprese non familiari la percentuale di amministratori condivisi è maggiore del 4,9%.

Tabella 28- Statistica descrittiva che indaga se il numero di legami di tipo ID semplice sia uguale nelle imprese familiari e non familiari. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	Family	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_simple_id</b>	0	701	3,092725	0,1178658	3,120662
	1	1231	2,339561	0,0688529	2,415745
	Diff		0,7531633	0,127416	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = 5.9111</b> ***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	
<b>p_simple_id</b>	0	701	.2805904	.0083973	.2223292
	1	1231	.2310775	.0058781	.2062381
	Diff		.0495129	.0100414	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = 4.9309</b> ***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	

Tabella 29 – Statistica descrittiva che indaga se la dimensione del board sia uguale nelle imprese familiari e non familiari. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	Family	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>Board_size</b>	0	701	10.03994	.12611497	3.339992
	1	1231	9.291633	.0787765	2.763923
	Diff		.7483101	.1412754	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = 5.2968</b> ***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	

Svolgendo lo stesso tipo di test (Tabella 30) per quanto riguarda il numero di legami reciproci che l'impresa crea (variabili **n\_rec\_ceo**, **n\_rec\_ex**, **n\_rec\_pres**), misure svincolate dalla dimensione del *board*, si nota che i due campioni presentano medie significativamente differenti solo per il numero di legami tra esecutivi e quello tra cariche rilevanti. Anche in questo caso sono le imprese non familiari a creare un numero maggiore di *interlocking directorates*. I casi di ID reciproco tra CEO non sono invece significativamente diversi, questo è anche dovuto al fatto che come anticipato i casi di ID reciproco tra CEO sono una minoranza, solo 104 osservazioni firm-year nell'intero campione, di cui solo 74 provenienti da imprese familiari. Il numero di imprese che nel tempo

hanno creato ID reciproci tra CEO è solo 9 di cui 6 sono familiari. Ragionevole pensare quindi che la differenza non venga colta in quanto il fenomeno è molto poco diffuso, sommando invece anche i casi di condivisione reciproca di esecutivi (svolto da 11 aziende di cui 8 familiari) e di cariche rilevanti si ottengono i risultati di cui sopra.

Tabella 30 – Statistica descrittiva del numero di legami di tipo ID reciproco che stabiliscono le imprese familiari e quelle non familiari. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	Family	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_rec_ceo</b>	0	701	.0684736	.0150208	.3976956
	1	1,231	.0633631	.0073167	.256711
	diff		.0051105	.0149152	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 0.3426
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.6340			Pr( T  >  t ) = 0.7319	Pr(T > t) = 0.3660	
<b>n_rec_ex</b>	0	701	.1982882	.0270647	.7165771
	1	1,231	.1405361	.0132216	.4638889
	diff		.057752	.0269075	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 2.1463 **
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9840			Pr( T  >  t ) = 0.0320	Pr(T > t) = 0.0160	
<b>n_rec_pres</b>	0	700	.5363766	.0470946	1.246895
	1	1,232	.4061738	.0259919	.9119411
	diff		.1302028	.0494886	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 2.6310 ***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9957			Pr( T  >  t ) = 0.0086	Pr(T > t) = 0.0043	

I risultati che provengono dal test svolto sulle percentuali di esecutivi che le imprese condividono reciprocamente denotano che le imprese non familiari in media condividono percentuali maggiori di esecutivi e cariche rilevanti ma si tratta di una differenza non significativamente rilevante, come si nota dalla **Tabella 31**.

Tabella 31 – Statistica descrittiva della percentuale di esecutivi e di cariche rilevanti che le imprese familiari e non familiari condividono reciprocamente. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	Family	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>pa_rec_ex</b>	0	701	.071561	.0087818	.2325108
	1	1231	.0602124	.0058115	.2039014
	Diff		.0113487	.0101598	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.1170
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.8679			Pr( T  >  t ) = 0.2641	Pr(T > t) = 0.1321	
<b>pa_rec_pres</b>	0	701	.1405764	.0101116	.2677189
	1	1,231	.1197362	.0071146	.2496202
	Diff		.0208402	.0121288	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.7182
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1930	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9570			Pr( T  >  t ) = 0.0859	Pr(T > t) = 0.0430	

Queste prime statistiche sono coerenti con l'idea che le imprese familiari italiane siano tendenzialmente si più restie a condividere i propri amministratori, nell'ottica di poter mantenere il controllo dell'azienda ed evitare diffusione di informazioni. Come sottolineato dalla letteratura, la creazione di questo tipo di legami porta alla diffusione di informazioni da una società all'altra. Mentre da un lato, come sottolineato dalla letteratura riguardante il Resource Dependence Model (Drago e al., 2011; Mizruchi, Stearns, 1988; Selznick, 1949; Pfeffer e Salancik, 1978; Thompson e McEwen, 1958; Dooley, 1969; Pfeffer, 1972; Davis, 1991; Di Maggio e Powell, 1983;) le imprese ricorrono alla creazione di ID nell'ottica di ridurre l'incertezza a cui sono sottoposte in termini di clienti, fornitori e competitors (motivazione per la quale le imprese non familiari potrebbero ricorrervi), dall'altro la condivisione di membri del Consiglio di Amministrazione, sottopone la proprietà a maggiori rischi. Come già sottolineato le imprese familiari, hanno la tendenza ad evitare di diluire le proprie quote di controllo, nell'ottica di salvaguardare i propri interessi ed il controllo della società. Ora, sebbene, la condivisione di amministratori, non porti in modo diretto ad una perdita di potere, tuttavia porta a meccanismi di diffusione delle informazioni e ad una sorta di controllo sull'operato del Consiglio di Amministrazione. In effetti, anche secondo il Financial Control Model (Hilferding, 1981; Dooley, 1969; Mizruchi, 1996; Mizruchi e Stearns, 1988; Drago e al., 2011, Mariolis, 1975; Drago e al., 2011; Rommens et al., 2008; Mizruchi and Stearns, 1994), la condivisione di amministratori consente alle imprese coinvolte di esercitare un'operazione di monitoring sulle operazione delle aziende (in particolare quando è coinvolta una banca).

Dall'altro lato sono invece le imprese non familiari a voler creare maggiormente legami di tipo ID reciproco o semplici condivisioni di amministratori. Contrariamente alle imprese familiari, queste, avranno interesse a condividere informazioni verso l'esterno nell'ottica di ridurre l'incertezza che le riguarda e migliorare le performance aziendali. Allo stesso tempo è possibile che questo tipo di imprese abbia maggiori interessi a voler monitorare altre imprese e sia disposto a sua volta a subire questa forma di *monitoring* dall'esterno nell'ottica di ottenere benefici. Si pensi al già citato Financial Control Model che descrive gli ID come un meccanismo attuato dalle imprese a seguito della necessità delle imprese di accedere più facilmente ai capitali.

#### **4.3.3 Gli interlocking directorates nelle imprese con CEO che appartiene alla famiglia**

Per confermare la tendenza, delle imprese familiari, ad evitare la condivisione di amministratori, si è svolto un test di differenza tra medie del numero di amministratori condivisi nelle imprese familiari, il cui Amministratore Delegato appartiene alla famiglia e quelle che hanno un CEO svincolato dalla famiglia (variabile **famceo**). Si sottolinea che il test su Stata è stato effettuato filtrando per le imprese familiari. Poiché la dimensione del Consiglio di Amministrazione è significativamente maggiore nelle imprese che hanno CEO scollegato dalla famiglia, le statistiche sono state calcolate sulle percentuali di amministratori condivisi e sul numero di legami, per evitare distorsioni dovute al fatto che aziende con *board* più ampi possano condividere un numero maggiore di amministratori. In **Tabella 32** si nota in effetti che la percentuale di amministratori condivisi (mediante un *simple ID*) è più alta se il CEO è slegato dalla famiglia proprietaria. Per quanto riguarda il numero di legami e la percentuale di amministratori reciprocamente condivisi tramite ID reciproco tra esecutivi o cariche rilevanti, la differenza non è significativa. I risultati sono ancora una volta coerenti con il pensiero, già descritto nel paragrafo precedente, per cui le imprese familiari sono restie a creare collegamenti mediante la condivisione di amministratori. Ancora più restie lo sono quelle imprese familiari che hanno come amministratore delegato un membro interno della famiglia, in quanto nell'ottica di mantenere il controllo della società ed evitare diffusione di informazioni tendono a evitare legami con l'esterno. Come nel caso precedente non vi è evidenza di significative differenze per quanto riguarda l'attuazione di ID reciproci, ma questo è sempre imputabile alla scarsa occorrenza del fenomeno in imprese familiari con CEO appartenente alla famiglia.

Tabella 32 – Statistica descrittiva della presenza di ID semplici o reciproci tra imprese familiari il cui CEO appartiene alla famiglia proprietaria. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	FamCEO	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>p_simple_id</b>	0	528	.261979	.0090192	.2072462
	1	703	.2078683	.0076391	.2025442
	Diff		.0541107	.0117811	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 4.5930***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1229	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	
<b>pa_rec_ex</b>	0	528	.0625406	.0091057	.2092322
	1	703	.0584637	.0075407	.1999364
	Diff		.0040769	.0117465	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 0.3471
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1229	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.6357			Pr( T  >  t ) = 0.7286	Pr(T > t) = 0.3643	
<b>pa_rec_pres</b>	0	528	.1180691	.010016	.2301496
	1	703	.1209883	.0099364	.263454
	Diff		-.0029192	.0143808	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.2030
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1229	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.4196			Pr( T  >  t ) = 0.8392	Pr(T > t) = 0.5804	
<b>n_rec_ceo</b>	0	528	.0568182	.0100841	.2317144
	1	703	.0682788	.010336	.2740501
	Diff		-.0114606	.014786	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.7751
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1229	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.2192			Pr( T  >  t ) = 0.4384	Pr(T > t) = 0.7808	
<b>n_rec_ex</b>	0	528	.1306818	.0179828	.4132138
	1	703	.1479374	.0188102	.498737
	Diff		-.0172556	.0267209	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.6458
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1229	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.2593			Pr( T  >  t ) = 0.5185	Pr(T > t) = 0.7407	
<b>n_rec_pres</b>	0	528	.4621212	.0442662	1.017161
	1	703	.3641536	.0310169	.8223868
	Diff		.0979676	.0524641	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.8673

	Ho: diff = 0	degrees of freedom = 1229	
	Ha: diff < 0	Ha: diff != 0	Ha: diff > 0
	Pr(T < t) = 0.9690	Pr( T  >  t ) = 0.0621	Pr(T > t) = 0.0310

#### 4.3.4 Gli interlocking directorates nelle imprese con patti di sindacato

In questo paragrafo si è voluto indagare se esista un legame tra presenza di ID e presenza di patti di sindacato nelle imprese (variabile **patti\_sind**). Anche in questo caso sono state utilizzate le variabili riferite alla percentuale di amministratori condivisi e al numero di legami, che sono svincolate dalla *board size*, che si è trovato essere significativamente maggiore nelle imprese che sono coinvolte in patti di sindacato. In questo caso gli unici risultati significativi (**Tabella 33**) sono rispetto al numero di legami che le imprese creano mediante condivisione reciproca di esecutivi e di cariche rilevanti: questi sono significativamente maggiori nelle imprese che sono coinvolte in patti di sindacato. Di norma quando ci sono patti di sindacato l'azionariato è diffuso e chi li stipula ha quote relativamente grandi. Il sindacato obbliga chi lo stipula ad attuare lo stesso comportamento per cinque anni (sindacato di voto o di blocco). In imprese con azionariato diffuso, azionisti con una maggioranza relativa, stipulano un accordo mediante la sottoscrizione di tali patti parasociali, per riuscire a controllare la società (Cottino, 2015,). In questo contesto ben si colloca la presenza di un numero maggiore di legami, mediante la condivisione reciproca di esecutivi e cariche rilevanti. In primo luogo come sottolineato nei paragrafi precedenti, le imprese più inclini a creare legami tra aziende mediante la condivisione di amministratori sono le non familiari, imprese in cui l'azionariato è maggiormente diffuso. In secondo luogo, come suggerito in parte dalla Systemic Collusion Theory (Drago et al., 2008, Drago e al., 2009, Drago e al., 2011) l'ID è un meccanismo usato dagli *shareholder* di gruppi di società quotate per stabilire un coordinamento tra aziende che non operano per forza nello stesso settore, con l'intento di controllare la società ed espropriare azionisti di minoranza. Gli Interlocking Directorates insieme ai i patti di sindacato svolgono la funzione di consentire alle imprese di operare sotto reciproco controllo.

Tabella 33 – Analisi descrittiva della presenza di ID semplici o reciproci tra aziende coinvolte e non coinvolte in patti parasociali. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	Patti_sind	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>p_simple_id</b>	0	1,281	0.2546983	0.005798	.2075154
	1	629	0.240644	0.0090349	.2265953
	diff		0.0140543	0.0104183	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.3490
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1908	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9113			Pr( T  >  t ) = 0.1775	Pr(T > t) = 0.0887	
<b>pa_rec_ex</b>	0	1,281	.0605944	.0057856	.2070713
	1	629	.0733931	.0092684	.2324505
	diff		-.0127987	.0105045	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -1.2184
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1908	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.1116			Pr( T  >  t ) = 0.2232	Pr(T > t) = 0.8884	
<b>pa_rec_pres</b>	0	1,281	.1261849	.0070986	.2540659
	1	629	.1327712	.0105532	.264673
	diff		-.0065863	.0125421	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.5251
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1908	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.2998			Pr( T  >  t ) = 0.5996	Pr(T > t) = 0.7002	
<b>n_rec_ceo</b>	0	1,281	.0608899	.0067745	.2424655
	1	629	.0763116	.0171614	.4304069
	diff		-.0154217	.0154281	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.9996
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1908	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.1588			Pr( T  >  t ) = 0.3176	Pr(T > t) = 0.8412	
<b>n_rec_ex</b>	0	1,281	.1334895	.0124993	.4473649
	1	629	.2209857	.0303679	.7616223
	diff		-.0874962	.0277641	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -3.1514***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1908	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0008			Pr( T  >  t ) = 0.0017	Pr(T > t) = 0.9992	
<b>n_rec_pres</b>	0	1,281	.4176425	.0253724	.9081064
	1	629	.5325914	.0513255	1.287236
	diff		-.1149489	.0510315	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -2.2525**

	Ho: diff = 0	degrees of freedom = 1908	
	Ha: diff < 0	Ha: diff != 0	Ha: diff > 0
	Pr(T < t) = 0.0122	Pr( T  >  t ) = 0.0244	Pr(T > t) = 0.9878

#### 4.3.5 Gli interlocking directorates nelle imprese private e pubbliche

Poiché nel campione considerato coesistono aziende private e aziende pubbliche (variabile **stateown**) è interessante notare come siano distribuiti gli ID tra di esse. Nelle tabelle sottostanti sono riassunti i risultati del test svolto per catturare la maggiore o minore presenza di ID tra imprese pubbliche o private: in **Tabella 34** si può notare come la differenza tra amministratori condivisi (mediante un ID semplice) non sia significativamente diversa nei due gruppi. Allo stesso modo il numero di legami che le imprese creano con la condivisione reciproca dell'amministratore delegato non varia. Le imprese private invece tendono a creare un numero significativamente maggiore di legami creati mediante condivisione di esecutivi o di cariche rilevanti rispetto alle pubbliche. In **Tabella 35** si nota come le imprese private condividano percentuali maggiori delle proprie cariche rilevanti mediante ID reciproci. Sebbene inizialmente si potesse pensare di trovare risultati opposti in realtà l'evidenza è che siano imprese non statali a creare più legami.

Tabella 34 – Statistiche descrittive rispetto al numero di amministratori condivisi e di legami di tipo ID reciproci in imprese pubbliche e private. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	stateown	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_simple_id</b>	0	1,698	2.65371	.068661	2.8293
	1	236	2.322034	.1075516	1.65224
	diff		.3316763	.1885124	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.7594
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9607		Pr( T  >  t ) = 0.0787		Pr(T > t) = 0.0393	
<b>n_rec_ceo</b>	0	1,698	.0694935	.0079866	.3291028
	1	1,698	.0694935	.0079866	.3291028
	Diff		.0355952	.0218734	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.6273
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9481		Pr( T  >  t ) = 0.1038		Pr(T > t) = 0.0519	
<b>n_rec_ex</b>	0	1,698	.1766784	.0145616	.6000375
	1	236	.0508475	.0143307	.220153
	Diff		.125831	.0394303	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 3.1912***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	

		Pr(T < t) = 0.9993	Pr( T  >  t ) = 0.0014	Pr(T > t) = 0.0007
<b>n_rec_pres</b>	0	1,698	.4799764	.0264363
	1	236	.2584746	.0414385
	diff		.2215019	.0725844
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 3.0516***	
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.9988		Pr( T  >  t ) = 0.0023	Pr(T > t) = 0.0012	

Tabella 35 - Statistiche descrittive rispetto alla percentuale di amministratori condivisi con ID semplici e reciproci in imprese pubbliche e private. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%

Variabile	stateown	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>p_simple_id</b>	0	1,698	.2505462	.0052929	.2181047
	1	236	.2383625	.0114411	.1757615
	Diff		.0121837	.0148254	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 0.8218		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.7944		Pr( T  >  t ) = 0.4113	Pr(T > t) = 0.2056		
<b>pa_rec_Ex</b>	0	1,698	.0676987	.0053047	.2185897
	1	236	.039548	.0118574	.1821567
	Diff		.0281507	.0149008	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 1.8892		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9705		Pr( T  >  t ) = 0.0590	Pr(T > t) = 0.0295		
<b>pa_rec_pres</b>	0	1,698	.1333565	.0063734	.2626279
	1	236	.0826271	.0130591	.2006184
	Diff		.0507294	.0177769	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -2.8537***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9978		Pr( T  >  t ) = 0.0044	Pr(T > t) = 0.0022		

#### 4.3.6 Gli interlocking directorates nelle imprese con alta o bassa intensità di ricerca e spesa in pubblicità

Come suggerito dalla letteratura, la condivisione di amministratori tra aziende rende più facile l'ingresso di informazioni dall'esterno e allo stesso tempo la fuoriuscita di informazioni verso l'esterno. La condivisione di informazioni, come già sottolineato nel caso delle imprese familiari e non, può da un lato essere un fattore positivo per le imprese, in termini di *performance* aziendali ma può allo stesso tempo danneggiarle, se questa porta a lasciar trapelare informazioni riservate o

a perdita di controllo societario. In letteratura esiste uno studio svolto su un campione di imprese in India, dal quale si nota come questi legami portino risultati positivi in termini di Ricerca e Sviluppo e di numero di brevetti depositati: le prove suggeriscono che questi impatti positivi derivino dalla trasmissione di informazioni tra amministratori (Helmets, Patnam, Rau, 2017). Tuttavia è lecito pensare che imprese che hanno informazioni “da tutelare” ed un livello di *sunk cost* elevato, come imprese che operano con alta intensità di Ricerca e Sviluppo o ad alta intensità di Ricerca e Sviluppo e Pubblicità (come ad esempio le imprese farmaceutiche) tendano ad evitare di condividere amministratori tra diversi Consigli di Amministrazione.

In **Tabella 36** si è svolto un test di differenza della media del numero di legami di tipo ID tra le imprese che operano con *sunk cost* molto elevati, cioè con alta intensità di spesa in Ricerca e Sviluppo e alta intensità di spesa in R&D e pubblicità (variabile **typer** che vale uno) e quelle che operano con medio e bassa intensità di spesa in R&D o R&D e pubblicità (variabile **typer** che vale zero). Si nota, come la media del numero di legami sia significativamente maggiore per imprese con bassi *sunk cost*, sia per quanto riguarda gli ID reciproci tra esecutivi che tra cariche rilevanti. Anche il numero di amministratori condivisi reciprocamente è più alto per imprese a medio-bassa spesa in R&D e R&D e pubblicità. Allo stesso modo in **Tabella 37** sono evidenziati i risultati per imprese con bassa intensità di spesa in R&D e pubblicità e quelle a medio alta intensità di spesa in R&D e Advertising. Coerentemente con quanto detto in precedenza le imprese che investono poco in R&D e pubblicità tendono a partecipare ad un numero maggiore di ID, siano essi semplici (condividendo un numero più alto di amministratori tramite *simple ID*) o reciproci (tra CEO, esecutivi o cariche rilevanti). Tali risultati sono coerenti con il ragionamento per cui le imprese ad alta intensità di spesa in ricerca o in ricerca e pubblicità, per motivi di concorrenza e di tendenza a non diffondere informazioni all'esterno della propria azienda, tendono a non condividere i propri amministratori. Le imprese che invece non investono in Ricerca e Sviluppo o in pubblicità avranno a loro volta la tendenza a voler condividere con più aziende amministratori nell'ottica di ridurre l'incertezza che le riguarda.

Tabella 36- Statistiche descrittive rispetto all'entità del fenomeno di ID nelle imprese con alti sunk cost. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	typer	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
n_simple_id	0	1,107	2.62421	0.0801116	2.665443
	1	827	2.598549	0.0967235	2.781537
	diff		.0256606	0.1248191	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 0.2056
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.5814		Pr( T  >  t ) = 0.8371		Pr(T > t) = 0.4186	

<b>n_rec_ceo</b>	0	1,107	0.0740741	0.0087587	.2914172
	1	827	0.0532044	0.0119568	.3438477
	diff		0.0208697	0.0144737	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 1.4419		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9253		Pr( T  >  t ) = 0.1495	Pr(T > t) = 0.0747		
<b>n_rec_ex</b>	0	1,107	0.2122855	0.0194067	.645693
	1	827	0.0931076	0.0152003	.4371251
	diff		0.1191778	0.026015	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 4.581***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>n_rec_pres</b>	0	1,107	0.5401987	0.0335845	1.117412
	1	827	0.3361548	0.0324329	.9326918
	diff		0.204044	0.0479134	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 4.2586***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>na_rec_pres</b>	0	1,107	0.5284553	0.0310692	1.033723
	1	827	0.2623942	0.0215101	.6185788
	diff		0.2660611	0.0404708	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 6.5742***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>na_rec_ex</b>	0	1,107	0.2231256	.0209212	.6960805
	1	827	0.0749698	.010076	.2897604
	diff		0.1481558	.0257254	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 5.759***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>pa_rec_ex</b>	0	1,107	0.0754226	.0066947	.2227434
	1	827	0.0493263	.0070395	.202439
	diff		0.0260963	.0098496	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 2.6495***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9959		Pr( T  >  t ) = 0.0081	Pr(T > t) = 0.0041		
<b>pa_rec_pres</b>	0	1,107	0.1450445	.0079158	.2633728
	1	827	0.1032346	.008512	.2447856

	diff	0.0418099	.0117476	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 3.559***</b>	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932	
	Ha: diff < 0	Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.9998	Pr( T  >  t ) = 0.0004	Pr(T > t) = 0.0002	

Tabella 37 - Statistiche descrittive rispetto all'entità del fenomeno di ID nelle con bassi sunk cost. \*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	typerar	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_simple_id</b>	0	827	2.810157	.0987046	2.83851
	1	1,107	2.466125	.0784624	2.610571
	diff		.3440325	.1245748	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 2.7617***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9971		Pr( T  >  t ) = 0.0058	Pr(T > t) = 0.0029		
<b>n_rec_ceo</b>	0	827	.0882709	.0107238	.30839
	1	1,107	.0478771	.0095841	.3188793
	diff		.0403937	.0144523	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 2.7950***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9974		Pr( T  >  t ) = 0.0052	Pr(T > t) = 0.0026		
<b>n_rec_ex</b>	0	827	.2527207	.0248014	.713228
	1	1,107	.0930443	.0125688	.4181857
	diff		.1596764	.0259024	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 6.1645***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>n_rec_pres</b>	0	827	0.6227328	0.042127	1.211473
	1	1,107	0.3261066	0.0265843	.8845037
	diff		0.2966262	0.0476624	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 6.2235***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000		
<b>na_rec_ex</b>	0	827	.2575574	.0260102	.7479919
	1	1,107	.0867209	.0106809	.3553706
	diff		.1708366	.0256525	
	diff = mean(0) - mean(1)		<b>t = 6.6596***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		

		Pr(T < t) = 1.0000	Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000
<b>na_rec_pres</b>	0	827	.6191052	.0390754
	1	1,107	.2619693	.0186976
	diff		.3571359	.0401062
	diff = mean(0) - mean(1)			<b>t = 8.9048***</b>
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	
<b>pa_rec_ex</b>	0	827	.0889676	.0083231
	1	1,107	.0458081	.0057758
	diff		.0431595	.0098185
	diff = mean(0) - mean(1)			<b>t = 4.3957***</b>
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	
<b>pa_rec_pres</b>	0	827	.1680745	.0097597
	1	1,107	.0966049	.0069744
	diff		.0714696	.0116733
	diff = mean(0) - mean(1)			<b>t = 6.1225***</b>
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 0.0000	

#### 4.3.7 Gli interlocking directorates nelle imprese con alta e bassa concentrazione di mercato

Nel presente paragrafo è stata svolta un'analisi per comprendere la presenza di Interlocking directorate tra aziende appartenenti a settori più o meno concentrati (variabile **cr5\_q3** o **cr5\_meanmean**). Essendo gli ID un meccanismo con cui le imprese possono scambiarsi informazioni e strategie aziendali, avere *directorates* in settori concentrati può indurre a pensare alla messa in atto di fenomeni collusivi da parte delle aziende coinvolte. Si ricorda infatti che secondo il Collusion Model (Drago e al., 2011; Dooley, 1969; Carbonai e Di Bartolomeo, 2006; Pennings (1980); Burt (1983); Mizruchi, 1996), descritto nel Capitolo Terzo gli ID sono un modo per creare canali comunicativi tra aziende nell'ottica di attuare accordi a sfavore dei consumatori (Drago e al., 2011). Esistono in effetti studi, come Pennings (1980) e Burt (1983) che esaminano proprio la relazione tra concentrazione di mercato e ID nel mercato statunitense: trovando una relazione tra concentrazione di mercato e ID ed in particolare che gli ID tra aziende sono più probabili in settori mediamente concentrati.

In questo caso le variabili con cui si effettueranno i test sono quelle che colgono la presenza o meno di ID. In **Tabella 38** sono descritte le statistiche rispetto all'indice di concentrazione **cr5\_mean**, che per ogni azienda indica la media della concentrazione del mercato di appartenenza. Come si

nota dalla **Tabella 38**, la maggior parte delle imprese opera in mercati poco concentrati, come è evidente dal fatto che il 75% del campione opera in mercati con **cr5\_mean** sotto il 23,09%.

Tabella 38 – Statistiche descrittive rispetto all'indice di concentrazione di mercato.

	<i>Percentile</i>	<i>Smallest</i>		
<b>1%</b>	3.97375	2.527017		
<b>5%</b>	4.591297	2.527017		
<b>10%</b>	5.443885	2.527017	<i>Obs</i>	1,869
<b>25%</b>	8.796755	2.527017	<i>Sum of Wgt.</i>	1,869
<b>50%</b>	16.01481		<i>Mean</i>	19.14693
		<i>Largest</i>	<i>Std. Dev.</i>	14.65025
<b>75%</b>	23.09726	83.54213		
<b>90%</b>	33.49207	83.54213	<i>Variance</i>	214.6298
<b>95%</b>	53.68587	83.54213	<i>Skewness</i>	1.82884
<b>99%</b>	82.31549	83.54213	<i>Kurtosis</i>	7.182137

Si procede quindi con un'analisi sulla differenza tra medie del numero di legami creati tramite ID e del numero di amministratori condivisi appartenenti a imprese in settori ad alta e bassa concentrazione. Dalla **Tabella 39** si evince che nei settori più concentrati (**cr5\_q3=1**) il numero e la percentuale di amministratori condivisi sono più alti rispetto a settori meno concentrati. Al contrario la differenza non è significativa se si considerano gli ID reciproci. Risultati analoghi sono presenti in **Tabella 40**, dove l'analisi è svolta rispetto alla variabile **cr5\_meanmean** ovvero per quelle imprese operanti in settori con concentrazione sopra la media. I risultati di queste statistiche sono consistenti con l'idea che la concentrazione di mercato faciliti la creazione di legami tra imprese. Gli *interlocking directorship* aumentano quindi con la concentrazione di mercato. Tuttavia il fenomeno significativo è solo quello di *interlocking directorship* semplici. Come anticipato in letteratura è presentata la dimostrazione di un legame positivo tra ID e concentrazione di mercato, coerente con quanto trovato nel presente lavoro. Tuttavia a differenza degli studi di Pennings (1980) e Burt (1983) non si ha riscontro del fatto che in settori altamente concentrati il bisogno di fare *interlocking* nell'ottica di fare accordi per la fissazione del prezzo diminuisca come sosteneva Mizruchi, (1996).

Tabella 39 – Statistiche descrittive rispetto al numero e alla percentuale di amministratori condivisi mediante ID semplici e reciproci in imprese appartenenti a settori più o meno concentrati. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	cr5_q3	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_simple_id</b>	0	1,225	2.324898	.070103	2.453604
	1	709	3.111425	.1146844	3.053709
	Diff		-.7865266	.1268953	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -6.1982***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000	
<b>p_simple_id</b>	0	1,225	.2256667	.0059308	.2075769
	1	709	.2894772	.0081629	.2173532
	Diff		-.0638105	.0099668	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -6.4023***
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000	
<b>n_rec_ceo</b>	0	1,225	.0620408	.0072717	.2545098
	1	709	.0705219	.0149688	.3985743
	Diff		-.008481	.0148666	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.5705
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.2842			Pr( T  >  t ) = 0.5684	Pr(T > t) = 0.7158	
<b>n_rec_ex</b>	0	1,225	.155102	.0151585	.5305462
	1	709	.1720733	.0236602	.6300021
	Diff		-.0169713	.026851	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.6321
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.2637			Pr( T  >  t ) = 0.5274	Pr(T > t) = 0.7363	
<b>n_rec_pres</b>	0	1,225	.444898	.0285075	.9977633
	1	709	.4668547	.0423541	1.127764
	diff		-.0219568	.0494196	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -0.4443
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1932	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.3284			Pr( T  >  t ) = 0.6569	Pr(T > t) = 0.6716	
<b>pa_rec_ex</b>	0	1,225	.0591234	.0056773	.1987069
	1	709	.0731446	.0089967	.2395549
	diff		-.0140212	.0101258	
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -1.3847

	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.0832	Pr( T  >  t ) = 0.1663	Pr(T > t) = 0.9168		
<b>pa_rec_pres</b>	0	1,225	.1200583	.007017	.2455956
	1	709	.1394469	.0102795	.2737124
	diff		-.0193886	.0120924	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.6034		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.0545	Pr( T  >  t ) = 0.1090	Pr(T > t) = 0.9455		

Tabella 40 – Statistiche descrittive rispetto al numero e alla percentuale di amministratori condivisi mediante di ID semplici, reciproci in imprese appartenenti a settori più o meno concentrati. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	cr5_meanmean	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>n_simple_id</b>	0	1,150	2.390435	.0730011	2.475589
	1	784	2.940051	.1072886	3.00408
	Diff.		-.5496162	.1251551	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -4.3915***		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.0000	Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000		
<b>p_simple_id</b>	0	1,150	.2307367	.0061059	.2070628
	1	784	.275936	.0078471	.2197187
	Diff.		-.0451993	.0098319	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -4.5972***		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.0000	Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000		
<b>n_rec_ceo</b>	0	1,150	.0643478	.0076455	.2592724
	1	784	.0663265	.0136603	.3824887
	Diff.		-.0019787	.0145925	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -0.1356		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.4461	Pr( T  >  t ) = 0.8922	Pr(T > t) = 0.5539		
<b>n_rec_ex</b>	0	1,150	.1573913	.0159585	.5411783
	1	784	.1670918	.0217017	.6076471
	Diff.		-.0097005	.0263557	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -0.3681		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932		
	Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
	Pr(T < t) = 0.3564	Pr( T  >  t ) = 0.7129	Pr(T > t) = 0.6436		

<b>n_rec_pres</b>	0	1,150	.4591304	.0301053	1.020921
	1	784	.4438776	.038745	1.084861
	Diff.		.0152529	.0485059	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 0.3145		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.6234		Pr( T  >  t ) = 0.7532		Pr(T > t) = 0.3766	
<b>pa_rec_ex</b>	0	1,150	.0579068	.0057963	.1965626
	1	784	.0735878	.0085178	.2384993
	Diff.		-.015681		
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.5781		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0574		Pr( T  >  t ) = 0.1147		Pr(T > t) = 0.9426	
<b>pa_rec_pres</b>	0	1,150	.1204969	.0072515	.2459107
	1	784	.1369488	.0096724	.2708266
	Diff.		-.0164519	.0118706	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.3859		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1932			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0830		Pr( T  >  t ) = 0.1659		Pr(T > t) = 0.9170	

In **Tabella 41** sono invece riassunte le statistiche rispetto alla concentrazione di mercato delle imprese a gestione familiare. Si nota, coerentemente con i risultati precedenti, che le imprese non familiari operano in settori mediamente più concentrati.

Tabella 41 – Statistiche descrittive rispetto alla concentrazione di mercato dei settori in cui operano le imprese pubbliche e le imprese familiari. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	family	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>cr5_mean</b>	0	680	24.59871	.6226435	16.23656
	1	1,187	15.998	.3674779	12.66067
	Diff		8.600718	.6765971	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 12.7117***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1865			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000	

#### 4.3.8 Gli interlocking directorates e la paga del CEO

Come anticipato nel Capitolo Terzo, in letteratura esistono numerosi studi che indagano se la presenza di ID tra imprese, porti ad aumenti nella paga del CEO. In primo luogo secondo il Management Control Model (Drago et al. , 2011; Fattobene et al.; 2018; Palmer, 1983; Fich e White, 2003; Cochran, Wood e Jones, 1985; Fich, White, 2005; Cochran, Wood e Jones, 1985; Hallock (1997), Fattobene e al., 2018) ed il Career Advancement Model (Stockman, Van der Knoop e Wasseur, 1998; Zajac 1988; Mizruchi, 1996; Useem,1984; Mace,1971) gli amministratori decidono di creare un ID nell'ottica di migliorare i propri compensi, il proprio prestigio, ed aumentare il potere personale. In particolare, uno studio di Hallock (1997) ha analizzato il ruolo del *board*, la sua composizione e la presenza di *interlocks* sui compensi dei CEO (nel mercato degli Stati Uniti), arrivando alla conclusione che i compensi degli amministratori esecutivi sono influenzati dalla presenza di un ID. In questa sede si è valutato se questo accada anche nel campione in esame. In **Tabella 42** sono mostrati i risultati del test di differenza tra le medie per la variabile **rtotcomp**, somma cioè di tutte le componenti che formano la remunerazione del CEO (quota fissa, benefici non monetari, altre componenti e bonus). Come si nota, la differenza è significativa e la paga del CEO nelle imprese *interlocked* (con Simple ID e con *reciprocal* ID tra CEO, esecutivi e cariche rilevanti) è maggiore. Il risultato è coerente con la letteratura citata: come suggerito da Hallock (1997) se due amministratori delegati o i loro subordinati prestano servizio nei relativi consigli, possono avere l'incentivo e l'opportunità di aumentare la retribuzione reciproca. Tuttavia il fatto di avere paghe più alte in imprese *interlocked* può essere dovuto anche alla tipologia di imprese, poiché le non familiari presentano un numero maggiore di legami di tipo ID e nelle imprese non familiari la paga dell'amministratore delegato ha media significativamente maggiore. (**Tabella 43**). Si è quindi consapevoli che questo risultato non dimostra che una diretta relazione causale tra presenza di ID e aumento della paga del CEO. Si è consapevoli inoltre, della possibile relazione tra *pay* e *performance*, come suggerito dalla letteratura, si può interpretare il risultato come coerente con il Resource Dependence Model (Drago e al., 2011; Mizruchi, Stearns, 1988; Selznick, 1949; Pfeffer e Salancik, 1978; Thompson e McEwen,1958; Dooley, 1969; Pfeffer, 1972; Davis, 1991; Di Maggio e Powell , 1983;). In questo modo lo scopo delle imprese è di ridurre la propria incertezza in termini di fornitori, *competitors* e condizioni macroeconomiche, nell'ottica di migliorare le proprie performance a breve e lungo termine. Se le *performance* aziendali migliorano, se ne deduce che la paga dell'Amministratore Delegato possa aumentare di conseguenza. Tuttavia il singolo test di differenza tra medie non è sufficiente a dimostrare quanto detto.

Tabella 42 – Statistiche rispetto alla paga del CEO in imprese con ID semplice, reciproco, tra esecutivi e tra cariche rilevanti . \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

<i>Variabile</i>	<i>simple id</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rtotcomp</b>	0	381	449.5736	21.2525	414.8322
	1	1,469	1212.184	52.9305	2028.695
	diff		-762.6101	104.5151	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -7.2966***</b>
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1848	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000	
<i>Variabile</i>	<i>rec_ceo</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rtotcomp</b>	0	1,750	1020.222	41.52765	1737.226
	1	100	1665.976	312.2416	3122.416
	diff		-645.7544	188.9877	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -3.4169***</b>
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1848	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0003			Pr( T  >  t ) = 0.0006	Pr(T > t) = 0.9997	
<i>Variabile</i>	<i>rec_ex</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rtotcomp</b>	0	1,656	962.8227	41.08058	1671.732
	1	194	1843.047	201.7027	2809.393
	diff		-880.2245	138.4167	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -6.3592***</b>
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1848	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000	
<i>Variabile</i>	<i>rec_pres</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rtotcomp</b>	0	1,404	867.4367	27.32952	1024.037
	1	446	1645.974	152.3506	3217.449
	diff		-778.5373	98.57353	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -7.8980***</b>
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 1848	
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000	

Tabella 43 – Statistiche rispetto alla paga del CEO in imprese familiari e non familiari. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%

<i>Variabile</i>	<i>family</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>	
<b>rtotcomp</b>	0	660	1388.808	104.9237	2695.539	
	1	1,189	869.7988	31.2617	1077.962	
	diff		519.0095	88.70931		
	diff = mean(0) - mean(1)			<b>t = 5.8507***</b>		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1847			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		

#### 4.3.9 Gli interlocking directorates, le dimensioni e le performance aziendali

Sono state create alcune variabili di *performance* (**ROA, market capitalization e Q di Tobin**) per andare a valutare le *performance* aziendali di imprese che sono all'interno di un *interlocking directorate*. In **Tabella 44** sono raccolti i risultati dell'analisi delle imprese che sono coinvolte in un Simple ID e quelle che non lo sono. Dal punto di vista statistico si nota come le imprese che condividono almeno un amministratore (variabile **simple\_id**) presentino una capitalizzazione di mercato maggiore, e dimensioni maggiori in termini di vendite e *asset*. Una prima motivazione è da ricercarsi nel fatto che gli ID sono presenti principalmente in imprese non familiari che presentano dimensioni (in termini di *asset* e fatturato) e capitalizzazione di mercato più alta, come mostrato in **Tabella 45**. Nella medesima tabella sono riportati tuttavia anche i risultati del test sulle medie per le aziende statali o private. Si nota anche che le imprese private detengono invece dimensioni minori in termini di capitalizzazione, vendite e *asset*. Anche il ROA e la Q di Tobin delle imprese che condividono almeno un amministratore è maggiore, denotando quindi *performance* migliori nel breve periodo e una migliore valutazione da parte dei mercati. Questo risultato non è del tutto coerente con la letteratura esistente riguardo al mercato italiano ed in particolare con il lavoro di Drago e altro (2007): tuttavia il presente lavoro si distingue dai lavori già citati per la composizione del database e la formulazione delle variabili. Mentre in letteratura sono stati utilizzati i dati delle quotate italiane tutte, in questo lavoro le imprese appartenenti al settore bancario, finanziario e assicurativo sono state escluse dall'analisi. Non sono state utilizzate misure di centralità derivanti dalla teoria dei grafi. Lo scopo del presente elaborato è in effetti comprendere, almeno in parte quali siano gli incentivi che portano a creare ID e quindi comprendere se esista una relazione positiva tra *performance* e presenza di ID. I risultati sono in effetti coerenti con alcuni filoni di letteratura americana precedentemente citati: il *Resource Dependence Model* (Drago e al., 2011; Mizruchi, Stearns, 1988; Selznick, 1949; Pfeffer e Salancik, 1978; Thompson e McEwen, 1958; Dooley, 1969; Pfeffer, 1972; Davis, 1991; Di Maggio e Powell, 1983;) ed il *Financial Control Model* (Hilferding, 1981; Dooley, 1969; Mizruchi, 1996; Mizruchi e Stearns, 1988; Drago e al., 2011; Mariolis, 1975; Drago e al., 2011; Rommens et al., 2008; Mizruchi and

Stearns, 1994), Systemic Collusion Theory (Drago et al., 2008, Drago e al., 2009, Drago e al., 2011) descrivono un effetto positivo sulle *performance* in quanto la possibilità di ridurre l'incertezza e il più facile accesso ad informazioni danno un vantaggio non da poco all'azienda. Allo stesso modo anche il *Career Advncement Model* (Stockman, Van der Knoop e Wasseur, 1998; Zajac 1988; Mizruchi, 1996; Useem,1984; Mace,1971) descrive gli ID come una pratica positiva in quanto la scelta degli amministratori sulla base delle competenze e dell'esperienza porta a migliori *performance* aziendali. Così, anche secondo la teoria delle Collusione (Drago e al., 2011; Dooley, 1969; Carbonai e Di Bartolomeo, 2006; Pennings (1980); Burt (1983) ; Mizruchi, 1996), sebbene porti gravi problemi in termini di concorrenza e vada a sfavore dei consumatori, in realtà porta beneficio alle performance delle imprese.

Tabella 44 - Statistiche descrittive delle performance delle imprese con almeno un ID semplice. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	simple_id	Obs	Mean	St. error	St. Dev.	
<b>rmktcap</b>	0	401	305033.9	44420.54	889520.6	
	1	1,526	3098292	254187.1	9929578	
	Diff		-2793258	496476.1		
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -5.6262***</b>	
	Ho: diff = 0			degrees of freedom = 1925		
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000		
<b>rsales</b>	0	392	440013.2	56635.48	1121325	
	1	1,518	4013950	342032.7	1.33e+07	
	Diff		-3573937	673815.3		
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -5.3040***</b>	
	Ho: diff = 0			degrees of freedom = 1908		
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000		
<b>rtotasset</b>	0	392	510594.8	59062.5	1169378	
	1	1,517	7054254	570254.4	2.22e+07	
	Diff		-6543659	1122427		
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -5.8299***</b>	
	Ho: diff = 0			degrees of freedom = 1907		
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000			Pr( T  >  t ) = 0.0000	Pr(T > t) = 1.0000		
<b>roa</b>	0	385	0.0809458	.0037231	.0730531	
	1	1,495	0.0966659	.0023428	.0905851	
	Diff		-.01572	.0049886		
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -3.1512***</b>	
	Ho: diff = 0			degrees of freedom = 1878		
Ha: diff < 0			Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		

		Pr(T < t) = 0.0008	Pr( T  >  t ) = 0.0017	Pr(T > t) = 0.9992	
<b>q_di_tobin</b>	0	391	1.273014	.0422644	.8357249
	1	1,513	1.41932	.0224467	.8731152
	diff		-.1463056	.0491058	
	diff = mean(0) - mean(1)				<b>t = -2.9794***</b>
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1902			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0015		Pr( T  >  t ) = 0.0029		Pr(T > t) = 0.9985	

Tabella 45– Statistiche descrittive rispetto alle performance delle imprese familiari e statali. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

<i>Variabile</i>	<i>Family</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rmktcap</b>	0	698	5359887	533215	1.41e+07
	1	1,228	902574.3	63031.55	2208804
	Diff		4457313	410530.3	
	diff = mean(0) - mean(1)				
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1924			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000	
<b>rsales</b>	0	689	7443780	729019.9	1.91e+07
	1	1,219	931754.4	46799.89	1633980
	Diff		6512025	551498.6	
	diff = mean(0) - mean(1)				
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1906			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000	
<b>rtotasset</b>	0	688	1.36e+07	1207393	3.17e+07
	1	1,219	1270667	62938.54	2197448
	Diff		1.23e+07	910748.6	
	diff = mean(0) - mean(1)				
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1905			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000	
<i>Variabile</i>	<i>Stateown</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>St. error</i>	<i>St. Dev.</i>
<b>rmktcap</b>	0	1,691	1383555	95469.13	3925860
	1	236	1.06e+07	1404283	2.16e+07
	Diff		-9255089	582814.6	
	diff = mean(0) - mean(1)				
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1925			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000	
	0	1,674	1923633	162975.7	6668077

<b>rsales</b>	1	236	1.29e+07	1774014	2.73e+07
	Diff		-1.10e+07	794199.2	
	diff = mean(0) - mean(1) <b>t = -13.8265***</b>				
	Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1908 Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0 Pr(T < t) = 0.0000 Pr( T  >  t ) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000				
<b>rtotasset</b>	0	1,673	3185035	285943.4	1.17e+07
	1	236	2.36e+07	2838057	4.36e+07
	Diff		-2.04e+07	1308611	
	diff = mean(0) - mean(1) <b>t = -15.6111***</b>				
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1907 Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0 Pr(T < t) = 0.0000 Pr( T  >  t ) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000					
<b>roa</b>	0	1,653	.0922077	.0021799	.0886279
	1	227	.1024685	.0051994	.0783373
	Diff		-.0102609	.0061902	
	diff = mean(0) - mean(1) <b>t = -1.6576*</b>				
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1878 Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0 Pr(T < t) = 0.0488 Pr( T  >  t ) = 0.0976 Pr(T > t) = 0.9512					
<b>Q_di_tobin</b>	0	1,668	1.406596	.0212175	.8665472
	1	236	1.266851	.0563157	.8651389
	Diff		.1397456	.0602538	
	diff = mean(0) - mean(1) <b>t = 2.3193**</b>				
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1902 Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0 Pr(T < t) = 0.9898 Pr( T  >  t ) = 0.0205 Pr(T > t) = 0.0102					

Per quanto riguarda il fenomeno di ID reciproco tra CEO, tra esecutivi e tra cariche rilevanti c'è evidenza di maggiori valori di *asset* e vendite nelle imprese coinvolte in un ID reciproco (**Tabella 46, Tabella 47, Tabella 48**). Questo risultato è coerente con quanto indicato in **Tabella 45** rispetto alle imprese non familiari italiane, che come già sottolineato sono quelle che tendono a favorire la creazione di ID. Non si notano al contrario differenze significative in termini di *performance* (*market capitalization*, ROA, Q di Tobin) delle imprese coinvolte in Interlocking Directorate reciproci tra CEO e tra esecutivi. Le imprese coinvolte in ID reciproci tra cariche rilevanti seguono le statistiche in **Tabella 48**: che mostra come anche in questo caso le imprese coinvolte in ID reciproci abbiano dimensioni maggiori in termini di vendite e *asset* ma anche una Q di Tobin minore. L'idea è coerente con il ramo di letteratura italiana (**Croci, Grassi, 2010**) che sostiene come il fenomeno sia collegato a minori *performance* delle imprese coinvolte. È necessario tuttavia sottolineare, come questo risultato rispecchi la visione che può avere il mercato del fenomeno, in quanto come è noto la Q di Tobin rappresenta una misura di *performance* che esprime la relazione che c'è tra la valutazione di mercato e il valore intrinseco dell'azienda. In altre parole è un

estimatore per capire se un'impresa sia sovrastimata o sottostimata dal mercato. Il risultato in **Tabella 48** indica quindi che la presenza di ID reciproci tra cariche rilevanti non ha influenza positiva sulla valutazione che danno i mercati dell'azienda.

Tabella 46 - Statistiche descrittive delle performance delle imprese con almeno un ID reciproco tra CEO. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	rec_ceo	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>rmktcap</b>	0	1,823	2495994	209375.6	8939627
	1	104	2885722	838435	8550393
	Diff		-389728.4	899204	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -0.4334		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1925		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.3324		Pr( T  >  t ) = 0.6648		Pr(T > t) = 0.6676	
<b>rsales</b>	0	1,806	3155919	277735.3	1.18e+07
	1	104	5442989	1429852	1.46e+07
	Diff		-2287069	1207020	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.8948*		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1908		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0291		Pr( T  >  t ) = 0.0583		Pr(T > t) = 0.9709	
<b>rtotasset</b>	0	1,805	5506683	467517.7	1.99e+07
	1	104	9248974	2130849	2.17e+07
	Diff		-3742292	2013640	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.8585*		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1907		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0316		Pr( T  >  t ) = 0.0633		Pr(T > t) = 0.9684	
<b>roa</b>	0	1,776	0.094044	.0021012	.0885509
	1	104	0.0832455	.0065139	.0664291
	Diff		0.0107985	.008826	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 1.2235		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1878		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.8894		Pr( T  >  t ) = 0.2213		Pr(T > t) = 0.1106	
<b>q_di_tobin</b>	0	1,800	1.388178	.0191592	.8128544
	1	104	1.408264	.1506108	1.535935
	diff		-.0200868	.0874969	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -0.2296		
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1902		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0	
Pr(T < t) = 0.4092		Pr( T  >  t ) = 0.8184		Pr(T > t) = 0.5908	

Tabella 47 - Statistiche descrittive delle performance delle imprese con almeno un ID reciproco tra esecutivi. \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	rec_ex	Obs	Mean	St. error	St. Dev.
<b>rmktcap</b>	0	1,727	2428764	217525.8	9039762
	1	200	3279181	548642.7	7758980
	Diff		-850416.5	665954.2	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -1.2770		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1925			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.1009		Pr( T  >  t ) = 0.2018	Pr(T > t) = 0.8991		
<b>rsales</b>	0	1,710	3053325	285476.7	1.18e+07
	1	200	5222375	935880.4	1.32e+07
	Diff		-2169049	893956	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -2.4263***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1908			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0077		Pr( T  >  t ) = 0.0153	Pr(T > t) = 0.9923		
<b>rtotasset</b>	0	1,709	5116823	465850.8	1.93e+07
	1	200	1.08e+07	1754530	2.48e+07
	Diff		-5667199	1487985	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -3.8086***		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1907			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0001		Pr( T  >  t ) = 0.0001	Pr(T > t) = 0.9999		
<b>roa</b>	0	1,680	0.0934636	.0022059	.0904133
	1	200	0.0933043	.0040695	.0575515
	Diff		0.0001592	.0065464	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = 0.0243		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1878			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.5097		Pr( T  >  t ) = 0.9806	Pr(T > t) = 0.4903		
<b>q_di_tobin</b>	0	1,800	1.388178	.0191592	.8128544
	1	104	1.408264	.1506108	1.535935
	diff		-.0200868	.0874969	
	diff = mean(0) - mean(1)		t = -0.2296		
Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1902			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0	Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.4092		Pr( T  >  t ) = 0.8184	Pr(T > t) = 0.5908		

Tabella 48 - Statistiche descrittive delle performance delle imprese con almeno un ID reciproco tra cariche rilevanti.  
 \*\*\* indicano rispettivamente una significatività del 10%, del 5% e dell'1%.

Variabile	rec_pres	Obs	Mean	St. error	St. Dev.	
<b>rmktcap</b>	0	1,464	2359483	248431.9	9505564	
	1	463	3015181	311922.7	6711776	
	Diff		-655697.3	475350.4		
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -1.3794	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1925			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0840		Pr( T  >  t ) = 0.1679		Pr(T > t) = 0.9160		
<b>rsales</b>	0	1,453	2845473	313011	1.19e+07	
	1	457	4663433	562829.6	1.20e+07	
	Diff		-1817960	641201.2		
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -2.8352***	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1908			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0023		Pr( T  >  t ) = 0.0046		Pr(T > t) = 0.9977		
<b>rtotasset</b>	0	1,452	4782681	515989.6	1.97e+07	
	1	457	8658651	968759.6	2.07e+07	
	Diff		-3875970	1068304		
	diff = mean(0) - mean(1)				t = -3.6282***	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1907			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0001		Pr( T  >  t ) = 0.0003		Pr(T > t) = 0.9999		
<b>roa</b>	0	1,433	0.0952464	.002396	.0907019	
	1	447	0.0876768	.0036001	.0761148	
	Diff		.0075696	.0047381		
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 1.5976	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1878			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9449		Pr( T  >  t ) = 0.1103		Pr(T > t) = 0.0551		
<b>q_di_tobin</b>	0	1,447	1.416292	.0222031	.8445945	
	1	457	1.303731	.0435807	.9316488	
	diff		.1125608	.0464827		
	diff = mean(0) - mean(1)				t = 2.4216**	
	Ho: diff = 0		degrees of freedom = 1902			
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.9922		Pr( T  >  t ) = 0.0155		Pr(T > t) = 0.0078		

In conclusione i risultati non sono del tutto univoci: in generale le imprese coinvolte in qualunque tipologia di ID (semplice o reciproco) hanno dimensioni maggiori. Inoltre, senza voler trovare ancora una relazione causale tra presenza di ID e performance aziendali si può sostenere che le

imprese che condividono i propri amministratori mediante un Simple ID presentano *performance* aziendali migliori di quelle che non condividono amministratori. Nel caso di ID reciproci invece l'evidenza indica che vi sia un peggioramento delle *performance* aziendali (in termini di Q di Tobin) nelle imprese che condividono reciprocamente una carica rilevante, ma non vi è evidenza di miglioramenti o peggioramenti in termini di ROA o Market Capitalization

#### 4.4 Modello con regressione probit

In questo paragrafo è presente il primo modello di regressione dell'elaborato, un modello di tipo Probit. Il modello Probit è un modello di regressione non lineare adatto quando la variabile dipendente è una variabile binaria. Attraverso questo tipo di modello è possibile stabilire la probabilità con cui un'osservazione può generare il valore 1 della variabile dipendente. Secondo la notazione di Stock and Watson (2015) il modello è definito come segue:

$$P[Y = 1|X_1, X_2 \dots X_K] = \Phi(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)$$

Dove la variabile dipendente Y è binaria,  $\Phi$  è la funzione di distribuzione cumulativa normale standard e  $X_1, X_2 \dots$  sono regressori.

Nello specifico sono stati costruiti quattro diversi modelli Probit, uno per ogni variabile dicotomica riferita al fenomeno degli ID, present enel *dataset* (**simple\_id, rec\_ceo, rec\_ex e rec\_pres**). Si è scelto inoltre di inserire come variabili indipendenti le variabili oggetto della precedente analisi descrittiva (**family, famceo, stateown, cr5\_q3, typer, patti\_sind**), oltre che variabili di tipo economico e la dimensione del Consiglio di Amministrazione. In questo modo si è cercato di comprendere con quale probabilità e con che segno queste variabili sono in grado di influenzare la presenza o meno di un legame di tipo ID, sia esso semplice o reciproco. I modelli sono riportati qui di seguito:

- (1) *Probabilità (presenza di Simple ID) = f(azienda familiare; CEO appartenente alla famiglia di controllo; azienda statale; azienda operante in un settore ad alta concentrazione di mercato; azienda ad alta intensità di spesa in R&D o R&D e pubblicità; azienda coinvolta in patti parasociali; board size; ROA; total asset; fatturato; CEO duality;).*
- (2) *Probabilità (presenza di Reciprocal ID tra CEO) = f ( azienda familiare; CEO appartenente alla famiglia di controllo; azienda statale; azienda operante in un settore ad alta concentrazione di mercato; azienda ad alta intensità di spesa in R&D o R&D e pubblicità; azienda coinvolta in patti parasociali; board size; ROA; total asset; fatturato; CEO duality;).*
- (3) *Probabilità (presenza di Reciprocal ID tra esecutivi) = f ( azienda familiare; CEO appartenente alla famiglia di controllo; azienda statale; azienda operante in un settore ad*

*alta concentrazione di mercato; azienda ad alta intensità di spesa in R&D o R&D e pubblicità; azienda coinvolta in patti parasociali; board size; ROA; total asset; fatturato; CEO duality;).*

(4) *Probabilità (presenza di Reciprocal ID tra cariche rilevanti) = f (azienda familiare; CEO appartenente alla famiglia di controllo; azienda statale; azienda operante in un settore ad alta concentrazione di mercato; azienda ad alta intensità di spesa in R&D o R&D e pubblicità; azienda coinvolta in patti parasociali; board size; ROA; total asset; fatturato; CEO duality;).*

### **Analisi dei risultati**

Nella **Tabella 49** sono riportati i risultati delle quattro differenti regressioni. Analizzando tali risultati si può osservare innanzitutto che la variabile **board\_size**, che indica le dimensioni del Consiglio di Amministrazione è correlata positivamente ed in maniera significativa con tutte e quattro le variabili dipendenti dei differenti modelli. Questo indica quindi che la probabilità per un'azienda, di creare un ID aumenta tanto più il suo Consiglio di Amministrazione è ampio. Come anticipato nei paragrafi precedenti vi è evidenza del fatto che imprese con *board* più ampio condividano mediamente una percentuale maggiore di amministratori, ed inoltre questo risultato è coerente con l'idea che imprese con dimensioni maggiori (anche in termini di vendite e *asset*) siano mediamente più inclini a creare ID, come è evidente dalle precedenti analisi descrittive.

Si può inoltre notare una correlazione negativa tra la variabile dipendente del modello (4) e la variabile **family**, questo risultato è coerente con quanto definito in precedenza, ovvero la probabilità che un'azienda sia coinvolta in un ID reciproco tra cariche rilevanti è maggiore per imprese non familiari. Poiché le imprese non familiari sono imprese che hanno un azionariato più diffuso, rispetto alle imprese familiari, i detentori di maggioranze relative avranno quindi un maggiore incentivo a condividere gli amministratori del proprio consiglio. Questo incentivo deriva dal voler ampliare la propria influenza creando un *network* di imprese legate dagli ID e sempre secondo il Resource Dependence Model (Drago e al., 2011; Mizruchi, Stearns, 1988; Selznick, 1949; Pfeffer e Salancik, 1978; Thompson e McEwen, 1958; Dooley, 1969; Pfeffer, 1972; Davis, 1991; Di Maggio e Powell, 1983;) abbassare l'incertezza a cui sono sottoposte le imprese in termini di economia reale, fornitori ecc. Si può pensare quindi che se per le imprese familiari legare con altre imprese condividendo informazioni porta al rischio di diminuire l'influenza dell'azionista di controllo sul Consiglio di Amministrazione, per le imprese non familiari l'effetto è differente. Coerentemente con l'analisi descrittiva, si nota come esista una relazione causale negativa e significativa tra la variabile **stateown** e le variabili di interesse (**simple\_id**, **rec\_ec** e **rec\_pres**). La probabilità per un'impresa di condividere alcuni dei suoi amministratori è maggiore se l'impresa è privata. Anche la relazione causale negativa tra la variabile **typer** e le variabili dipendenti è coerente con quanto trovato in precedenza: imprese con alti livelli di *sunk cost* (in R&D e Advertising)

tendono ad evitare la creazione di legami di tipo ID. Nei modelli (3) e (4) c'è evidenza del fatto che la probabilità di creare un ID reciproco tra esecutivi o tra cariche rilevanti scende qualora l'impresa sia ad alta intensità di spesa in *sunk cost*. Le imprese sottoposte a questo tipo di costo difficilmente avranno incentivo a condividere e diffondere informazioni all'esterno.

È interessante notare come i coefficienti della variabile CEO *duality* siano significativi e negativi, a indicare una minore probabilità di avere un ID qualora il delegato ricopra anche il ruolo di Presidente. Questo risultato è tuttavia coerente con i risultati precedenti, secondo cui le imprese familiari tendono ad evitare di condividere amministratori poichè in effetti i casi di accentramento delle due cariche in una sola figura sono più frequenti nelle imprese familiari.

È evidente inoltre una relazione causale positiva e significativa tra la variabile **rtotcomp**, riferita allo stipendio del CEO e la presenza di amministratori condivisi (**simple\_id**) e cariche rilevanti condivise reciprocamente (**rec\_pres**). La lettura di questo risultato è che la probabilità di avere un ID è più alta qualora lo stipendio del CEO sia maggiore: ciò risulta comunque coerente con la letteratura ed i risultati trovati in precedenza. Come già sottolineato se due amministratori delegati o i loro subordinati prestano servizio nei relativi consigli, possono avere l'incentivo e l'opportunità di aumentare la retribuzione reciproca (Hallock, 1997). Anche Fich e White (2003) suggerirono che gli ID possono essere da un lato, un segnale di *entrenchment* del CEO, e la maggiore compensazione deriva dal mettere in primo piano gli interessi del delegato e dall'altro lato, un modo per rafforzare un'alleanza strategica per l'azienda, e il compenso più alto del CEO sono la ricompensa del CEO per aver messo in atto l'alleanza.

Infine, i coefficienti della variabile ROA sono significativi e negativi, nei modelli (2) e (4): la probabilità di avere un ID tra aziende che condividono una carica rilevante è maggiore per imprese con un ROA più basso. Imprese meno profittevoli potrebbero essere interessate a condividere i propri amministratori nell'ottica di ridurre incertezza dovuta a fornitori e condizioni economiche, come suggerito dal Resource Dependence Model (Drago e al., 2011; Mizruchi, Stearns, 1988; Selznick, 1949; Pfeffer e Salancik, 1978; Thompson e McEwen, 1958; Dooley, 1969; Pfeffer, 1972; Davis, 1991; Di Maggio e Powell, 1983;).

Tabella 49 – Regressione Probit sulla presenza o meno di ID. Le variabili binarie dipendenti sono pari a 1 qualora l'impresa sia coinvolta in almeno un ID semplice o reciproco (tra CEO, tra esecutivi o tra cariche rilevanti). Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	(1) simple_id	(2) rec_ceo	(3) rec_ex	(4) rec_pres
family	-0.109 (0.114)	0.213 (0.167)	0.0121 (0.125)	-0.209* (0.0989)
famceo	-0.133 (0.100)	0.204 (0.124)	0.213* (0.108)	0.151 (0.0903)
stateown	-0.341* (0.169)	-0.131 (0.234)	-0.615** (0.202)	-0.590*** (0.145)
cr5_q3	0.158 (0.0908)	-0.0424 (0.128)	0.120 (0.105)	0.113 (0.0831)
typer	0.00519 (0.0835)	-0.179 (0.102)	-0.329*** (0.0917)	-0.351*** (0.0734)
patti_sind	-0.466*** (0.0812)	-0.245 (0.137)	-0.156 (0.101)	-0.147 (0.0759)
board_size	0.140*** (0.0183)	0.142*** (0.0204)	0.163*** (0.0159)	0.132*** (0.0126)
ROA	-0.0778 (0.385)	-2.133** (0.739)	-0.839 (0.544)	-1.375** (0.509)
rsales	-0.000000140** (5.03e-08)	1.46e-08 (9.58e-09)	-6.32e-09 (1.05e-08)	4.31e-10 (6.65e-09)
rtotasset	0.000000194*** (5.34e-08)	-4.35e-09 (5.28e-09)	9.11e-09 (5.38e-09)	1.88e-09 (4.13e-09)
rtotcomp	0.000477*** (0.000104)	0.00000239 (0.0000193)	0.000000628 (0.0000200)	0.0000729** (0.0000277)
CEO duality	-0.0295 (0.0915)	-0.238* (0.113)	-0.0726 (0.104)	-0.190* (0.0840)
cost	-0.554** (0.187)	-2.919*** (0.298)	-2.774*** (0.227)	-1.633*** (0.159)
N	1777	1777	1777	1777

Dai risultati di questa analisi di tipo puramente descrittivo emergono, alcuni spunti per il successivo approfondimento mediante l'analisi di regressione. In primo luogo nel paragrafo successivo si andrà a indagare il legame che esiste tra ID e paga del CEO e se esista una relazione causale tra ID e le performance aziendali.

#### 4.4 Modelli di regressione con dati panel ed evidenze empiriche

Come anticipato, i dati utilizzati dalla presente analisi sono di tipo *panel non bilanciati*: i dati *panel* sono quindi dati relativi a N entità diverse (le aziende) osservate in T periodi temporali diversi (2000-2017) e si dicono non bilanciati in quanto le unità non hanno lo stesso numero di osservazioni nel periodo sotto esame. L'utilizzo dei dati *panel* porta numerosi vantaggi perché contengono più informazioni, più variabilità e dunque meno collinearità tra le variabili. Utilizzare dati *panel* permette di controllare fattori che sono diversi tra le unità, ma restano fissi nel tempo. Inoltre permette di controllare l'effetto di *distorsione da variabili omesse* e di tener conto di fattori

inosservati e non misurati, che non possono essere inseriti in una regressione multipla (Stock, Watson, 2009).<sup>15</sup>

Quando si ha a che fare con dati panel il modello di regressione che si può utilizzare è il *modello ad effetti fissi* (Fixed effect, FE). Nel modello ad effetti fissi ogni entità (azienda) ha un'intercetta diversa e quindi N coefficienti nel modello di regressione, determinando delle traslazioni nella retta di regressione.<sup>16</sup> Inoltre è importante considerare errori standard *clustered* per dati *panel*, che sono l'estensione logica di quelli robusti all'eteroschedasticità per dati sezionali.<sup>17</sup> Nella regressione con dati sezionali, gli errori standard robusti all'eteroschedasticità sono validi indipendentemente dal fatto che vi sia eteroschedasticità. Nella regressione con dati *panel*, gli errori standard *clustered* sono validi indipendentemente dal fatto che vi sia eteroschedasticità e/o correlazione seriale (Stock, Watson, 2009).

Poiché una variabile omessa potrebbe variare nel tempo (ad esempio per l'introduzione di nuove normative, per l'inflazione, ecc.), ma non tra le aziende, è interessante utilizzare il modello di regressione con effetti temporali (Stock, Watson, 2009).<sup>18</sup>

Entrando nello specifico del modello ad effetti fissi è stato utilizzato un modello ad **effetti fissi e temporali**. Secondo la notazione Stock e Watson (2009) il modello è definito come segue:

$$Y_{it} = \beta_0 + (\beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_{1k} X_{k,it}) + (\delta_2 B_{2t} + \dots + \delta_T B_{Tt}) + (\gamma_2 D_{2i} + \dots + \gamma_n D_{ni}) + u_{it}$$

Dove :

$Y_{it}$  : è la variabile dipendente dove  $i$  è l'entità e  $t$  è il tempo;

$X_{1,it} \dots X_{k,it}$  , sono le variabili indipendenti;

$\beta_1 \dots \beta_k$  , sono i coefficienti ignoti delle variabili indipendenti;

$\delta_2 \dots \delta_T$ : sono i coefficienti ignoti che esprimono gli effetti fissi tra entità;

$\gamma_2 \dots \gamma_n$  : sono i coefficienti ignoti che esprimono gli effetti temporali (ossia l'effetto su Y del periodo t);

$D_{2i} \dots D_{ni}$ : sono n-1 indicatori dicotomici che rappresentano le entità;

<sup>15</sup> Per lavorare su Stata con dati panel è importante indicare che si lavora con questa tipologia di dati mediante la funzione *xtset*.

<sup>16</sup> Utilizzando il software Stata, il comando per ottenere questo tipo di modello è *xtreg* che combinato con l'opzione *fe*, esegue una regressione con effetti fissi.

<sup>17</sup> Si utilizzerà l'opzione *vce(cluster nfirm)* che indica a Stata di usare errori standard per dati raggruppati. Il comando *vce(cluster nfirm)* indica di usare errori standard clustered, dove il raggruppamento è a livello di azienda, ovvero osservazioni che hanno lo stesso valore della variabile "azienda" possono essere correlati, ma si assume che siano incorrelati se il valore di "azienda" è diverso.

<sup>18</sup> In Stata per tenere conto di questo modello si devono generare N variabili binarie temporali e poi inserirle all'interno del modello di regressione ad effetti fissi. Per comprendere se gli effetti temporali sono congiuntamente significativi a livello statistico si può effettuare un Test F.

$B_2 \dots B_T$  : sono T-1 indicatori dicotomici del tempo;

$u_{it}$ : è il residuo delle regressioni;

I modelli econometrici implementati hanno lo scopo di testare alcuni degli aspetti mostrati nell'analisi descrittiva ed in particolare di cercare conferma per le due ipotesi successive:

1. Esiste una relazione positiva tra paga dell'amministratore delegato e la presenza di un *interlocking directorate*.
2. Esiste una relazione tra misure di *performance* e la presenza di amministratori condivisi.

#### 4.4.1 La relazione tra la paga del CEO e la presenza di amministratori condivisi

Come suggerito dalle statistiche descrittive svolte nei paragrafi precedenti la paga del CEO ha media significativamente maggiore in imprese con presenza di amministratori condivisi. Si indaga quindi se la presenza di ID e la percentuale di amministratori condivisi possa avere un effetto causale sulla determinazione della paga del CEO. Il modello è stato costruito a partire dalle considerazioni di Hallock (1997), adattandolo tuttavia al campione con dati panel.

Le variabili dipendenti, utilizzate nei modelli sono rispettivamente:

- **log(stipendio+ bonus+ BNM)**, somma dello stipendio del CEO, dei benefici non monetari e dei bonus ottenuti;
- **(bonus+BNM)/totcomp**, ovvero la quota variabile della remunerazione del CEO.
- **log(totcomp)**, ovvero la somma di tutte le voci citate;

Si utilizza il logaritmo di tali variabili poiché le trasformazioni logaritmiche permettono di modellare le relazioni in termini percentuali. Tutte le variabili riguardanti la paga del CEO sono state precedentemente convertite per tener conto del potere di acquisto dell'Euro nell'anno a cui si riferiscono, considerando il fenomeno dell'inflazione (l'anno base di riferimento è il 2015).

Volendo indagare l'effetto di diversi fenomeni (simple ID, reciprocal ID tra CEO, tra esecutivi e tra cariche rilevanti) sulla paga del CEO i modelli creati sono stati numerosi. Le variabili di interesse sono quelle riferite al fenomeno degli *Interlocking directorates*. Sono poi presenti delle variabili riguardanti, caratteristiche personali del CEO e variabili di tipo economico riguardanti la dimensione e le *performance* di impresa. In particolare sono state utilizzate le variabili **lrsales**, **lrmartketcap** e **ROA**, ovvero le vendite e la market capitalization ed il ROA dell'impresa. La scelta di inserire questo tipo di variabili deriva dal voler testare l'ipotesi che in aziende più floride e più grandi il CEO sia maggiormente remunerato secondo la teoria della *pay-for-performance*. Infine è stata inserita la variabile **family** per tener conto della tipologia di impresa, vista la grande incidenza delle imprese familiari nel mercato italiano. Per quanto riguarda le variabili riferite alla

figura del CEO si è scelto di inserire la variabile **tenure**, che tiene conto del numero di anni di carica del CEO, la variabile **age**, che tiene conto dell'età del CEO e la variabile **turnover**, che tiene conto del momento in cui il CEO lascia l'incarico. L'ipotesi è che CEO più anziani e che occupino da molto tempo la posizione possano ottenere remunerazioni maggiori. Infine sono state inserite le variabili **CEO\_chair**, **laurea**, **famceo**, che indicano rispettivamente se l'amministratore delegato svolge contemporaneamente il ruolo di presidente, se sia laureato e se appartenga alla famiglia che controlla la società, tutte caratteristiche che potrebbero portare un delegato ad avere una paga superiore.

### **Analisi dei risultati**

Nei modelli in **Tabella 50** è stata utilizzata la variabile di interesse **n\_simple\_id** che conta il numero di amministratori *interlocked* in quanto si vuole ottenere una stima non distorta dell'effetto del numero di amministratori condivisi sulla dimensione della paga del CEO. Entrando nel merito dei risultati si può notare come la relazione tra il numero di amministratori condivisi e la paga del CEO sia statisticamente positiva solo nei modelli che hanno come variabile dipendente **Log(rtotcomp)**. Questo risultato è in parte coerente con i risultati trovati da Hallock (1997), sebbene egli si riferisse ad ID reciproci (che sono analizzati nelle tabelle successive). In effetti il numero di amministratori condivisi è una variabile che da un lato da una misura del *network* creato dall'impresa con lo scopo di trasferire informazioni e contatti (Resource Dependence Model, Class Hegemony Model) ma dall'altro può anche descrivere il fenomeno dei "*busy directors*" (Tenuta e Cambrea, 2016; Fich e Shivdasani, 2004; Shivdasani e Yermack, 1998), secondo cui un amministratore che siede in numerosi consigli di amministrazione tenderà a trascurare i propri compiti. Nei modelli successivi, per evitare questa ambivalenza sono stati utilizzate le variabili che tengono invece conto del numero di legami dell'azienda mediante la condivisione reciproca di amministratori.

Per quanto riguarda le altre variabili risulta esserci una relazione significativa e con segno positivo tra vendite (**lrsales**) e market capitalization (**lrmktcap**). In particolare questo ultimo risultato conferma in parte la teoria della *pay-for-performance*. Tale risultato è confermato anche dalla relazione causale positiva contenuta nel modello (8) tra il **ROA** e la quota variabile di stipendio. Anche il numero di anni di carica del CEO è un fattore collegato a maggiori paghe dell'amministratore delegato. Non risultano invece significative le variabili rispetto all'età del CEO, alla CEO duality (ovvero il caso in cui il CEO occupa anche la carica di Presidente) e alla laurea. La variabile **turnover** risulta invece significativa: poiché si tratta di una variabile che vale 1 qual ora nell'anno dell'osservazione si sia verificato un cambio di CEO, è logico pensare che in quell'anno la paga del CEO scenda. In effetti all'interno della variabile **rtotcomp** sono presenti anche eventuali buonuscite e liquidazioni. Se nell'anno vi è stato un cambio di Amministratore Delegato la paga del CEO scenderà, in quanto si può pensare che un CEO a fine carriera avesse remunerazioni maggiori.

Tabella 50 – Analisi econometrica sugli effetti della presenza di amministratori condivisi sulla remunerazione del CEO. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Log(bonus+bnm+stipendio)				Quota Variabile di stipendio				Log(rtotcomp)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)	(11)	(12)	(13)
<b>n_simple</b>	0.051	0.028	0.0265	0.0346	0.0064	0.0022	0.0022	0.0035	0.057	0.040	0.0387	0.0404
<b>_id</b>	7*	7			7	0	9	0	8**	7*	*	*
	(0.0260)	(0.0252)	(0.0242)	(0.0237)	(0.00534)	(0.00504)	(0.00483)	(0.00473)	(0.0196)	(0.0180)	(0.0174)	(0.0181)
<b>lrsales</b>		0.127	0.102	0.305*		0.0311*	0.0315*	0.0636***		0.180	0.173	0.285*
		(0.117)	(0.114)	(0.118)		(0.0155)	(0.0151)	(0.0171)		(0.112)	(0.112)	(0.111)
<b>lrmktcap</b>		0.303**	0.301**			0.0549***	0.0518***			0.183**	0.172**	
		(0.0650)	(0.0664)			(0.0113)	(0.0110)			(0.0481)	(0.0503)	
<b>tenure</b>			0.0117	0.0120			0.0014	0.0029			0.0113	0.0150
			(0.0122)	(0.0130)			(0.00209)	(0.00215)			(0.00992)	(0.0108)
<b>age</b>			0.0006	0.0012			0.0022	0.0024			0.0029	0.0013
			20	1			3	3			6	4
			(0.00716)	(0.00693)			(0.00136)	(0.00133)			(0.00573)	(0.00533)
<b>turnover</b>			-0.157*	-0.153*			0.0428**	0.0430**			0.177**	0.172**
			(0.0616)	(0.0642)			(0.0140)	(0.0146)			(0.0407)	(0.0421)
<b>family</b>			0.377	0.369			0.0195	0.0221			0.0296	0.0388
			(0.305)	(0.304)			(0.0362)	(0.0355)			(0.271)	(0.261)
<b>CEO duality</b>				0.0197				-				-
				(0.114)				0.0257				0.0836
<b>laurea</b>				-0.101				0.0251				0.0171
				(0.176)				(0.0238)				(0.135)
<b>ROA</b>				0.312				0.191**				0.392
				(0.408)				(0.0543)				(0.312)
<b>_cons</b>	6.329**	0.719	0.770	2.147	0.208**	-	-	-0.516*	6.391**	1.646	1.952	2.596
	(1.01)	(1.295)	(1.276)	(1.497)	(0.0223)	(0.230)	(0.234)	(0.237)	(0.0754)	(1.252)	(1.218)	(1.415)
<b>N</b>	1842	1820	1818	1784	1844	1822	1820	1786	1845	1823	1821	1787
<b>N firm</b>	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
<b>R2</b>	0.101	0.170	0.187	0.149	0.078	0.128	0.140	0.122	0.056	0.128	0.149	0.124
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

In Tabella 51 è presente la stessa analisi econometrica ma inserendo come variabile di interesse la variabile **n\_rec\_pres**. In questo caso si cerca di comprendere la relazione che esiste tra la paga del CEO e la presenza di cariche rilevanti condivise tra aziende. L'idea nasce anche in questo caso dallo studio di Hallock (1997) ma se ne discosta nel tipo di variabile. In effetti Hallock, lavorando

su un anno solo riuscì a comprendere più facilmente se un amministratore semplice fosse legato a un'azienda attraverso un'analisi storica delle posizioni occupate. Nel presente lavoro sono stati considerati come appartenenti all'azienda le cariche rilevanti. In **Tabella 51** si nota, coerentemente con quanto trovato per gli ID semplici che esiste una relazione positiva e significativa tra remunerazione del CEO e la presenza di legami tra aziende di tipo *Reciprocal ID tra cariche rilevanti*: i CEO delle imprese coinvolte in un numero maggiore di legami con altre aziende hanno paghe più alte. Si è scelto di utilizzare la variabile **n\_rec\_pres**, che come già sottolineato, conta il numero di legami che un'azienda detiene, in quanto è una variabile slegata dalla dimensione del *board*. In effetti come già anticipato le imprese con Consigli di Amministrazione più ampi tendono a condividere più amministratori ed inoltre è interessante notare che il numero di amministratori condivisi non impatta significativamente sullo stipendio del CEO. Quest'ultimo risultato è interpretabile, coerentemente con la letteratura, col fatto che ciò che conta ai fini dello scambio di informazioni è la relazione creatasi.

Si ha quindi un risultato coerente con le considerazioni introdotte da Hallock (1997) secondo cui è plausibile un legame positivo tra presenza di amministratori condivisi reciprocamente e retribuzione del CEO. In effetti la retribuzione di *manager*, esecutivi e cariche rilevanti è legata a quella del CEO. Inoltre queste figure potrebbero ambire a diventare Amministratore Delegato. In più avere figure che siedono nel Consiglio di Amministrazione di un'altra impresa può innescare processi comunicativi importanti: possono riferire informazioni agli amministratori delegati sui procedimenti del consiglio di amministrazione. Fornendo un canale di informazione, possono trasmettere informazioni agli amministratori delegati che consentono loro di manipolare il processo di compensazione o modificare i propri comportamenti per ottenere una retribuzione più elevata. Il fatto che i non amministratori delegati possano fornire informazioni agli amministratori delegati potrebbe anche incoraggiare gli altri membri del consiglio a sostenere salari più alti per i CEO. D'altro canto avere maggiori informazioni provenienti dall'esterno può essere, come sostenuto da numerose teorie, un vantaggio per le performance aziendali.

Anche in questo caso vi è una relazione significativa e negativa tra la paga del CEO ed il turnover del CEO, che suggerisce considerazioni simili alle precedenti.

Per quanto riguarda la variabile **lrsales**, esiste una relazione causale positiva con la paga del CEO che sotto intende che imprese con dimensioni maggiori riservino una remunerazione maggiore al proprio delegato. Come nell'analisi precedente, il ROA risulta significativo nei modelli aventi come variabile dipendente la quota variabile di stipendio.

Tabella 51 – Analisi econometrica sugli effetti del numero di legami che un'azienda detiene mediante condivisione reciproca di cariche rilevanti sulla remunerazione del CEO. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Log(bonus+bnm+stipendio)				Quota Variabile di stipendio				Log(totcomp)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)	(11)	(12)	(13)
<b>n_rec_pr es</b>	0.057 1	0.034 7	0.0362	0.0426	0.005 63	0.0009 54	0.0002 57	0.0012 0	0.098 7**	0.080 6*	0.0781 **	0.0809 *
	(0.059 8)	(0.053 1)	(0.047 7)	(0.051 8)	(0.011 1)	(0.010 2)	(0.009 99)	(0.010 5)	(0.036 6)	(0.031 7)	(0.029 5)	(0.031 7)
<b>lrsales</b>		0.127 (0.117 )	0.101 (0.114)	0.310** (0.117)		0.0313 *	0.0318 *	0.0647 ***		0.176 (0.113 )	0.168 (0.112)	0.285* (0.110)
<b>lrmarket cap</b>		0.311* **	0.308** *			0.0556 ***	0.0526 ***			0.192* **	0.182** *	
		(0.065 4)	(0.067 0)			(0.011 3)	(0.011 0)			(0.049 6)	(0.051 4)	
<b>tenure</b>			0.0116 (0.012 4)	0.0121 (0.013 2)			0.0014 2 (0.002 11)	0.0029 8 (0.002 18)			0.0109 (0.010 2)	0.0150 (0.011 1)
<b>age</b>			- 0.0003 32 (0.007 28)	- 0.0008 67 (0.007 07)			- 0.0022 1 (0.001 36)	- 0.0024 0 (0.001 32)			- 0.0024 2 (0.005 87)	- 0.0008 04 (0.005 46)
<b>turnover</b>			-0.159* (0.061 9)	-0.154* (0.064 2)			- 0.0430 ** (0.013 9)	- 0.0432 ** (0.014 5)			- 0.179** * (0.041 0)	- 0.172** * (0.042 1)
<b>family</b>			0.382 (0.306)	0.373 (0.306)			- 0.0199 (0.036 1)	- 0.0225 (0.035 2)			0.0435 (0.275)	0.0531 (0.264)
<b>CEO duality</b>				0.0165 (0.116)			- 0.0262 (0.022 4)					- 0.0857 (0.094 4)
<b>laurea</b>				- 0.0989 (0.179)				0.0252 (0.024 2)				0.0205 (0.138)
<b>roa</b>				0.338 (0.389)				0.193** * (0.053 5)				0.432 (0.295)
<b>_cons</b>	6.434* **	0.686	0.731	2.129	0.221* **	- 0.921** *	- 0.752**	-0.524* (0.242)	6.501* **	1.654	1.931	2.623
	(0.084 7)	(1.283 )	(1.262)	(1.500)	(0.017 8)	(0.233)	(0.237)	(0.242)	(0.066 0)	(1.247 )	(1.214)	(1.428)
<b>N</b>	1842	1820	1818	1784	1844	1822	1820	1786	1845	1823	1821	1787
<b>Nfirm</b>	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
<b>R<sub>2</sub></b>	0.096	0.169	0.186	0.147	0.076	0.128	0.140	0.121	0.051	0.128	0.149	0.125
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Dall'analisi di Hallock emergeva come la presenza di una condivisione reciproca tra CEO tra due aziende portasse ad un aumento di remunerazione del delegato. In effetti, secondo Hallock, anche se gli amministratori delegati potrebbero non necessariamente sedere a vicenda nei comitati di remunerazione, è comunque possibile che vi siano conflitti di interessi che portano ad un aumento

reciproco della paga del CEO, dovuto alla frequente interazione che ha quest'ultimo con i membri dell'altro consiglio. Nell'analisi di questa tesi il fenomeno del Reciprocal Interlocking tra CEO è misurato dalla variabile **n\_rec\_ceo**. Sebbene dalle analisi delle statistiche descrittive emergesse una differenza statisticamente significativa di remunerazione del CEO in aziende coinvolte in questo tipo di legame, come si nota dalla **Tabella 52** non è stato possibile trovare una relazione causale tra i due fattori. Per quanto riguarda il mercato italiano negli anni dal 2000 al 2017 si può notare, a differenza di quanto ipotizzato e dimostrato per il mercato statunitense da Hallock, una tendenza inversa. Dalla **Tabella 52** in effetti si nota come il segno della relazione sia sempre negativo sebbene quasi mai significativo. Medesime considerazioni sono da fare per il fenomeno della condivisione reciproca tra esecutivi, la cui analisi è riportata in **Tabella 53**. Il numero di legami che l'impresa crea mediante condivisione di esecutivi non ha influenza sulla remunerazione del CEO. È possibile quindi imputare questo risultato alla scarsa frequenza del fenomeno, in effetti come già analizzato in **Tabella 51**, considerando il più ampio fenomeno della condivisione delle cariche rilevante emerge una relazione causale.

I risultati ottenuti nel contesto italiano rispecchiano in parte ciò che era stato trovato in letteratura da Hallock (1997) e da Fich e White (2003). Da questi due studi emergeva un'ambivalenza del risultato: gli ID sono un segnale di *entrenchment* del CEO, e la maggiore compensazione derivano dal mettere in primo piano gli interessi del delegato a scapito delle performance aziendali (Fich, White, 2003). La seconda interpretazione, è che la presenza di un ID indichi il rafforzamento di un'importante e preziosa alleanza strategica per l'azienda, e il compenso più alto del CEO sono la ricompensa del CEO per aver organizzato l'alleanza. Per comprendere in parte quali siano gli incentivi che portano le imprese a intraprendere questo tipo di legami si è intrapreso l'analisi presente nel paragrafo successivo. L'idea da cui si è partiti è che le imprese possano da un lato creare un ID nell'ottica di migliorare le proprie performance e dall'altro invece sia un metodo attuato dagli Amministratori per porre avanti i propri interessi personali. Un ulteriore punto da non sottovalutare è inoltre che gli ID possono essere per taluni tipi di aziende un importante meccanismo di networking, utile a migliorare le proprie performance, ma per un'altra tipologia di imprese (ad esempio le imprese familiari o quelle alto livello di *sunk cost*) un metodo da evitare nell'ottica di salvaguardare il proprio know-how. Nel paragrafo successivo saranno discussi questi punti in modo più approfondito.

Tabella 52 – Analisi econometrica sugli effetti del numero di legami che un'azienda detiene mediante condivisione reciproca di amministratori delegati sulla remunerazione del CEO. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Log(bonus+bnm+stipendio)				Quota Variabile di stipendio				Log(totcomp)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<b>n_rec_ceo</b>	-0.147 (0.141)	-0.149 (0.126)	-0.149 (0.124)	-0.179 (0.133)	- 0.0178 (0.021 5)	-0.0142 (0.0200 )	-0.0147 (0.0190 )	-0.0240 (0.0195 )	- 0.0605 (0.111)	- 0.0624 (0.101)	-0.0664 (0.0981 )	-0.0952 (0.102)
<b>lrsales</b>		0.0828 (0.087 5)	0.0699 (0.0829 )	0.332*** (0.0855 )		0.0083 (0.0179 )	0.00982 (0.0183 )	0.0695** (0.0168 )		0.120 (0.079 7)	0.120 (0.0759 )	0.291*** (0.0794 )
<b>lrmarketcap</b>		0.308** (0.060 4)	0.302*** (0.0606 )			0.0624* (0.0120 )	0.0588** (0.0114 )			0.195** (0.042 2)	0.182*** (0.0424 )	
<b>tenure</b>			0.0124 (0.0122 )	0.0121 (0.0131 )			0.00135 (0.0020 8)	0.00292 (0.0021 7)			0.0117 (0.0101 )	0.0154 (0.0113 )
<b>age</b>			- 0.00190 (0.0070 6)	- 0.00338 (0.0068 1)			- 0.00216 (0.0013 9)	- 0.00254 (0.0014 1)			- 0.00363 (0.0057 0)	- 0.00279 (0.0053 4)
<b>turnover</b>			-0.162** (0.0620 )	-0.156* (0.0636 )			- 0.0468** (0.0136 )	- 0.0460** (0.0143 )			- 0.182*** (0.0432 )	- 0.171*** (0.0432 )
<b>family</b>			0.375 (0.306)	0.342 (0.301)			-0.0186 (0.0367 )	-0.0259 (0.0363 )			0.0379 (0.275)	0.0217 (0.267)
<b>CEO duality</b>				0.0196 (0.112)			-0.0250 (0.0223 )					-0.0821 (0.0910 )
<b>laurea</b>				-0.119 (0.165)			0.0287 (0.0247 )					0.00944 (0.140)
<b>roa</b>				1.058** (0.381)			0.379*** (0.0699 )					1.043*** (0.309)
<b>_cons</b>	6.452** (0.078 8)	1.281 (1.101)	1.300 (1.150)	1.829 (1.209)	0.223** (0.017 3)	- 0.710** (0.261)	-0.550* (0.263)	-0.627** (0.235)	6.527** (0.064 2)	2.325* (1.084)	2.610* (1.140)	2.525* (1.150)
<b>N</b>	1842	1809	1807	1774	1844	1811	1809	1776	1845	1812	1810	1777
<b>N firm</b>	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
<b>R2</b>	0.096	0.169	0.187	0.157	0.076	0.126	0.139	0.128	0.038	0.107	0.130	0.115
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Tabella 53 - Analisi econometrica sugli effetti del numero di legami che un'azienda detiene mediante condivisione reciproca di amministratori esecutivi sulla remunerazione del CEO. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Log(bonus+bnm+stipendio)				Quota Variabile di stipendio				Log(totcomp)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<b>n_rec_ex</b>	- 0.0780 (0.0945)	- 0.0828 (0.0882)	-0.0695 (0.0846)	-0.0665 (0.0887)	0.0052 (0.0174)	0.0051 (0.0172)	- 0.00460 (0.0172)	- 0.00544 (0.0180)	0.0005 (0.0569)	0.0012 (0.0527)	0.00495 (0.0548)	0.00427 (0.0579)
<b>lrsales</b>		0.0746 (0.0878)	0.0617 (0.0832)	0.326*** (0.0865)		0.0075 (0.0178)	0.00896 (0.0182)	0.0687** (0.0169)		0.116 (0.0783)	0.115 (0.0743)	0.288*** (0.0792)
<b>lrmaretcap</b>		0.313** (0.0610)	0.307*** (0.0615)			0.0629* (0.0119)	0.0593** (0.0114)			0.197** (0.0412)	0.184*** (0.0418)	
<b>tenure</b>			0.0121 (0.0123)	0.0117 (0.0132)			0.00134 (0.0020)	0.00288 (0.0021)			0.0118 (0.0102)	0.0153 (0.0114)
<b>age</b>			- 0.00196 (0.0070)	- 0.00359 (0.0068)			- 0.00217 (0.0013)	- 0.00257 (0.0014)			- 0.00371 (0.0056)	- 0.00298 (0.0053)
<b>turnover</b>			-0.160* (0.0614)	-0.154* (0.0631)			- 0.0465** (0.0137)	- 0.0457** (0.0143)			- 0.181*** (0.0429)	- 0.170*** (0.0429)
<b>family</b>			0.368 (0.302)	0.336 (0.297)			-0.0188 (0.0367)	-0.0260 (0.0364)			0.0416 (0.277)	0.0259 (0.270)
<b>CEO duality</b>				0.0280 (0.112)				-0.0237 (0.0224)				-0.0759 (0.0922)
<b>laurea</b>				-0.125 (0.165)				0.0277 (0.0248)				0.00476 (0.141)
<b>roa</b>				1.066** (0.390)				0.380*** (0.0704)				1.049** (0.314)
<b>_cons</b>	6.452** (0.0799)	1.323 (1.105)	1.348 (1.152)	1.920 (1.220)	0.223** (0.0173)	- 0.706** (0.261)	-0.545* (0.262)	-0.614* (0.237)	6.525*** (0.0643)	2.348* (1.080)	2.638* (1.136)	2.581* (1.150)
<b>N</b>	1842	1809	1807	1774	1844	1811	1809	1776	1845	1812	1810	1777
<b>N firm</b>	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
<b>R2</b>	0.096	0.168	0.185	0.154	0.076	0.126	0.138	0.126	0.037	0.106	0.129	0.113
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

#### 4.4.2 La relazione tra le performance aziendali e la presenza di amministratori condivisi

Nell'ottica di evidenziare se esista una relazione tra le *performance* aziendali delle imprese quotate italiane e la presenza di Interlocking Directorates sono stati costruiti alcuni modelli econometrici, a partire dal lavoro di Croci, Grassi (2013) già citato in precedenza. Il loro lavoro è incentrato su una serie di misure di centralità dell'impresa derivanti dalla teoria dei grafi. Il presente lavoro, come evidenziato, si basa invece su misure del numero di amministratori condivisi e sul numero di legami che l'impresa detiene. L'idea è quindi di verificare se queste grandezze detengano un effetto causale sulle *performance* aziendali.

Nello studio di Croci e Grassi si arriva alla conclusione che misure di influenza dell'impresa sulle altre e del suo potere sono associate a *performance* peggiori, al contrario le variabili che tengono conto del volume di informazione che passa tra i nodi non sono associate a minori *performance* aziendali. Il presente lavoro mira a comprendere, se esista una relazione causale tra le variabili calcolate e misure di *performance* come il ROA e la Q di Tobin.

Il modello adottato per il ROA è anche in questo caso un modello di regressione ad effetti fissi e temporali, definito come segue:

- $ROA = \beta_0 + \beta_1(n\_simple\_id) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$
- $ROA = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_ceo) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};;$
- $ROA = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_ex) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$
- $ROA = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_pres) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore}.$

Come è noto il ROA è un indicatore di profittabilità dell'impresa, rivelando quanto un'impresa sia in grado di utilizzare i propri *asset* in modo da generare profitti. Nel modello sono state inserite variabili per indagare l'influenza della dimensione del Consiglio (come suggerito dal modello di Croci e Grassi, 2013). Sono presenti inoltre le variabili riferite alla leva finanziaria, al tasso di crescita delle vendite e alle vendite.

Declinando lo stesso modello del ROA, per la Q di Tobin si è ottenuto il seguente modello:

- $Q \text{ di Tobin} = \beta_0 + \beta_1(n\_simple\_id) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \beta_7(ROA) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$
- $Q \text{ di Tobin} = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_ceo) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite) + \beta_5(age) + \beta_6(lrsales) + \beta_7(family) + \beta_7(ROA) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$

- $Q \text{ di Tobin} = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_ex) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite\ age) + \beta_5(lrsales) + \beta_6(family) + \beta_7(ROA) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$
- $Q \text{ di Tobin} = \beta_0 + \beta_1(n\_rec\_pres) + \beta_2(boardsize) + \beta_3(leverage) + \beta_4(tassodicrescitavendite\ age) + \beta_5(lrsales) + \beta_6(family) + \beta_7(ROA) + \text{effetti fissi} + \text{effetti temporali} + \text{errore};$

In questo caso è stata inserita anche la variabile riferita al ROA che potrebbe influenzare il valore del Q di Tobin, che in effetti dipende dalla visione che il mercato ha dell'impresa.

### Analisi dei risultati

In **Tabella 54** sono riportati i risultati della regressione di cui sopra, che ha come variabile dipendente il ROA. Sono indicati i risultati dell'analisi svolta utilizzando il campione di imprese nella sua interezza. Come si può notare la relazione che intercorre tra le performance dell'azienda e le variabili di ID (**n\_simple\_id, n\_rec\_ceo, n\_rec\_ex, n\_rec\_pres**) è negativa, tuttavia il modello non evidenzia una relazione causale significativa.

La dimensione del Consiglio di Amministrazione non ha influenza sulle performance aziendali, coerentemente con quanto trovato da Croci e Grassi, che imputano questo risultato al fatto che la prevalenza del campione delle imprese italiane sia controllata da un azionista di maggioranza o da una famiglia, che ha in effetti il controllo del *board* indipendentemente da quanto ampio esso sia. I coefficienti delle variabile vendite e tasso di crescita delle vendite sono in questo caso positivi e significativi. Infine la variabile dicotomica **family** non è significativa.

Svolgendo un'analisi simile rispetto alla variabile Q di Tobin (**Tabella 55**), i risultati sono analoghi. Le variabili rispetto alla presenza di ID non influenzano in modo diretto le performance ed in particolare la valutazione che i mercati fanno dell'impresa. Come nel modello precedente la dimensione del *board* non influenza in maniera significativa le performance aziendali in termini di Q di Tobin. Sorprendentemente, rispetto al modello riferito al ROA, in questo caso le vendite hanno un'influenza negativa sulle performance in termini di Q di Tobin. La variabile dipendente invece cresce se cresce il tasso di crescita delle vendite: la valutazione del mercato è positiva quando il mercato è in crescita. Coerente anche la relazione che esiste tra Q di Tobin e leva finanziaria: i mercati non reagiscono in maniera positiva all'aumento dei livelli di debito.

Tabella 54 – Analisi econometrica sulle performance (ROA) nelle imprese quotate italiane. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	ROA (1)	ROA (2)	ROA (3)	ROA (4)
<b>n_simple_id</b>	0.000850 (0.00264)			
<b>n_rec_ceo</b>		-0.00965 (0.00571)		
<b>n_rec_ex</b>			-0.00235 (0.00352)	
<b>n_rec_pres</b>				-0.00235 (0.00221)
<b>board_size</b>	-0.0000324 (0.00169)	0.000246 (0.00179)	0.000257 (0.00180)	0.000330 (0.00181)
<b>leverage</b>	0.000592*** (0.0000119)	0.000594*** (0.0000136)	0.000594*** (0.0000138)	0.000594*** (0.0000139)
<b>lrsales</b>	0.0239* (0.00990)	0.0243* (0.00980)	0.0240* (0.00979)	0.0243* (0.00980)
<b>tassocrescitavendite</b>	0.0000103*** (0.00000263)	0.0000100*** (0.00000258)	0.0000102*** (0.00000256)	0.0000100*** (0.00000256)
<b>family</b>	0.00168 (0.0164)	0.00101 (0.0161)	0.00106 (0.0161)	0.000828 (0.0160)
<b>_cons</b>	-0.252* (0.125)	-0.257* (0.124)	-0.254* (0.124)	-0.258* (0.124)
<i>N</i>	1725	1725	1725	1725
<i>N firm</i>	155	155	155	155
<i>R<sub>2</sub></i>	0.178	0.180	0.178	0.179
<i>adj. R<sub>2</sub></i>	0.168	0.169	0.168	0.168
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes

Tabella 55 - Analisi econometrica sulle performance (*Q* di Tobin) nelle imprese quotate italiane. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Q di Tobin	Q di Tobin	Q di Tobin	Q di Tobin
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>n_simple_id</b>	-0.00830 (0.0189)			
<b>n_rec_ceo</b>		0.0138 (0.0209)		
<b>n_rec_ex</b>			0.0159 (0.0234)	
<b>n_rec_pres</b>				-0.00832 (0.0215)
<b>board_size</b>	0.0217 (0.0148)	0.0192 (0.0128)	0.0190 (0.0128)	0.0195 (0.0130)
<b>leverage</b>	-0.00136*** (0.000379)	-0.00138*** (0.000385)	-0.00138*** (0.000385)	-0.00137*** (0.000382)
<b>lrsales</b>	-0.215** (0.0755)	-0.217** (0.0774)	-0.217** (0.0775)	-0.215** (0.0774)
<b>tassocrescita</b>	0.000111*** (0.0000302)	0.000112*** (0.0000299)	0.000113*** (0.0000295)	0.000111*** (0.0000295)
<b>ROA</b>	3.826*** (0.658)	3.826*** (0.656)	3.825*** (0.656)	3.821*** (0.654)
<b>family</b>	-0.0522 (0.0610)	-0.0493 (0.0602)	-0.0473 (0.0605)	-0.0522 (0.0615)
<b>_cons</b>	3.857*** (0.907)	3.882*** (0.937)	3.880*** (0.939)	3.863*** (0.940)
<i>N</i>	1721	1721	1721	1721
<i>N firm</i>	155	155	155	155
<i>R<sub>2</sub></i>	0.265	0.265	0.265	0.265
<i>adj. R<sub>2</sub></i>	0.256	0.255	0.255	0.255
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes

L'analisi del presente elaborato è quindi andata nella direzione di comprendere se esistesse una particolare categoria di imprese del campione considerato per la quale le variabili di ID svolgessero un effetto causale sulle performance aziendali. Si è cercato in particolare di comprendere se esistesse un sotto campione per il quale le performance potessero migliorare o peggiorare. In **Tabella 56** e **Tabella 57** sono presenti i risultati dell'analisi di regressione svolta per un campione particolare di aziende: si è filtrato innanzitutto sulle imprese non familiari, poiché l'analisi descrittiva proposta in precedenza ci suggeriva che fossero le imprese che maggiormente ricorrevano alla pratica. Inoltre tra le imprese non familiari sono state selezionate solo le imprese che presentano alti livelli di *sunk cost* (variabile **typer** che vale 1). La scelta di focalizzarsi su questo campione deriva dal fatto che sia la letteratura citata, che i risultati dell'analisi descrittiva, suggeriscono che siano le imprese ad azionariato diffuso e quindi non familiare a prediligere la

condivisione di amministratori. L'ulteriore scelta di concentrarsi sul sotto campione di imprese a *sunk cost* elevati deriva infatti dal comprendere meglio la motivazione che le imprese di questo tipo hanno nell'evitare la pratica, come suggerito dall'analisi precedente. Dai risultati si nota in effetti che esiste una relazione causale negativa e significativa tra le variabili che contano il numero di legami che un'impresa crea mediante ID reciproco e le misure di performance. Il risultato è consistente con quanto trovato in precedenza: le imprese che hanno alti livelli di spesa in R&D e Advertising non hanno incentivo a creare interlocking e nei casi in cui queste lo facciano il risultato è una perdita in termini di performance.

Tabella 56 - Analisi econometrica sulle performance (ROA) nelle imprese quotate non familiari e ad alta intensità di *sunk cost*. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	ROA	ROA	ROA	ROA
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Typ=1 (Alti sunk cost) &amp; imprese non familiari</b>				
<b>n_simple_id</b>	0.00201 (0.00353)			
<b>n_rec_ceo</b>		-0.0164* (0.00606)		
<b>n_rec_ex</b>			-0.0136** (0.00448)	
<b>n_rec_pres</b>				-0.00593* (0.00356)
<b>board_size</b>	-0.000248 (0.00405)	0.000420 (0.00384)	0.000678 (0.00385)	0.00108 (0.00379)
<b>leverage</b>	0.0574*** (0.00101)	0.0580*** (0.00119)	0.0580*** (0.00118)	0.0578*** (0.00114)
<b>lrsales</b>	0.0348* (0.0161)	0.0395* (0.0160)	0.0393* (0.0160)	0.0355* (0.0161)
<b>tassocrescita</b>	0.0000116 (0.00000630)	0.0000101 (0.00000620)	0.0000105 (0.00000602)	0.0000104 (0.00000605)
<b>_cons</b>	-0.483 (0.246)	-0.550* (0.242)	-0.548* (0.242)	-0.495 (0.249)
<i>N</i>	244	244	244	244
<i>Nfirm</i>	22	22	22	22
<i>R</i> <sub>2</sub>	0.848	0.852	0.852	0.849
adj. <i>R</i> <sub>2</sub>	0.834	0.838	0.838	0.835
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes

Tabella 57 - Analisi econometrica sulle performance (Q di Tobin) nelle imprese quotate non familiari e ad alta intensità di sunk cost. Regressione a effetti fissi e temporali. Errori standard in parentesi. \* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$ .

	Q di Tobin	Q di Tobin	Q di Tobin	Q di Tobin
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<b>Typet=1 (Alti sunk cost) &amp; non familiari</b>			
<b>n_simple_id</b>	-0.0221 (0.0198)			
<b>n_rec_ceo</b>		-0.0368* (0.0152)		
<b>n_rec_ex</b>			-0.0214 (0.0149)	
<b>n_rec_pres</b>				-0.0387* (0.0152)
<b>board_size</b>	0.0206 (0.0208)	0.00666 (0.0225)	0.00738 (0.0224)	0.00879 (0.0227)
<b>leverage</b>	-0.0797** (0.0257)	-0.0840** (0.0259)	-0.0824** (0.0264)	-0.0843** (0.0262)
<b>lrsales</b>	-0.0637 (0.0576)	-0.0566 (0.0637)	-0.0606 (0.0644)	-0.0650 (0.0612)
<b>tassocrescitavendite</b>	0.0000303 (0.0000459)	0.0000279 (0.0000463)	0.0000292 (0.0000464)	0.0000232 (0.0000482)
<b>ROA</b>	2.172*** (0.443)	2.065*** (0.463)	2.088*** (0.468)	2.062*** (0.468)
<b>_cons</b>	1.972* (0.894)	1.938 (1.033)	1.987 (1.048)	2.063 (0.993)
<i>N</i>	244	244	244	244
<i>Nfirm</i>	22	22	22	22
<i>R<sub>2</sub></i>	0.703	0.701	0.700	0.704
<i>adj. R<sub>2</sub></i>	0.674	0.671	0.670	0.674
<b>Fixed effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes
<b>Time effect</b>	Yes	Yes	Yes	Yes

## Conclusioni

Il presente lavoro si è posto l'obiettivo di indagare il tema degli Interlocking directorates, partendo dall'analisi della letteratura esistente e arrivando ad elaborare un'analisi empirica riguardante il mercato delle imprese quotate italiane tra il 2000 ed il 2017. Per arrivare a questo obiettivo il lavoro di costruzione del database e analisi econometrica è stato anticipato da un'analisi teorica. Per comprendere quali potessero essere gli impatti che il fenomeno degli Interlocking Directorates potesse avere sulle imprese, si è proceduto a descrivere un quadro generale sul tema della *corporate governance* ed in particolare sul ruolo del Consiglio di Amministrazione. Da questa analisi si evidenzia come tale ruolo sia centrale nella gestione di una società, e sia fondamentale per due ragioni principali: in primo luogo il *board of directors* è la sede dove si esercita il controllo sul *management*, poiché gli amministratori eletti dagli azionisti hanno il compito di rappresentare gli interessi dell'azionariato. In secondo luogo il Consiglio di Amministrazione è uno strumento fondamentale per garantire la diffusione delle informazioni sia all'interno che all'esterno della realtà aziendale. Da questa breve analisi risulta quindi evidente come la composizione del Consiglio possa essere un elemento importante per difendere gli interessi degli azionisti e fornire allo stesso tempo un vantaggio all'azienda in termini di performance. Dall'analisi emerge inoltre il ruolo centrale del Consiglio di Amministrazione nella decisione della paga dell'Amministratore delegato.

Successivamente, stabilito il ruolo centrale che ha il *board* nel prevenire eventuali espropriazioni degli azionisti si è proceduto ad un *excursus* per comprendere quali fossero stati i principali scandali e fallimenti dell'ultimo ventennio e quali fossero state le ragioni che li avevano causati. Ciò che emerge da questa breve analisi, è che la maggior parte degli scandali citati sono stati il risultato di errori e colpe del *management* e dei *block holders* nel mettere in atto il governo societario. Si è dedotto come anche in questo caso il ruolo e la composizione del Consiglio di Amministrazione sia stato cruciale, in quanto non è stato rispettato il compito di monitorare sull'operato del *management*. Anche casi di piramidi societarie hanno portato a grandi espropriazioni, in quanto chi deteneva il controllo ma non la proprietà dell'impresa, agiva secondo incentivi sbagliati e nell'ottica di aumentare i propri benefici privati. Tale *excursus* è servito principalmente per iniziare a comprendere se un fenomeno come quello degli Interlocking Directorates potesse essere in qualche modo un meccanismo adottato dalle imprese per espropriare i propri azionisti, in quanto è anch'esso un metodo per accentrare il potere.

A questo punto l'analisi si è focalizzata sulla descrizione del fenomeno degli Interlocking Directorates, che secondo la letteratura esistente è decisamente diffuso e dibattuto. Ciò che emerge dall'analisi sono principalmente sette modelli, che descrivono il fenomeno in termini del tutto contrastanti a seconda del contesto in cui ci si trova. Analizzando il fenomeno come un

collegamento tra individui (*Interlocking directorship*) la letteratura suggerisce che tali legami nascano come frutto di una forte coesione sociale, in quanto gli amministratori contattano altri amministratori perché appartengono tutti alla stessa *upper class* (*Class Hegemony Model*). Inoltre gli amministratori decidono di creare un Interlocking Directorship nell'ottica di migliorare i propri compensi, il proprio prestigio ed i futuri collegamenti ed opportunità di lavoro (*Career Advancement Model*). In alcuni casi chi è coinvolto in questo tipo di legami lo fa per poter aumentare il proprio potere personale (*Management Control Model*).

Analizzando invece il fenomeno come un *network* di imprese la letteratura suggerisce che le motivazioni che spingono le aziende a condividere i propri amministratori siano differenti: in primo luogo consente di ridurre l'incertezza a cui sono sottoposte, in termini di clienti, fornitori, competitors o condizioni macroeconomiche (*Resource Dependence Model*); inoltre può permettere di aver facile accesso al capitale da parte delle aziende e consente alle banche di soddisfare il loro bisogno di monitorare i movimenti di tali aziende (*Financial Control Model*). Infine alcune teorie suggeriscono un uso improprio di questo tipo di legame suggerendo che gli ID permettano la creazione di canali di comunicazione tra aziende secondo la teoria della collusione (*The Collusion Model*) o che vengano usati dagli *shareholder* di gruppi di aziende quotate per stabilire un coordinamento tra aziende che non operano per forza nello stesso settore, con l'intento di espropriare azionisti di minoranza (*The Systemic Collusion Model*).

Ottenuto un quadro generale delle principali teorie esistenti in letteratura, si è quindi proceduto con un'analisi teorica ed empirica del fenomeno nel mercato delle imprese quotate italiane. Anche in questo caso la letteratura descrive gli Interlocking Directorates come un fenomeno diffuso e che comporta conseguenze simili a quelle descritte dai modelli citati.

Il presente lavoro è proseguito con un'analisi empirica, a partire dall'idea di voler dare un quadro generale del comportamento delle principali imprese quotate italiane negli anni dal 2000 al 2017. Per poter svolgere questo lavoro è stato necessario attingere i dati sulla composizione dei Consigli di Amministrazione delle imprese dal sito della Consob e rielaborarli in modo da ottenere una misura del numero di amministratori condivisi, di quelli condivisi reciprocamente e dei legami che ogni impresa crea mediante condivisione reciproca di cariche rilevanti.

L'analisi empirica dei dati ottenuti è suddivisa in due parti: una prima analisi di tipo descrittivo che mira a descrivere il comportamento delle imprese all'interno del campione considerato e un'analisi di tipo econometrico che mira a descrivere alcuni effetti del fenomeno in questione su alcuni parametri (come la paga del CEO e le performance aziendali). I principali risultati dell'analisi descrittiva sono descritti qui di seguito:

- Le imprese **familiari** italiane sono tendenzialmente più restie a condividere i propri amministratori, nell'ottica di poter mantenere il controllo dell'azienda ed evitare diffusione di informazioni. Come sottolineato dalla letteratura, la creazione di questo tipo di legami porta alla diffusione di informazioni da una società all'altra. Sono invece le imprese non

familiari a voler creare maggiormente legami di tipo ID reciproco o semplici condivisioni di amministratori poiché avranno interesse a condividere informazioni verso l'esterno nell'ottica di ridurre l'incertezza che le riguarda e migliorare le performance aziendali. Allo stesso tempo è possibile che questo tipo di imprese abbia maggiori interessi a voler monitorare altre imprese e sia disposto a sua volta a subire questa sorta di monitoring dall'esterno nell'ottica di ottenere benefici (si pensi ad esempio alle banche).

- Le imprese coinvolte in **patti di sindacato** sono allo stesso tempo coinvolte in un numero maggiore di legami di tipo ID. In imprese con azionariato diffuso, azionisti con una maggioranza relativa stipulano un accordo mediante la sottoscrizione di tali patti parasociali, per riuscire a controllare la società. In questo contesto ben si colloca la presenza di un numero maggiore di legami mediante la condivisione reciproca di cariche rilevanti con l'intento di controllare la società ed eventualmente espropriare azionisti di minoranza.
- Imprese ad alti livelli di **sunk cost** (R&D e Advertising), per motivi di concorrenza e di tendenza a non diffondere informazioni all'esterno della propria azienda, tendono a non condividere i propri amministratori. Le imprese che invece non investono in Ricerca e Sviluppo o in pubblicità hanno tendenza a creare un network condividendo amministratori nell'ottica di ridurre l'incertezza che le riguarda e migliorare le proprie performance.
- Le imprese che operano in settori ad alta **concentrazione di mercato** tendono a condividere un numero superiore di amministratori: gli Interlocking Directorship aumentano quindi con la concentrazione di mercato. Tuttavia il fenomeno significativo è solo quello di Interlocking Directorship semplici. In letteratura è presentata la dimostrazione di un legame positivo tra ID e concentrazione di mercato, coerente con quanto trovato nel presente lavoro (Pennings (1980), Burt (1983)).
- La **paga del CEO** nelle imprese *interlocked* (con Simple ID e con *reciprocal* ID tra CEO, esecutivi e cariche rilevanti) è maggiore. Il risultato è coerente con la letteratura citata: se due amministratori delegati o i loro subordinati prestano servizio nei relativi consigli, possono avere l'incentivo e l'opportunità di aumentare la retribuzione reciproca. Tuttavia si è consapevoli che questo risultato non dimostra che una diretta relazione causale tra presenza di ID e aumento della paga del CEO, in quanto i fattori che possono far aumentare la paga del CEO sono numerosi.
- Le imprese coinvolte in un numero maggiore di legami ID tra imprese sono imprese con **dimensioni** maggiori in termini di vendite e asset. Non è stato possibile stabilire una differenza statisticamente significativa tra le performance (ROA e Q di Tobin) nelle imprese coinvolte in ID reciproci di cariche rilevanti, ma è evidente che le imprese che condividono un numero maggiore di amministratori (simple ID) hanno anche **performance** significativamente migliori.

A partire da questi risultati il lavoro in questione ha quindi cercato di indagare, mediante la costruzione di alcuni modelli econometrici se esistesse una relazione tra la paga del CEO ed il numero di legami che l'impresa detiene mediante condivisione di amministratori. Infine si è cercata una relazione tra ID e performance d'impresa. Per quanto riguarda il primo modello si è giunti alla conclusione che esiste una relazione causale positiva tra il numero di legami che un'impresa detiene mediante la condivisione reciproca di cariche rilevanti e la paga del CEO. Il risultato è coerente con la letteratura esistente (Hallock, 1997): è plausibile un legame positivo tra presenza di amministratori condivisi reciprocamente e retribuzione del CEO poiché la retribuzione delle cariche rilevanti è legata a quella del CEO. Inoltre queste figure potrebbero ambire a diventare Amministratore Delegato. In più avere figure che siedono nel Consiglio di Amministrazione di un'altra impresa può innescare processi comunicativi importanti: possono riferire informazioni agli amministratori delegati sui procedimenti del consiglio di amministrazione. Fornendo un canale di informazione, possono trasmettere informazioni agli amministratori delegati che consentono loro di manipolare il processo di compensazione o modificare i propri comportamenti per ottenere una retribuzione più elevata. Il fatto che i non amministratori delegati possano fornire informazioni agli amministratori delegati potrebbe anche incoraggiare gli altri membri del consiglio a sostenere salari più alti per i CEO. D'altro canto avere maggiori informazioni provenienti dall'esterno può essere, come sostenuto da numerose teorie, un vantaggio per le performance aziendali (Fich, White, 2006). Infine l'analisi di questo elaborato ha provato a trovare un legame tra il fenomeno degli Interlocking Directorates e il miglioramento o il declino delle *performance* aziendali (in termini di ROA e Q di Tobin). Utilizzando l'intero campione non è stato possibile definire una relazione significativa tra le due variabili. Tuttavia, sfruttando i risultati ottenuti nell'analisi descrittiva è stato possibile indagare il caso delle imprese non familiari (che come è noto hanno maggiore tendenza a condividere amministratori) con alti *sunk cost*. Il modello creato ha restituito risultati che confermano che gli ID sono un fenomeno che non porta benefici, in termini di performance, per aziende con alti *sunk cost*. La motivazione è da ricercarsi, come suggerito anche dalla letteratura, nel fatto che questo tipo di aziende non beneficia di un canale comunicativo come quello degli ID per motivi di concorrenza e di tendenza a non diffondere informazioni all'esterno della propria azienda.

In conclusione occorre sottolineare che sebbene il seguente lavoro abbia trattato il tema degli Interlocking Directorates in maniera piuttosto approfondita, sicuramente non è esaustiva ma apre a numerosi **sviluppi futuri**: ad esempio approfondendo il tema, tralasciato dal presente lavoro, della relazione tra performance, concentrazione di mercato e presenza di legami di tipo ID, nell'ottica di indagare eventuali fenomeni collusivi attuati dalle aziende. Inoltre si potrebbe, a partire da differenti dati, indagare il fenomeno, nell'ottica di analizzare l'efficacia del citato decreto Salva Italia che impone il divieto alle aziende operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo italiano di condividere amministratori, sindaci o dirigenti.



## Bibliografia

### Capitolo Primo

Adams R., B., Hermalin, B., E., Weisbach M., S., 2010, *The role of Board of Directors in Corporate Governance: A conceptual Framework and Survey*, Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1 (March 2010), pp. 58-107.

Almazan, A., Suarez, J., 2003, *Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures*, Journal of Finance, Volume 58, Issue 2.

Anderson, R., C., Reeb D., M., 2003, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500*, The Journal of Finance Vol. 58, No. 3 (Jun., 2003), pp. 1301-1328.

Barca, F., Ferri, G., Pesaresi, N., 1996, *Banks and Corporate Governance in Italy: A Two-Tier Model*, Financial and Monetary Policy Studies, Vol 33.

Barca, F., Marco B., 2001. *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press.

Barontini, R., Caprio, L., 2006, *The Effect of Family Control in Firm Value ad Performance: Evidence from Continental Europe*, European Financial Management, Volume 12, Issue 5.

Baysinger, B., H. Butler, 1985, *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, Journal of Law, Economics, and Organizations, Vol. 1, No.1, (Spring, 1985), pp 101-124.

Bebchuk, L., A., Fried, J., M., 2005, *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, Journal of Corporation Law, Vol. 30, No. 4, pp. 807-822.

Bhagat, S. and B. Black, 1999, *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, The Business Lawyer, Vol. 54, No. 3 (May 1999), pp. 921-963.

Bhagat, S. and B. Black, 2000, *Board Independence and Long-Term Firm Performance*, Working Paper, University of Colorado.

Black, B., S., 1992, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, UCLA Law Review, Vol 39, pp. 811-893.

Brickley, J., Cole's, J., Terry, R.L., 1994, *Outside directors and the adoption of poison pills*, Journal of Financial Economics, Vol. 35, issue 3, pp.371-390.

Bulow, T.,I., Geanakoplos, J., D., Klemperer, P. ,D., , 1985, *Multimarket Oligopoly: Strategic Substitutes and Complements*, Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 3 (Jun., 1985), pp.488-511.

Burkhart, 1995, *Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5 (Dec. 1995), pp. 1491-1515.

Cadbury, A., 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.  
Coffee, J., 2000, *Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure*, Working paper No. 158.

- Comitato per la Corporate Governance, 2011, *Codice di Autodisciplina*.
- Davidoff Solomon S., 2011, *Takeover Theory and the Law and Economics Movement*, Research Handbook on the Economics of Corporate Law.
- Demsetz H., 1983, *The structure of Ownership and the Theory of the Firm*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun, 1983), pp.375-390.
- Enriques L. e Volpin P., 2007, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 1, Winter 2007., pp. 117-140.
- Faccio, M., Lang, L., 2002. *The Ultimate Owner of Western European Corporations*, Journal of Financial Economics, Vol. 65 (2002) pp. 365-395.
- Fama E. F. e Jensen M. C., 1983, *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.
- Fama, E. F., 1980, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2 (Apr., 1980), pp 288-307.
- Ferran, E., 2004, *Building an EU Security Market*, Cambridge University Press.
- Ferri, G., Pesaresi, N., 1996, *The missing link: banking and non banking financial institutions in Italian corporate governance*, FEEM Working Paper 4.96.
- Grossman S. J., Hart O. D., 1980, *Takeover bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporations*, Bell Journal of Economics, Vol. 11, No.1 (Spring, 1980), pp. 42-64.
- Grossman S., J., Hart, O.F., 1988, *One share – one vote and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics, Vol. 20. Jan-March, 1988, pp. 175-202.
- Hart O. D., 1979, *Monopolistic Competition in a Large Economy with Differentiated Commodities*, The review of Economics Studies, Vol. 46, No. 1 (Jan., 1979), pp. 1-30.
- Hart O. D., 1983, *The Market Mechanism as an Incentive Scheme*, Bell Journal of Economics, Vol. 14, No. 2 (Autumn, 1983), pp. 366-382.
- Hermalin, B., Weisbach, M., 1991, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, Financial Management, Vol. 20, No. 4 (Winter, 1991), pp. 101-112.
- Hirshleifer, D., Thakor, A., 1994, *Managerial performance, boards of directors and takeover bidding*, Journal of Corporate Finance, Vol. 1, March 1994, Issue 1, pp. 63-90.
- Holmstrom B., 1982, *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*, review of Economic Studies, Vol. 66, No, 1, Special Issue: Contracts (Jan. 1999), pp. 169-182.
- Holmstrom, B., Tirole, J., 1993, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4 (aug., 1993), pp. 678-709.
- Jensen M. C. e Ruback R. S., 1983, *The Market for Corporate Control: The scientific Evidence*, Journal of Financial Economics, Vol. 11, nos. 1-4 (April 1983), pp. 5-50.
- Jensen M. C., 1986, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, Midland Corporate Finance Journal, Vol.4, No. 2, Summer 1986.

- Jensen, M. , 1986, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No.2, (May, 1986), pp. 323-329.
- Jensen, M., C., Meckling, W. , 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, Oct. 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M., 1993, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance, Vol. 48, No. 3, (Jul., 1993), pp. 831-880- .
- Jensen, M.C. 1993, *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System*, The Journal of Finance, Vol. 48, Issue 3, pp.831-880.
- John, K., Senbet, L.,W., 1998, *Corporate Governance and board effectiveness*, Journal of Banking and Finance, Vol. 22, pp. 371-403.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., 2000, *Corporate governance in the Asian financial crisis*, Journal of Financial Economics, Vol 58, Issue 1-2, pp.141-186.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000, *Tunneling*,. American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 90, No.2 (May, 2000), pp. 22-27.
- Kamar, E., 2006, *Beyond Competition for Incorporations*, Georgetown Law Journal, Vol. 94, pp. 1725.
- Klein, A., 1998, *Firm Performance and Board Committee Structure*, Journal of Law and Economics, Vol. 41, No.1, April 1998.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998 ,*Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, (Dec. 1998), pp. 113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997, *Legal Determinants of External Finance*, Journal of Finance, Vol. 52, No.3, (Jul., 1997), pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000, *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp. 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, *Corporate Governance Around the World*, Journal of Finance, Vol. 54, No.2.
- Lipton, M. , Lorsch J., 1992, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, Business Lawyer, Vol. 48, No. 1 (Nov. 1992), pp. 59-57..
- MacAvoy, P., Cantor, S., Dana, J., Peck, S., 1983, *ALI Proposals for Increased Control of the Corporation by the Board of Directors: An Economic Analysis*, Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed 'Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendation, New York: Business Roundtable.
- Manne H. G., 1965, *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Political Economy, Vol. 73, No.2, (Apr. 1965), pp. 110-120..
- Marris, R., 1964, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, Macmillan, London.
- Melis, A., 1998, *Corporate Governance in Europe: An Empirical analysis of the Italian case among financial listed companies*, Università di Cagliari.

Melis, A., 2000, *Corporate Governance in Italy*, Empirical Research-Base and Theory Building Papers, Vol. 8, No. 4, pp. 347-355.

Milgrom, P., Roberts, J., 1992, *Economics organization and management*.

Miller, M. H. e Modigliani, F. , 1958, The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (Jun. 1958), pp. 261-297).

Miller, M. H. e Modigliani, F. , 1963, Corporate income taxes and cost of capital: A correction, *American Economic Review*, Vol 53, pp. 433-443.

Miller, M. H. e Modigliani, F. , 1966. Some estimates of cost of capital to the electric utility industry, *American Economic Review*, Vol. 57, No. 5, (Dec., 1967), pp. 1267-1278.

Morck, R., Wolfenzon, D., Yeung, B., 2005, *Corporate Governance, economic Entrenchment, and Growth*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No. 3.

Napier C. J. , Shah N., *The Cadbury Report 1992: Shared Vision and Beyond* Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 1999, *Principles on Corporate Governance*.

Rajan, G., Zingales, L., (2003), *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th century*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp.5-50.

Rosenstein, S., Wyatt J., 1990, *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Issue 2, August 1990, pp 175-191.

Rondi, L., 2007, *L'impresa*, sezione 4.2.

Santella, P., Drago, C., Paone, G., 2006, *How Independent are Independent directors? The case of Italy*, .

Santella, P., Drago, C., Paone, G., 2007, *Who cares about director independence?*.

Scharfstein D., 1988, The Disciplinary Role of Take-over, *Review of Economic Studies*, Vol. 55, No.2 (Apr., 1988), pp. 185-199.

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

Shleifer, A., Vishny, R., W., 1986, *Large Shareholders and Corporate Control*, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No.3, Part 1 (Jun. 1986), pp. 461-488.

Smith A. , 1776, *The Wealth of Nations*.

Stulz, R. , 1988, *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Jan.-Mar., 1988, pp. 25-54.

Warther, V., 1994, *Board effectiveness and Board Dissent*, *Journal of Corporate Finance*.

Weisbach, M., S., 1988, *Outside directors and CEO turnover*, *Journal of financial economics*, Vol. 20, Jan-Mar 1988, pp. 431-460.

Yermack, D., 1996, *Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Issue 2, Fe. 1996, pp. 185-211.

Zingales, L. , 1998 , *Corporate Governance*, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.

Tufféry, S. Factor Analysis, in *Data mining and statistic for decision making*, Wiley, 2011, pp. 175-180.

## Capitolo Secondo

Aganin, A., Volpin, P., 2003, *History of Corporate Ownership in Italy*, ECGI – Finance Working paper No. 17/2003.

Almeida, H., & Wolfenzon, D. 2006, *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, *Journal of Finance*, 61, pp. 2637–2680.

Barclay, M., J., Holderness, 1989, C., G., *Private Benefits from Control of Public Corporations*, *Journal of Financial economics*, Vol. 25, Issue 2, pp. 371 - 395.

Benedetto, F., Di Castri, S., 2005, *Il “Caso Parmalat” e l’indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*”, *Banca Impresa Società* No. 2005/2.

Bianchi M., Bianco M., 2006, *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, Finance Working Paper (144).

Bianchi M., Bianco M., Enriques L., 2001, *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, *The control of Corporate Europe*, Oxford University Press, pp. 154-186.

Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., H., P., 2000, *The Separation of ownership and control in East Asian Corporations*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, pp. 81-112.

Coase R., H., 1960, *The problem of Social Cost*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, (Oct. 1960), pp. 1-44.

Coffee, J., C., 2004, *Gatekeeper failure and reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 237.

Coffee, J., C., 2004, *Gatekeeper Failure and reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 237.

Coffee, J., C., 2005, *A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 274.

Consob (*Report on Corporate Governance of Italian Listed company*, 2018).

Consob, Regolamento operazioni con parti correlate, Delibera n. 17221 del 03/12/2010.

Cottino, 2015, *Lineamenti di diritto commerciale*, Zanichelli editore.

Denis, D., J., Hanouna, P., Sarin, A., 2006, *Is There a Dark Side to Incentive Compensation?*, *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, No.3.

Di Carlo, E., 2013, *Pyramids and the separation between direction and controllo of non-financial Italian family companies*.

Di Miceli da Silveria, A., 2013, *The Enron Scandal a decade later: Lesson Learnerd?*, University of San Paolo.

Di Pietra, R., Grambovas, C., Raonic, I., Riccaboni, A., 2008, *The effect of board size and 'busy' directors on the market value of Italian Companies*, Journal of Management & Governance, March 2008, Vol. 12, Issue 1, pp. 73-91.

Dick, A., Zingales, L., 2004, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2 (Apr., 2004), pp.537-600.

Enriques L. e Volpin P., 2007, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 1, Winter 2007., pp. 117-140.

Faccio, M., Lang, L., 2002, *The ultimate ownership of Western European Corporations*, Journal of Financial Economics, Vol. 65, Issue 3, pp. 365-395.

Ferrarini, G., Giudici, P., 2005, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI Working Paper Series in Law No. 40/2005.

Ferrarini, G., Moloney, N., Vespro, C., 2003, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, ECGI Working Paper 2003 09/2003.

Friedman E., Johnson S., Mitton T. (2003) Propping and tunneling. NBER Working paper (9949).

Gambino, A., 1993, *Responsabilità amministrativa nei gruppi di società*. Giurisprudenza commerciale, I.

Gilson, R., J., Kraakman, R., H., 1984, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 548, 612-621.

Gilson, R., J., Kraakman, R., H., 1984, *The Mechanism of Market Efficiency*, Vol. 70, No. 4 Va. L. Rev. 548, 612-621.

Grassini F., 2013, *L'orizzonte breve. Rischi di more per il nostro capitalismo?*, Il Mulino.

Harmantzis, F., C., 2004, *Inside the Telecom Crash: Bankruptcies, Fallacies and Scandals. A closer look at the WorldCom Case*.

Hart, O., 1998, *Imprese, Contratti e Struttura Finanziaria*, Giuffrè, Milano, Cap. 8.

Jensen, M., C., Meckling, W. , 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, Oct. 1976, pp. 305-360.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. *Tunneling* , American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp. 22-27.

Kirchmaier, T., & Grant, J., 2005, *Financial tunnelling and the revenge of the insider system: How to circumvent the new European corporate governance legislation*, FMG discussion paper, 536.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, *Corporate Governance Around the World*, Journal of Finance, Vol. 54, No.2.

Longo, M., 2018, *I 20 anni dalla Legge Draghi: così la Borsa è cambiata*, Il Sole 24 Ore, 27 febbraio 2018.

Morgenson, G., 2004, *Explaining (Or Not) Why the Boss Is Paid So Much*, N.Y. Times, Jan, 25, 2004.

Moyra Longo, 2018, *I 20 anni dalla legge Draghi: così la Borsa è cambiata*, Il Sole 24 ore, Finanza e Mercati, 27 Febbraio 2018.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, Vol. LIII, No. 1, pp. 27-64.

Pressacco F., 2012, *Dizionario di Economia e Finanza*, Treccani.

Rommens, A., Cuyvers, L., Deloof, M., 2007, *Interlocking directorate and Business group: Belgian Evidence*, University of Antwerp, Belgium, Department of Accounting and Finance, Research Paper 2007, 023.

Williamson, O. ,1985, *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*, New York: Free Press.

## Capitolo Terzo

AGCM, Autorità garante della concorrenza e del mercato 2010. Relazione annuale sull'attività svolta nel 2009.

Autorità garante della concorrenza e del mercato, AGCM (2009). *Indagine conoscitiva: la corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni*. <http://www.agcm.it/>.

Aylin Ataay, *Roles of Interlocking Directorates in an emerging country: control and coordination in family business groups*, Eurasian Journal of Business and Management, 4(2), 2016, 106-116.

Barringer, B., R., Harrison, J., S., 2000, *Walking a Tightrope: Creating Value Through Interorganizational Relationships*, First Published June 1, 2000 Research Article.

Barzuza, M., Curtis, Q., 2015, Board Interlocks and Corporate Governance, *de laare Journal of Corporate Law*, Vol 39, pp. 669-702.

Bazerman, M. H., Schoorman, F. D. ,1983, *A limited rationality model of interlocking directorates*, Academy of Management Review, 8(2), 206–217.

Bebchuk, L., Fried, J., 2004, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise Of Executive Compensation*, 26 .

Beecher-Monas, E., 2011, *The Risks of Reward: The Role of Executive Compensation in Financial Crisis*, Vol. 6., Law & Business Review. 101, 106-07 (201 I).

Bianchi, M. & Bianco, M., 2006, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, ECGI - Finance Working Paper No. 144/2006.

Bianco, M., Pagnoni, E., 1997, *Interlocking directorates across listed companies in Italy: The case of banks*. BNL Quarterly Review, Special Issue on Property, Control and Corporate Governance of Banks, March.

- Bizjak, J., Lemmon, M., Whitby, R., 2009, *Option Backdating and Board Interlocks*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 11 (Nov., 2009), pp. 4821-4847.
- Booth, J., R., Deli, D., N., 1999, *On executives of financial institutions as outside directors*, *Journal of Corporate Finance* 5, 227-250.
- Bouwman, C., H., S., 2011, *Corporate Governance Propagation through Overlapping Directors*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7 (July 2011), pp. 2358-2394.
- Burt, R., S., 1984, *Corporate Profits and Cooptation*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 29, No. 4 (Dec., 1984), pp. 633-636
- Byrd, D., T., Mizruchi, M., S., 2005, *Bankers on the board, the debt ratio of firms*, *Journal of Corporate Finance* 11, 129-173.
- Drago, C. , Gagliardi, E., Polo, A., Santella, P., 2008, *Una comparazione tra le reti di amministratori nelle principali società quotate in Italia, Francia e Gran Bretagna*, in *L'Industria*, June 2008.
- Drago, C. , Gagliardi, E., Polo, A., Santella, P., 2009, *A Comparison of the Director Networks of the Main Listed Companies in France, Germany, Italy, the United Kingdom, and the United States*, presented at the EMLE Workshop, 13 February 2009, Hamburg.
- Carbonai, D., Di Bartolomeo, G., 2006, *Interlocking Directorates as a Trust Substitute: The Case of the Italian Non-Life Insurance Industry*, University of Teramo Department of Communication Working Paper No. 1-2006.
- Chu, J. S., Davis, G. F. ,2016, *Who killed the inner circle? The decline of the American Corporate Interlock Network I*. *American Journal of Sociology*, 122(3), 714–754.
- Ciocca, P., 2007. *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino:
- Cochran, P., L., Wood R., A., Jones, T., B., 1985, *The Composition of Boards of Directors and Incidence of Golden Parachutes*, *The Academy of Management Journal*, Vol. 28, No. 3 (Sep., 1985), pp. 664-671.
- Cottino, 2015, *Lineamenti di diritto commerciale*, Zanichelli editore.
- Croci, E., Grassi, R., 2010, *The Economic Effects of Interlocking Directorates in Italy: New Evidence Using Centrality Measures*, Working Paper, Bicocca University, Milan.
- Davis, G., F., 1991, *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, No. 4 (Dec., 1991), pp. 583-613.
- Davis, G., F., 1996, *The Significance of Board Interlocks for Corporate Governance*, *Corporate Governance: An International Review* Volume 4, Issue 3.
- Devos, E., Prevost, A. Puthenpurackal, J., 2009, *Are Interlocked Directors Effective Monitors?*, *Financial Management*, December 2009, Vol.38(4), pp.861-887.

- Di Donato, F., & Tiscini, R., 2009, *Cross ownership and interlocking directorates between banks and listed firms: an empirical analysis of the effects on debts leverage and cost of debt in the Italian case*, *Corporate Ownership and Control*, 6, 473–481.
- Di Maggio, P., Powell, W.W., 1983, *The Iron Cage Revisited: Collective Rationality and Institutional Isomorphism in Organizational Fields*, *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Dooley, P., C., 1969, *The Interlocking Directorate*, *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 3 (Jun., 1969), pp. 314-323.
- Drago, C., Manestra, S., Santella, P., 2011, *Interlocking Directorships and Cross-Shareholdings Among the Italian Blue Chips* (March 30, 2011).
- Drago, C., Millo, F., Ricciuti, R., Santella, P., 2015, *Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy*, *International Review of Law and Economics*, 2015, vol. 41, issue C, pp. 38-49.
- Drago, C., Polo, A., Santella, P., 2007, *The Italian Chamber of Lords Sits on Listed Company Boards: an Empirical Analysis of Italian Listed Companies Boards from 1998 to 2006*, MPRA paper n. 2265.
- Farina, V., 2008, *Banks' centrality in corporate interlock networks: Evidences in Italy*. MPRA paper 11698.
- Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.
- Ferri, G., Trento, S., 1997, *La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese: ricambio e legami.*, *Storia del capitalismo italiano da dopoguerra ad oggi* Roma: Donzelli.
- Fich, E., M., 2000, *Board effectiveness and corporate governance*, Unpublished dissertation manuscript, New York University, N.Y.
- Fich, E., M., Shivdasani, A., 2004, *Are Busy Boards Effective Monitors?* (October 2004). ECGI - Finance Working Paper No. 55/2004.
- Fich, E., M., White, L., J., 2005, *Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, (2005), pp. 175–195.
- Fich, E., M., White, L., J., 2003, *CEO compensation and turnover: the effects of mutually interlocked boards*, *Wake Forest Law Review* 38, 935–959.
- Hallock, K., 1997, *Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, pp. 331–344.
- Helmets, C., Patnam, M., Rau, P. R., 2017, *Do board interlocks increase innovation? Evidence from a corporate governance reform in India*, *Journal of Banking and Finance*, July 2017, Vol.80, pp.51-70.
- Hilferding, R., 1981, *Finance capital: A study of the latest phase of capitalist development*, London and Boston: Routledge and Kegan Paul.
- Journal of Corporate Finance*, 11: 175–195.

- Kracaw, W.H., Zenner, M., 1998, *Bankers in the boardroom: good news or bad news?*, Working Paper, The Kenan-Flagler Business School. The University of North Carolina, Chapel Hill, NC.
- Kroszner, R., S., Strahan, E., 2001, *Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, lender liability*, Journal of Financial Economics 62, 415-452.
- Kroszner, R., Strahan, P., 1999, *Bankers' role in corporate governance, in Global Financial Crises: implications or Banking and Regulation*, Federal Reserve Bank of Chicago, 35th Annual Conference on Bank Structure and Competition, 242–254.
- Larcker, D., F., So, E., C., Wang, C.,C., 2013, *Boardroom Centrality and Firm Performance*, Journal of Accounting & Economics 55, nos. 2-3 (April–May 2013): 225–250.
- Lie, E., *On the Timing of CEO Stock Option Awards*, Journal Management Science archive, Volume 51 Issue 5, May 2005, pp. 802-812.
- Luo, Y., 2005, *Corporate governance and accountability in multinational enterprises: Concepts and agenda*, Journal of International Management 11, (2005), 1–18.
- Luzzatto Fegiz, P. 1928, *Il consiglio di amministrazione e l'interdipendenza delle imprese* (p. 68) Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica Serie quarta, Vol. 68 (Anno 43), No. 3 (Marzo 1928), pp. 197-231.
- Mace, M.L., 1971, *Directors: Myth and reality*, Boston: Harvard University.
- Maman, D., 1999, Research note: Interlocking ties within business groups in Israel - A longitudinal analysis, 1974-1987. Organization Studies, 20(2), pp.323-339.
- Mariolis, P., 1975, *Interlocking directorates and control of corporations: the theory of bank control*. Soc. Sci. Q. 56:425–39.
- Mills, C., W., 1964, *The Power Elite*, New York: Oxford University Press.
- Mizruchi M.,S., Stearns, L.B., 1988, *A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates*, Administrative Science Quarterly, 33: 194-210.
- Mizruchi M.,S., Stearns, L.B., 1994, *A Longitudinal Study of Borrowing by Large American Corporations*, Administrative Science Quarterly, Vol. 39, No. 1 (Mar., 1994), pp. 118-140
- Mizruchi, M., S., 1996, *What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates*, Annual Review of Sociology, 22, pp. 271–298.
- Mizruchi, M.,S., Stearns, L., B., 1988. *A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates*. Administrative Science Quarterly, 33: 194-210.
- Omer, T., C., Shelley, M., Tice, F. M., 2018, *Do Director Networks Matter for Financial Reporting Quality? Evidence from Audit Committee Connectedness and Restatements* (September 1, 2018), Forthcoming, Management Science.
- Ornstein, M., 1984, *Interlocking Directorates in Canada: Intercorporate or Class Alliance?*, Administrative Science Quarterly, Vol. 29, No. 2 (Jun., 1984), pp. 210-231.

- Palmer, D., 1983, *Broken Ties: Interlocking Directorates and Intercorporate Coordination*, Administrative Science Quarterly, Vol. 28, No. 1 (Mar., 1983), pp. 40-55 Published by: Sage Publications, Inc. on behalf of the Johnson Graduate School of Management, Cornell University.
- Palmer, D., 1983, *Interpreting Corporate Interlocks from Broken Ties*, Social Science History, Vol. 7, No. 2, The American Corporate Network, 1815-1974 (Spring, 1983), pp. 217-23.
- Palmer, D., R., Friedland, J., V., Singh, 1986, *The Ties That Bind: Organizational and Class Bases of Stability in a Corporate Interlock Network*, American Sociological Review, Vol. 51, No. 6 (Dec., 1986), pp. 781-796.
- Pennings, J., M., 1980, *Interlocking Directorates*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Perry, T., Peyer, U., 2005, Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective, The Journal of Finance, Vol. LX, No. 4, August 2005.
- Pfeffer, J. and Salancik, G., 1978, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York.
- Pfeffer, J., 1972, *Size and composition of corporate boards of directors*, Administrative Science, Quarterly, 17, 218–228.
- Rinaldi, A., Vasta, M. (2005), *The structure of Italian capitalism, 1952–1972: New evidence using the interlocking directorates technique*. Financial History Review, 2, 173–198.
- Rinaldi, A., Vasta, M., 2012, *The Italian corporate network after the ‘Golden Age’ (1972–1983): from centrality to marginalization of State-owned enterprises*, Enterprise and Society, 13, 1378–1413.
- Rommens A., Cuyers, L., Deloof, M., 2008, *Interlocking directorates and business groups: Belgian evidence*, Paper presented at the annual meeting of the Financial Management Association, Prague.
- Schoorman, F., D., Bazerman M., H., Atkin, R., S., 1981, *Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty*, The Academy of Management Review, Vol. 6, No. 2 (Apr., 1981), pp. 243-251.
- Selznick, P. (1949). *TVA and the Grass Roots*. New York: Harper & Row.
- Shue, K., 2013, *Executive Networks and Firm Policies: Evidence from the Random Assignment of MBA Peers*, The Review of Financial Studies, Volume 26, Issue 6, June 2013, Pages 1401–1442.
- Thompson, J., D., W., J., McEwen, 1958, *Organizational goals and environment: Goal-setting as an interaction process*, American Sociological Review, 23: 23-31.
- Stockman F.N., Van der Knoop, J., and Wasseur, F.W. ,1988, *Interlocks in the Netherlands: stability and careers in the period 1960–1980*, Social Networks, 10: 183–208.
- U.S. House Of Representative, Committee on the Judiciary, Antitrust Subcommittee, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, *Commercial Banks and Their Trust Activities: Emerging influence on the American Economy*.

Useem, M., 1984, *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity*, New York: Oxford University Press.

Zajac, E., J., 1988, *Interlocking Directorates as an Interorganizational Strategy: A Test of Critical Assumptions*, The Academy of Management Journal, Vol. 31, No. 2 (Jun., 1988), pp. 428-438.

Modigliani, F., Miller, M., 1958, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review 48(3).

Carrington, PJ, 1981, *Horizontal co-optation through corporate interlocks*, PHD thesis Dept. Sociol., Univ. Toronto.

## Capitolo Quarto

Bianco, M., Pagnoni, E., 1997, *Interlocking directorates across listed companies in Italy: The case of banks*. BNL Quarterly Review, Special Issue on Property, Control and Corporate Governance of Banks, March.

Bizjak, J., Lemmon, M., Whitby, R., 2009, *Option Backdating and Board Interlocks*, The Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 11 (Nov., 2009), pp. 4821-4847.

Booth, J., R., Deli, D., N., 1999, *On executives of financial institutions as outside directors*, Journal of Corporate Finance 5, 227-250.

Burt, R., S., 1984, *Corporate Profits and Cooptation*, Administrative Science Quarterly, Vol. 29, No. 4 (Dec., 1984), pp. 633-636

Byrd, D., T., Mizruchi, M., S., 2005, *Bankers on the board, the debt ratio of firms*, Journal of Corporate Finance 11, 129-173.

Carbonai, D., Di Bartolomeo, G., 2006, *Interlocking Directorates as a Trust Substitute: The Case of the Italian Non-Life Insurance Industry*, University of Teramo Department of Communication Working Paper No. 1-2006.

Cochran, P., L., Wood R., A., Jones, T., B., 1985, *The Composition of Boards of Directors and Incidence of Golden Parachutes*, The Academy of Management Journal, Vol. 28, No. 3 (Sep., 1985), pp. 664-671.

Cottino, 2015, *Lineamenti di diritto commerciale*, Zanichelli editore

Croci, E., Grassi, R., 2010, *The Economic Effects of Interlocking Directorates in Italy: New Evidence Using Centrality Measures*, Working Paper, Bicocca University, Milan.

Davis, G., F., 1991, *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network*, Administrative Science Quarterly, Vol. 36, No. 4 (Dec., 1991), pp. 583-613.

Davis, G., F., 1996, *The Significance of Board Interlocks for Corporate Governance*, Corporate Governance: An International Review Volume 4, Issue 3.

- Devos, E., Prevost, A. Puthenpurackal, J., 2009, *Are Interlocked Directors Effective Monitors?*, *Financial Management*, December 2009, Vol.38(4), pp.861-887.
- Di Donato, F., & Tiscini, R., 2009, *Cross ownership and interlocking directorates between banks and listed firms: an empirical analysis of the effects on debts leverage and cost of debt in the Italian case*, *Corporate Ownership and Control*, 6, 473–481.
- Di Maggio, P., Powell, W.W., 1983, *The Iron Cage Revisited: Collective Rationality and Institutional Isomorphism in Organizational Fields*, *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Dooley, P., C., 1969, *The Interlocking Directorate*, *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 3 (Jun., 1969), pp. 314-323.
- Drago, C. , Gagliardi, E., Polo, A., Santella, P., 2008, *Una comparazione tra le reti di amministratori nelle principali società quotate in Italia, Francia e Gran Bretagna*, in *L'Industria*, June 2008.
- Drago, C. , Gagliardi, E., Polo, A., Santella, P., 2009, *A Comparison of the Director Networks of the Main Listed Companies in France, Germany, Italy, the United Kingdom, and the United States*, presented at the EMLE Workshop, 13 February 2009, Hamburg.
- Drago, C., Manestra, S., Santella, P., 2011, *Interlocking Directorships and Cross-Shareholdings Among the Italian Blue Chips* (March 30, 2011).
- Drago, C., Millo, F., Ricciuti, R., Santella, P., 2015, *Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy*, *International Review of Law and Economics*, 2015, vol. 41, issue C, pp. 38-49.
- Drago, C., Polo, A., Santella, P., 2007, *The Italian Chamber of Lords Sits on Listed Company Boards: an Empirical Analysis of Italian Listed Companies Boards from 1998 to 2006*, MPRA paper n. 2265.
- Farina, V. ,2008, *Banks' centrality in corporate interlock networks: Evidences in Italy*. MPRA paper 11698.
- Fattobene, L., Caiffa, M., Di Carlo, E., 2017, *Interlocking Directorship across Italian listed companies: Evidence from a natural experiment*, *The Journal Of Management And Governance*.
- Fich, E., M., 2000, *Board effectiveness and corporate governance*, Unpublished dissertation manuscript, New York University, N.Y.
- Fich, E., M., Shivdasani, A., 2004, *Are Busy Boards Effective Monitors?* (October 2004). ECGI - Finance Working Paper No. 55/2004.
- Fich, E., M., Shivdasani, A., 2004, *Are Busy Boards Effective Monitors?* (October 2004). ECGI - Finance Working Paper No. 55/2004.
- Fich, E., M., White, L., J., 2005, *Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, (2005), pp. 175–195.
- Fich, E., M., White, L.,J., 2003, *CEO compensation and turnover: the effects of mutually interlocked boards*, *Wake Forest Law Review* 38, 935–959.

- Hallock, K., 1997, *Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 32, pp. 331–344.
- Helmets, C., Patnam, M., Rau, P. R., 2017, *Do board interlocks increase innovation? Evidence from a corporate governance reform in India*, Journal of Banking and Finance, July 2017, Vol.80, pp.51-70.
- Mace, M.L., 1971, *Directors: Myth and reality*, Boston: Harvard University.
- Mariolis, P., 1975, *Interlocking directorates and control of corporations: the theory of bank control*. Soc. Sci. Q. 56:425–39.
- Mills, C., W., 1964, *The Power Elite*, New York: Oxford University Press.
- Mizruchi M.,S., Stearns, L.B., 1994, *A Longitudinal Study of Borrowing by Large American Corporations*, Administrative Science Quarterly, Vol. 39, No. 1 (Mar., 1994), pp. 118-140
- Mizruchi, M., S., 1996, *What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates*, Annual Review of Sociology, 22, pp. 271–298.
- Mizruchi, M.,S., Stearns, L., B., 1988. *A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates*. Administrative Science Quarterly, 33: 194-210.
- Palmer, D., 1983, *Broken Ties: Interlocking Directorates and Intercorporate Coordination*, Administrative Science Quarterly, Vol. 28, No. 1 (Mar., 1983), pp. 40-55 Published by: Sage Publications, Inc. on behalf of the Johnson Graduate School of Management, Cornell University.
- Palmer, D., 1983, *Interpreting Corporate Interlocks from Broken Ties*, Social Science History, Vol. 7, No. 2, The American Corporate Network, 1815-1974 (Spring, 1983), pp. 217-23.
- Palmer, D., R., Friedland, J., V., Singh, 1986, *The Ties That Bind: Organizational and Class Bases of Stability in a Corporate Interlock Network*, American Sociological Review, Vol. 51, No. 6 (Dec., 1986), pp. 781-796.
- Pennings, J., M., 1980, *Interlocking Directorates*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Pfeffer, J. and Salancik, G., 1978, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York.
- Pfeffer, J., 1972, *Size and composition of corporate boards of directors*, Administrative Science, Quarterly, 17, 218–228.
- Rommens A., Cuyers, L., Deloof, M., 2008, *Interlocking directorates and business groups: Belgian evidence*, Paper presented at the annual meeting of the Financial Management Association, Prague.
- Schoorman, F., D., Bazerman M., H., Atkin, R., S., 1981, *Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty*, The Academy of Management Review, Vol. 6, No. 2 (Apr., 1981), pp. 243-251.
- Selznick, P. (1949). *TVA and the Grass Roots*. New York: Harper & Row.
- Stock, J., H., Watson, M., W., 2012, *Introduzione all'econometria*, Pearson.

Stockman F.N., Van der Knoop, J., and Wasseur, F.W. ,1988, *Interlocks in the Netherlands: stability and careers in the period 1960–1980*, *Social Networks*, 10: 183–208.

Thompson, J., D., W., J., McEwen, 1958, *Organizational goals and environment: Goal-setting as an interaction process*, *American Sociological Review*, 23: 23-31.

Useem, M., 1984, *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity*, New York: Oxford University Press.

Yermack, D., Shivdasani, A., 1998, *CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis (February 1998)*, New York University, Center for Law and Business, Working Paper No. 98-015.

Zajac, E., J.,1988, *Interlocking Directorates as an Interorganizational Strategy: A Test of Critical Assumptions*, *The Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 2 (Jun., 1988), pp. 428-438.

## Sitografia

**<http://www.consob.it>**

- <http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate>

**<https://www.ilsole24ore.com>**

- <https://www.ilsole24ore.com/art/i-20-anni-legge-draghi-cosi-borsa-e-cambiata-AEBep26D>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/i-20-anni-legge-draghi-cosi-borsa-e-cambiata-AEBep26D>

**<https://www.nytimes.com>**

- <https://www.nytimes.com/2004/01/25/business/market-watch-explaining-or-not-why-the-boss-is-paid-so-much.html>

## Ringraziamenti

Giunta finalmente, alla conclusione di questo percorso universitario vorrei ringraziare tutte le persone che in questi anni mi sono state accanto e che hanno contribuito al raggiungimento di questo mio importante obiettivo.

In primo luogo vorrei ringraziare tutti i professori, che mi hanno trasmesso conoscenza e passione per quanto studiato. Un riconoscimento particolare va alla professoressa Rondi per la grande disponibilità che mi è stata concessa in questo percorso di stesura del presente elaborato.

Vorrei poi ringraziare tutti i miei compagni di studi per la loro costante presenza e i continui stimoli che mi sono stati dati, in questi anni.

Un ringraziamento speciale va alla mia amica di una vita, Giulia, su cui ho sempre potuto fare affidamento. Grazie per aver sempre creduto in me.

Un ringraziamento sincero va a tutta la mia famiglia e ai miei genitori, per avermi dato la possibilità di studiare e per il costante sostegno che mi avete offerto in questi anni. Un ringraziamento speciale va alla mia mamma, per avermi tenuto la mano nei momenti più impegnativi.

Grazie alla mia cara nonna, a cui desidero dedicare questo traguardo, per i pranzi, gli abbracci e per esserci sempre stata per me.

Infine grazie a Pla, per tutto.

Grazie.