

# POLITECNICO DI TORINO

*Collegio di Ingegneria Gestionale  
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale*



Anno Accademico 2023-2024  
Sessione di Laurea **Ottobre 2024**

## **Corporate Governance in Italia: Riforme, Meccanismi e Confronto con il Modello Americano**

**Relatrice:**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato:**

Federico Terziano



# Ringraziamenti

Vorrei inizialmente ringraziare la mia relatrice di tesi, amici e familiari per il loro costante supporto durante lo sviluppo della mia tesi.

Un ringraziamento speciale va ai miei genitori, in particolare a mio padre che durante questo percorso di laurea si è dimostrato la pietra miliare della famiglia, un uomo che in silenzio nella nostra quotidianità è sempre presente, instancabile con un effort che ormai diamo per scontato ma soprattutto per me è stato fondamentale per raggiungere i miei obiettivi.

Da quel progetto di gruppo, alla nuova esperienza di allenamento nel Ju-jitsu e al mio Stage in Stelantis: son stati anni in cui ho conosciuto tantissime nuove persone, molte delle quali davvero brillanti e né son grato perché hanno ampliato i miei orizzonti e reso indelebili i ricordi.

Gli amici di una vita, anche se le strade cominciano a dividersi, restano quelle persone con cui ci si sente sempre a proprio agio e ci si comporta con piena naturalezza. Sono lì, pronti ad accoglierti al tuo ritorno, perché fanno parte del viaggio.

Un ringraziamento speciale al mio "fratello" Lorenzo, compagno di tante avventure. Con solo un paio di scarpe e uno zaino in spalla, mi ha aiutato a fuggire dallo stress e dai momenti difficili. Pur conoscendolo da anni, è stato in queste esperienze che l'ho scoperto davvero, condividendo insieme follie, sfide al limite del corpo e della mente e scoprendo con lui che "gli unici limiti che abbiamo sono la profondità della nostra immaginazione e la forza della nostra convinzione."

Concludo ringraziando il me stesso di due o tre anni fa, che ripete la scelta di affrontare sempre la strada più difficile e di mettersi in gioco continuamente nella vita.

# Indice

<b>1</b>	<b>DEFINIZIONI E STORIA EVOLUTIVA DELLA CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>3</b>
1.1	Origini Società per Azioni nei Paesi Bassi (XVII secolo)	5
1.2	Evoluzione Società per Azioni in Inghilterra (XIX secolo)	5
1.3	Inizio XX secolo, prime quotazioni in Borsa delle società	5
1.4	Anni Sessanta	6
1.5	Anni Settanta	7
1.6	Anni Ottanta	7
1.7	Anni Novanta	8
1.8	XXI secolo le Crisi delle dot-com, Crisi finanziaria, Crisi debiti Sovrani e le nuove tematiche	9
<b>2</b>	<b>I MECCANISMI DI CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>12</b>
2.1	I MECCANISMI INTERNI	13
2.1.1	Il Consiglio di amministrazione	13
2.1.1.1	Un focus sulla natura del Cda: Gestione vs Controllo	14
2.1.1.2	Asservimento del Cda, amministratori indipendenti e dissidenti	16
2.1.1.3	Remunerazione dei managers: CEO pay-performance	18
2.1.1.4	CEO chair-duality	24
2.1.2	Banche e disciplina del debito	25
2.1.3	Investitori Istituzionali: Hedge Fund e PE	29
2.1.4	La Struttura dei Diritti di Voto	33
2.2	I MECCANISMI ESTERNI	36
2.2.1	Mercato del Controllo societario	36
2.2.2	Il Ruolo di altri Intermediari Finanziari:	39
2.2.2.1	Società di Revisione, Agenzie di rating del credito	39
2.2.3	Contesto legislativo e Istituzionale	42
2.2.3.1	Codice di Autodisciplina e Principi OCSE	43
2.2.3.2	Direttive europee MIFID e MIFIR	45
2.2.3.3	Securities Exchange Commission	46
2.2.3.4	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa: CONSOB	49
2.3	CONFRONTO CON GLI USA:REGOLAMENTAZIONE E BORSA NEL XXI SECOLO	53
2.3.1	Regolamentazione Americana	53
2.3.1.1	Sarbanes-Oxley Act- SOX	53
2.3.1.2	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	55
2.3.2	Quotazione e Indici di Borsa	58
2.3.2.1	Borsa Italiana	60
2.3.2.2	The US Stock Exchange e Index	63
2.3.2.3	Atri indici di Borsa mondiali	67
<b>3</b>	<b>LA GOVERNANCE ITALIANA</b>	<b>70</b>
3.1	ANALISI SOCIETÀ ITALIANE	71
3.1.1	Piramidi Societarie e da FIAT a STELLANTIS	81
3.2	EVOLUZIONE NORMATIVA IN ITALIA E DDL CAPITALI	86
3.2.1	Il quadro italiano negli anni Novanta: da SIM a TUF	86
3.2.2	Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)	87
3.2.3	Il Decreto 231/01 Responsabilità degli enti	89
3.2.4	La Riforma del Diritto Societario (2003)	89

3.2.5	Legge sul Risparmio 262/2005: la SOX l'italiana . . . . .	90
3.2.6	Il Decreto competitività 2014: la disciplina del voto e OPA . . . . .	92
3.2.7	Evoluzione del Codice Autodisciplina . . . . .	94
3.2.8	DDL Capitali . . . . .	98
3.2.8.1	Principali novità volte a favorire l'accesso delle società al mercato dei capitali . . . . .	99
3.2.8.2	Principali novità relative alla Corporate Governance . . . . .	101

# Abstract

La Corporate Governance è il complesso di regole, processi e strutture adottati per dirigere e controllare un'azienda, volto a garantire una gestione efficace e trasparente tutelando gli interessi di tutti gli stakeholder ed in particolare necessario per aumentare così la fiducia degli investitori.

L'obiettivo ultimo è il cosiddetto "ensure the suppliers of finance to corporations", l'accesso al capitale a costi più bassi e investimenti a lungo termine, fondamentali per migliorare la competitività e la crescita aziendale e promuovere anche uno sviluppo dei mercati economici internazionali.

Scopo di questo lavoro di tesi magistrale sarà quello di offrire al pubblico un ampio quadro sul che cos'è la Corporate Governance, quali sono i suoi meccanismi e come subentrano nella società per azioni ed infine analizzare la sua evoluzione e aggiornamento fino ai tempi odierni nel contesto italiano. Si approfondiranno quei problemi che nascono dalla separazione tra proprietà e controllo della società e dai conflitti di interesse tra titolari di diritti diversi cercando di capire l'efficacia/non efficacia dei meccanismi di CG che intervengono, per capire su quali un investitore può fare veramente affidamento.

Saranno analizzati i meccanismi interni, quali il ruolo del Consiglio di amministrazione, i piani di compensazione dei manager, la struttura dei diritti di voto, gli investitori istituzionali e la struttura del capitale. Inoltre, verranno esaminati i meccanismi esterni, ovvero quelli al di fuori del controllo diretto dell'impresa, inclusi il mercato del controllo societario, l'influenza di altri intermediari finanziari come società di rating del credito e società di consulenza ed infine il contesto legislativo e istituzionale.

Un focus particolare del capitolo finale del lavoro sarà dedicato all'approfondimento del contesto italiano. Inizialmente, verrà effettuata un'analisi delle società italiane quotate, esaminando temi legati all'evoluzione della struttura di proprietà e controllo, all'identificazione dell'ultimate controlling agent, alla presenza di investitori istituzionali e alle modifiche alla regolamentazione della struttura di voto delle azioni.

Saranno riportati dati aggiornati offerti da ricerche della Consob e MedioBanca sino al 2023 per osservare come i cambiamenti istituzionali, le riforme e gli shock esterni abbiano influenzato le aziende, il sistema finanziario e l'economia italiana.

In seguito, spazia una parte dedicata al progredire della normativa negli anni in Italia: l'introduzione del TUF, il codice Preda, la Legge del Risparmio (2005), il Decreto Competitività (2014), il recente Decreto Capitali (2024) sono solo alcuni emendamenti che nel tempo hanno cercato di cambiare un mercato a concentrazione familiare e piramidale, attrarre nuovi investitori e promuovere una forma di investimento alternativa ai classici canali del debito bancario così da rendere agli occhi degli investitori le nostre società e il nostro mercato dei capitali in Italia una soluzione equiparabile alle più evolute forme europee e internazionali.



# Capitolo 1

## DEFINIZIONI E STORIA EVOLUTIVA DELLA CORPORATE GOVERNANCE

Ancora oggi l'espressione Corporate Governance è senza dubbio una delle più utilizzate quando si parla di impresa, ma rimane ancora una delle meno definite del lessico aziendale, in quanto subentra ogni talvolta che ci sono delle problematiche nella gestione della società. La sua importanza deriva dalla sua natura multidisciplinare, in quanto essa è soggetta a studi e ad osservazioni in campi disciplinari differenti come l'economia, la finanza, la sociologia, il diritto e la giurisprudenza e molti altri. La parola Governance stessa ha origine antichissime, deriva infatti dal termine latino "gubernare" che significa guidare o governare e fin dal XIV sec era adoperato in Gran Bretagna per indicare saggezza e senso di responsabilità. Nonostante gli ultimi decenni, abbiano portato molti contributi, ad oggi non si è ancora giunti ad una definizione univoca del termine di Corporate Governance. Le problematiche nascono già solo dalle differenti interpretazioni sui quali attori considerare:

- **approccio allargato:** la governance si estende a tutti gli stakeholders interni ed esterni (azionisti, fornitori, dipendenti, il sistema giuridico, il sistema politico) che possono essere influenzati dall'attività d'impresa.
- **approccio ristretto:** ci si concentra di più sulla tutela degli azionisti, sui meccanismi e strumenti per il controllo d'impresa tralasciando le relazioni fra stakeholders e sistemi in cui opera l'impresa.

Si vogliono qui di seguito nella Tab1.1 elencare alcune delle definizioni più contributive in materia di Governance

Autori	Definizioni
Shleifer e Vishny, <i>The Journal of Finance</i> (1997)	"It deals with the ways in which suppliers of finance corporations assure themselves of getting a return on their investment"
Zingales (1997)	"L'insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi rendite generate da un'impresa"



<p>Zattoni, <i>Corporate Governance</i> (2004)</p>	<p>“La Corporate Governance può essere definita come un sistema di checks and balances nel quale tutti i soggetti che operano e interagiscono nell’impresa hanno la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri interessi, assicurando al contempo che il controllo sia allocato con l’efficienza”</p>
<p>J.Macey, <i>Corporate Governance quando le regole falliscono</i> (2008)</p>	<p>“Scopo della Corporate Governance è quello di convincere, indurre, obbligare o in qualche modo motivare chi dirige la società per azioni a mantenere le promesse fatte agli investitori. In altre parole, la corporate governance si prefigge di limitare le forme di devianza societaria ovvero qualsiasi azione da parte di dirigenti o amministratori che vada contro le legittime aspettative degli investitori. Attuare una corretta corporate governance significa quindi mantenere le promesse, in contrapposizione a una bad governance, che significa disattenderle” [55]</p>
<p>Bob Tricker, <i>The Future of Corporate Governance: A Personal Odyssey</i> (2022)</p>	<p>“Corporate governance describes the way trust is shown, power exercised, and accountability achieved in corporate entities, for the benefit of their members, other stakeholders, and society”</p>
<p>Sito Borsa Italiana</p>	<p>“Insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un’impresa nell’interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria”</p>
<p>OCSE (2004)</p>	<p>“Il governo societario definisce la struttura attraverso cui vengono fissati gli obiettivi della società, vengono determinati i mezzi per raggiungere tali obiettivi e vengono controllati i risultati. Un buon governo societario dovrebbe assicurare al Consiglio di amministrazione e ai dirigenti incentivi adeguati alla realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi della società e dei suoi azionisti e dovrebbe facilitare un efficace controllo”</p>
<p>Libro Verde della Commissione delle Comunità Europee (2010)</p>	<p>“Il governo societario fa riferimento ai rapporti fra la direzione di un’impresa, il suo Consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti in causa, come i dipendenti e i loro rappresentanti. Esso determina inoltre la struttura che definisce gli obiettivi di un’impresa, come pure i mezzi per raggiungerli e per garantire il controllo dei risultati ottenuti”</p>
<p>G20/OECD Principles of Corporate Governance (2023)</p>	<p>“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, board, shareholders and stakeholders. Corporate governance also provides the structure and systems through which the company is directed and its objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”</p>

Tabella 1.1: Definizioni di Corporate Governance

Le origini della Corporate Governance risalgono a diversi momenti chiave nella storia economica e aziendale. La Corporate Governance è emersa come risposta alle sfide e alle complessità che sorgono dalla separazione tra proprietà e gestione nelle società per azioni. Esploreremo ora le tappe fondamentali che hanno caratterizzato la discussione e lo sviluppo della Governance nel corso della storia.

## 1.1 Origini Società per Azioni nei Paesi Bassi (XVII secolo)

Per comprendere la nascita dei primi concetti di Corporate Governance, è necessario fare un passo indietro e considerare le origini delle società per azioni, che risalgono al XVII secolo nei Paesi Bassi. Un esempio emblematico è la Compagnia delle Indie Orientali, fondata ad Amsterdam nel 1602, spesso citata come una delle prime società per azioni. Questa compagnia fu istituita per finanziare le esplorazioni commerciali, suddividendo il capitale in azioni, permettendo così a diversi investitori di partecipare all'impresa e condividere i rischi. Tuttavia, agli inizi, la responsabilità degli azionisti non era sempre limitata, potendo estendersi oltre l'importo investito.

## 1.2 Evoluzione Società per Azioni in Inghilterra (XIX secolo)

All'inizio del XIX secolo, gli imprenditori gestivano le proprie attività utilizzando diverse forme giuridiche, ma nessuna di esse forniva una garanzia di responsabilità limitata per i debiti aziendali. In caso di insolvenza della società, i creditori avrebbero avuto la possibilità di rivendicare il patrimonio personale dell'imprenditore. Questa mancanza di opzioni per garantire la responsabilità limitata nei confronti degli obblighi societari costituiva un notevole ostacolo per gli investitori interessati a condividere il rischio d'impresa. La situazione cambiò quando il sistema giuridico consentì agli imprenditori di creare entità dotate di una propria personalità giuridica. Il "Joint Stock Companies Act" costituisce una legislazione di rilievo promulgata nel XIX secolo nel Regno Unito, con l'obiettivo di regolamentare e agevolare la creazione e la gestione delle società per azioni. Questa normativa ha avuto un impatto significativo sulla strutturazione finanziaria delle imprese e sulla semplificazione delle operazioni di compravendita delle azioni. In aggiunta, la legge ha influito notevolmente sulla configurazione delle imprese, introducendo elementi fondamentali che hanno contribuito all'evoluzione del concetto di responsabilità limitata. È tuttavia importante sottolineare che la comprensione moderna della responsabilità limitata si è ulteriormente sviluppata nel corso del tempo attraverso l'introduzione di ulteriori leggi e l'evolversi del contesto giuridico. Riportiamo al lettore i tratti salienti del legame tra la "Joint Stock Companies Act" e il concetto di responsabilità limitata:

**Introduzione della Personalità Giuridica:** Attraverso la promulgazione della "Joint Stock Companies Act" del 1844, si è instaurato il riconoscimento delle società per azioni come entità giuridiche autonome rispetto ai loro proprietari. Questa introduzione della personalità giuridica riveste un ruolo cruciale nella demarcazione tra il patrimonio della società e quello degli azionisti.

**Limitazione della Responsabilità agli Investimenti:** La normativa ha introdotto la limitazione della responsabilità degli azionisti al capitale da loro investito. In caso di insolvenza aziendale, gli azionisti non sarebbero chiamati a rispondere per i debiti oltre l'importo delle loro quote di capitale, stabilendo così una netta separazione tra patrimonio societario e patrimonio personale.

**Flessibilità nella Strutturazione del Capitale:** La legge ha conferito maggiore elasticità nella configurazione del capitale delle società per azioni, consentendo l'emissione di azioni negoziabili. Questa disposizione ha semplificato il processo di raccolta di capitali e ha favorito la partecipazione degli investitori, contribuendo a dinamizzare il mercato azionario.

## 1.3 Inizio XX secolo, prime quotazioni in Borsa delle società

All'inizio del XX secolo, un evento cruciale accentua l'importanza della necessità di una governance aziendale: alcune società statunitensi e britanniche decidono di quotare le proprie azioni sui mercati finanziari. La quotazione delle azioni comporta due conseguenze di rilievo: in primo luogo, l'espansione del numero di azionisti e, di conseguenza, di investitori coinvolti nella società; in secondo luogo, l'indebolimento del legame tra gli azionisti, che forniscono il capitale di rischio, e l'imprenditore e il team

manageriale responsabili della gestione aziendale. Da ciò scaturisce la moderna società ad azionariato diffuso, caratterizzata dalla distinzione tra coloro che forniscono il capitale di rischio e coloro che gestiscono l'impresa. La suddivisione della proprietà aziendale tra numerosi risparmiatori, privi di influenza nella gestione aziendale, e l'emergere di manager professionisti incaricati delle decisioni cruciali per la vita economica dell'impresa danno origine al fenomeno della separazione tra la proprietà (rappresentata dal capitale di rischio) e il potere decisionale.

Nelle grandi imprese statunitensi, questa separazione è evidente, con manager stipendiati che gestiscono l'azienda o partecipano al Consiglio di amministrazione senza possedere azioni della società. Questa situazione contribuirà a generare un ampio dibattito sulla corporate governance. E' proprio dopo il crollo della borsa del 1929 che gli intellettuali dell'epoca iniziarono a esaminare più approfonditamente le dinamiche aziendali. In questo contesto, la letteratura riconosce nel lavoro di Berle e Means (1932), "The Modern Corporation and Private Property", il primo vero contributo allo studio della Corporate Governance. Il loro lavoro offre un'analisi empirica della struttura proprietaria delle aziende americane, caratterizzata appunto dalla separazione tra proprietà e controllo o gestione. Questa situazione rientra in un concetto più ampio di assetto istituzionale, che comprende tutti gli elementi che definiscono i soggetti di un'impresa, i loro interessi e obiettivi, nonché le regole del gioco riguardanti chi ha il diritto e chi il dovere di governare l'impresa. La distanza tra la proprietà e il controllo mette in discussione i principi fondamentali della teoria di Adam Smith, secondo cui gli imprenditori dovrebbero perseguire il loro profitto individuale, poiché tale comportamento, in un contesto di libero mercato, dovrebbe massimizzare il benessere della collettività. Da qui in avanti si inizierà a comprendere che studiare la configurazione dell'assetto istituzionale e le sue variabili diventerà essenziale per garantire il corretto funzionamento dell'impresa e, soprattutto, per mantenere un continuo flusso di capitali dai risparmiatori al mercato finanziario e dai finanziatori alle imprese. Lo sviluppo dei mercati finanziari è influenzato dagli assetti organizzativi dell'impresa, e la corporate governance sarà sempre più vista come uno strumento cruciale per assicurare un'adeguata remunerazione degli investitori e la valorizzazione del capitale investito, soprattutto nelle imprese a proprietà diffusa, dove è il manager a guidare l'azienda.

## 1.4 Anni Sessanta

Il problema della governance aziendale diventa evidente perché coloro che gestiscono le risorse finanziarie altrui spesso non svolgono il loro compito con la stessa attenzione e dedizione di un proprietario. Da un punto di vista teorico, questa problematica ha contribuito alla formazione delle teorie manageriali dell'impresa. Queste teorie hanno respinto l'idea dell'imprenditore che gestisce l'azienda con l'obiettivo di massimizzare il profitto, come tipico nelle teorie classiche e neoclassiche. In alternativa, promuovono la sostituzione di tale obiettivo (almeno nelle grandi imprese ad azionariato diffuso) con quello di massimizzare la funzione di utilità dei dirigenti aziendali. Quello che era precedentemente considerato l'obiettivo dell'impresa neoclassica, ossia la massimizzazione del profitto dell'imprenditore, diventa ora un vincolo alle azioni dei manager. Secondo i contributi di Marris e Williamson, la scelta dei piani di produzione è orientata al conseguimento degli obiettivi manageriali, tra cui:

- **Massimizzazione del valore delle vendite**
- **Crescita bilanciata delle imprese**
- **Sicurezza del manager, sotto il vincolo di una profittabilità minima necessaria per remunerare il capitale fornito.**

Queste teorie riflettono un cambio di prospettiva sulla gestione aziendale, spostando l'attenzione dall'ottimizzazione del profitto dell'imprenditore a una serie di obiettivi più ampi e incentrati sulla funzione di utilità dei dirigenti aziendali. Infine, la teoria dei costi di transazione, sviluppata da Williamson nel 1964, fornisce un contributo indiretto alla questione del governo economico delle imprese, dimostrando come un meccanismo di coordinamento interno sia una scelta più efficiente rispetto all'ipotesi in cui la disciplina del rapporto tra manager e azionisti sia affidata al libero mercato. L'obiettivo ultimo di una buona governance è quello di ridurre al minimo i costi di transazione in contesti caratterizzati da contratti incompleti, investimenti specifici, razionalità limitata e opportunistici comportamenti.

## 1.5 Anni Settanta

Negli anni Settanta, la riflessione accademica si incentrò su tre temi principali:

1. **Composizione e Indipendenza del Consiglio di amministrazione (Cda):** Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, il fallimento di alcune grandi società, come nel celebre caso della Penn Central, una grande impresa ferroviaria, segnò uno dei più grandi crolli finanziari nella storia degli Stati Uniti. Questo avvenne in seguito a uno scandalo contabile che rivelò gravi irregolarità nei bilanci finanziari della società, provocando una significativa perdita di fiducia da parte degli investitori e degli stakeholders. La ricerca empirica e l'analisi delle cause di tali crolli portarono a una riconsiderazione del ruolo dei Consigli di amministrazione (Cda) da parte degli organi di vigilanza delle borse e delle società quotate. Lo studio condotto da Myles-Mace evidenziò che le aziende valutavano i membri del CdA in base al loro prestigio personale, piuttosto che al loro effettivo contributo, dando origine a ciò che veniva chiamato un "old boys' club". Questa situazione generò insoddisfazione tra gli investitori e stimolò una discussione sulla necessità di introdurre meccanismi di bilanciamento. Come risposta a tali problematiche, si propose l'incremento dei consiglieri esterni indipendenti e l'istituzione di un comitato di audit. Queste proposte avevano l'obiettivo di garantire maggiore trasparenza nei bilanci aziendali e di ridurre il rischio di gestione opaca o imprudente all'interno delle grandi società, riflettendo la crescente consapevolezza dell'importanza della buona Corporate Governance per la stabilità e la fiducia nel mercato finanziario.
2. **Armonizzazione del Diritto Societario in Europa e la quinta Direttiva:** Nel 1972 era in corso un processo di armonizzazione del diritto societario da parte della Commissione Europea. La proposta della Quinta Direttiva mirava a incoraggiare le imprese ad adottare una struttura di governance a due livelli: un Consiglio di Sorveglianza (supervisory board) e un Consiglio Esecutivo (executive board). Tuttavia, la direttiva fu abbandonata a causa dell'opposizione di diversi Stati membri che vedeva in malo modo la proposta, soprattutto per la sua somiglianza con il modello tedesco di governance, che prevedeva una partnership tra capitale e lavoro.
3. **Ruolo delle Multinazionali e Responsabilità Sociale delle Aziende:** Un terzo tema scatenante riguardò il ruolo delle grandi multinazionali nei paesi in cui operavano. Un dibattito emerse sulla dottrina liberale che enfatizzava la massimizzazione del valore per gli azionisti. Contestatori sostenevano che tale orientamento avesse conseguenze negative per la collettività, favorendo atti irresponsabili come l'inquinamento ambientale e lo sfruttamento del lavoro minorile. In generale, questi contestatori ritenevano che le responsabilità legali delle imprese non debbano limitarsi alla creazione di valore per gli azionisti, ma che le grandi multinazionali, date le loro dimensioni e importanza nella società, debbano considerare attentamente le conseguenze delle loro azioni su un ampio numero di soggetti.

## 1.6 Anni Ottanta

Alla fine degli anni Ottanta, una serie di eventi sollevò interrogativi sul modello anglosassone di Corporate Governance. Le audaci strategie aziendali, che spesso culminavano in fallimenti, fusioni e acquisizioni ostili, insieme a ristrutturazioni aziendali su larga scala, portavano a un notevole aumento delle retribuzioni dei CEO, spesso slegato dalle effettive performance aziendali. In particolare, alla fine di quel decennio, alcune grandi imprese e importanti banche d'affari furono coinvolte in scandali finanziari a causa di pratiche illegali da parte dei loro Consigli di amministrazione (Cda). Figure come Ivan Boesky, Michael Levin e Michael Milken diventarono famose per aver creato il vasto mercato dei "junk bond" attraverso la banca d'affari Drexel, Burnham and Lambert. Questi "junk bond" (titoli obbligazionari emessi da aziende o entità che presentano un rating di credito considerato di qualità inferiore o più rischioso e che non riescono ad accedere ai classici canali di finanziamento) ebbero un impatto duraturo sui mercati finanziari, modellando le strategie di finanziamento aziendale e alimentando il dibattito sulla regolamentazione e la gestione del rischio. L'uso diffuso di "junk bond" avviò un numero significativo di acquisizioni ostili tramite leverage buyout (LBO), finanziando l'acquisizione attraverso l'indebitamento.

Mentre i critici sostenevano che tali scalate erano motivate dall'eccessiva pressione del mercato finanziario per massimizzare il valore azionario, creando aziende fortemente indebitate e concentrando il capitale nelle mani di pochi, i sostenitori ritenevano che le acquisizioni ostili potessero disciplinare i dirigenti e aumentare l'attivismo dei Cda per raggiungere prestazioni stabilite e risanare il debito aziendale. Nel 1989, la Drexel Burnham Lambert dichiarò bancarotta a seguito di indagini legali che coinvolsero Michael Milken. La sua condanna per reati finanziari, inclusi riciclaggio di denaro ed evasione fiscale, segnò la fine dell'epoca d'oro dei "junk bond" e portò a una maggiore supervisione e regolamentazione nel settore finanziario.

Un ulteriore aspetto che ha suscitato crescente interesse tra gli studiosi e l'opinione pubblica riguardo alla Corporate Governance durante gli anni Ottanta è stato il livello eccessivamente elevato delle retribuzioni degli amministratori delegati, spesso con una debole correlazione alle performance aziendali. In un periodo in cui il sistema statunitense stava perdendo competitività rispetto a quelli giapponese e tedesco, caratterizzati da aziende più coese con una visione a medio-lungo termine, la diffusa ristrutturazione e ridimensionamento delle imprese negli Stati Uniti ("downsizing") ha generato dibattiti sulla necessità di allineare gli interessi degli esecutivi con quelli degli azionisti. È emersa la preoccupazione di garantire che le retribuzioni fossero strettamente legate alle performance aziendali. In risposta a questo contesto, caratterizzato da un forte attivismo, si è assistito alla nascita di nuovi approcci alla remunerazione. Durante quegli anni, la tendenza a remunerare gli esecutivi attraverso stock option e altri incentivi legati alle performance aziendali ha preso piede. Questo cambiamento mirava a garantire una maggiore allineamento tra le retribuzioni dei dirigenti e il successo a lungo termine dell'azienda, rispondendo alle sfide della competitività e della necessità di risultati sostenibili nel contesto economico dell'epoca.

## 1.7 Anni Novanta

A partire dagli anni Novanta, si è assistito a una graduale espansione degli studi sulla governance in tutti i paesi industrializzati, in seguito alla convergenza di diversi eventi significativi. Un momento chiave in questo contesto fu la crisi economica e politica dell'Unione Sovietica, che stabilì definitivamente la superiorità dei sistemi economici basati sulla libera iniziativa individuale. Questo evento innescò un dibattito sulla gestione ottimale della transizione da un'economia centralmente pianificata dallo Stato a un'economia incentrata sul libero mercato. Il processo di privatizzazione e liberalizzazione, esteso anche in altre parti del mondo, si rivelò una sfida complessa. Questa transizione richiese adattamenti nei sistemi di governance e nella gestione delle imprese privatizzate, con la necessità contemporanea di preservare le infrastrutture essenziali per sostenere la libera iniziativa. Il dibattito si concentrò sul ruolo dello Stato come regolatore e garante dell'etica delle imprese private all'interno del sistema economico. Inoltre, si discusse sull'assetto proprietario delle imprese private: da un lato, sostenitori di una struttura ad azionariato diffuso, ispirata al modello anglosassone, per favorire una democrazia azionaria; dall'altro, coloro che propendevano per cedere una quota significativa delle azioni a un numero limitato di soggetti idonei, al fine di promuovere l'efficienza aziendale e proteggere gli interessi nazionali. In quegli anni di privatizzazione e crescita del settore privato, si assistette a una graduale integrazione dei mercati finanziari internazionali, che si trasformarono in un unico mercato globale. Le operazioni di maggior portata erano spesso condotte attraverso offerte pubbliche di acquisto (OPA), un fenomeno che portò l'Unione Europea a iniziare la formulazione di una normativa comunitaria relativa alle OPA. Questo periodo vide anche un aumento significativo del ruolo svolto dagli investitori istituzionali, il cui crescente possesso di azioni richiedeva un coinvolgimento attivo nelle assemblee degli azionisti e nelle decisioni aziendali. In questo contesto, l'urgenza di regole e normative di Corporate Governance raggiunse il suo apice, mirando a garantire la trasparenza, la responsabilità e la fiducia degli investitori. Fu il Regno Unito a introdurre il "Cadbury Code" nel 1992, tra i primi codici di best practice specifici per la Corporate Governance. Questo codice si concentrò su aspetti critici come la composizione del consiglio, la revisione contabile e la divulgazione finanziaria. In seguito, nel Regno Unito, emersero il rapporto Greenbury nel 1995 e il rapporto Hampel nel 1998. Quest'ultimo combina i contenuti dei lavori precedenti per creare il primo codice di best practice completo. In molti altri paesi, contemporaneamente, erano pubblicati codici di autodisciplina con l'obiettivo comune di sviluppare una struttura di governance che mitigasse i rischi di abuso di potere da parte del top management o degli azionisti di controllo, a vantaggio degli investitori esterni, garantendo allo stesso tempo un facile accesso al mercato dei capitali per le imprese. In Italia, nel 1998, nacque il Testo Unico della Finanza (TUF), seguito nel 1999 dalla prima versione del Codice di Autodisciplina-Codice Preda, elaborato e diffuso da Borsa Italiana in collaborazione con Banca d'Italia. Nello stesso periodo, l'OCSE pubblicava i "Principles of Corporate Governance", un insieme di linee guida che ancora oggi rimangono fra le più autorevoli a livello globale.

## 1.8 XXI secolo le Crisi delle dot-com, Crisi finanziaria, Crisi debiti Sovrani e le nuove tematiche

Nel corso del nuovo millennio, la Corporate Governance è stata oggetto di intensi dibattiti, catalizzati da eventi negativi che hanno evidenziato le conseguenze dei fallimenti dei meccanismi di governance. Questi episodi hanno spinto all'adozione di riforme atte a migliorare il funzionamento di tali meccanismi. L'evento iniziale che ha lasciato un'impronta significativa nel pubblico dei risparmiatori è stato la bolla speculativa associata all'ascesa e al repentino declino dei valori azionari delle imprese della new economy. Gli investitori, spesso, erano disposti a investire in società tecnologiche con fragili o inesistenti basi finanziarie, focalizzandosi più sulla speranza di futuri profitti che sulla solidità finanziaria delle aziende stesse. Numerose aziende tecnologiche, specialmente quelle legate a Internet, hanno sperimentato un repentino aumento dei loro valori azionari. Addirittura, molte nuove imprese, note come "dot-com", hanno attratto notevoli investimenti, nonostante molte di esse non generassero profitti. La bolla della new economy ha suscitato una profonda riflessione sui rischi associati alla speculazione, promuovendo una maggiore attenzione verso la necessità di una valutazione più razionale delle opportunità di investimento. Inoltre, ha innescato cambiamenti significativi nelle pratiche di governance e nelle regolamentazioni del mercato finanziario.

Sempre nei primi anni 2000', il mondo della Corporate Governance è stato scosso da repentini collassi aziendali scaturiti da ennesimi scandali finanziari. Questi episodi hanno suscitato l'attenzione dell'opinione pubblica, poiché coinvolgevano imprese-colosso, alcune delle quali erano considerate eccellenti. Ciò ha evidenziato le limitazioni del sistema di controllo vigente nel rilevare tempestivamente le pratiche illegali adottate dai vertici aziendali di tali imprese. Negli Stati Uniti, gli scandali hanno interessato società come Enron, WorldCom e Tyco International, mentre in Italia il caso Cirio Parmalat ha destato notevole scalpore. Le conseguenze più gravi di questi eventi non si limitarono al considerevole danno finanziario inflitto a diverse categorie di stakeholders (azionisti, obbligazionisti, dipendenti che avevano investito i risparmi delle loro pensioni nelle azioni delle società per cui lavoravano), ma includevano anche la perdita di fiducia da parte dei risparmiatori e della collettività verso gli attori del mondo industriale e le autorità di vigilanza. In risposta a tali scandali, le autorità nazionali ed internazionali intrapresero nuove riforme per colmare le lacune nel sistema di corporate governance, potenziando la vigilanza, la trasparenza e l'etica aziendale, oltre ad attribuire maggiori responsabilità civili e penali a coloro che commettevano reati societari. Esempi di tali riforme includono il Sarbanes-Oxley Act del governo statunitense, i nuovi requisiti introdotti dalle borse NYSE e NASDAQ, nonché il Rapporto Higgs (2003 - Regno Unito) e la Legge sul Risparmio 262/2005 in Italia.

Dopo un periodo di quattro anni di crescente espansione economica, il sistema subì un crollo nel mese di agosto del 2007, quando una grave crisi finanziaria ebbe effetti devastanti sull'intera economia globale. Sebbene la crisi abbia avuto inizio negli Stati Uniti, con l'esplosione della bolla immobiliare e la svalutazione di prodotti finanziari ad alto rischio, causando la crisi di liquidità e il collasso di istituti come Merrill Lynch e Lehman Brothers, si diffuse rapidamente anche a istituzioni europee come Royal Bank of Scotland in Inghilterra e UBS in Svizzera. Non passò molto tempo prima che gli effetti si estendessero oltre i confini delle istituzioni finanziarie, dando luogo a un periodo di recessione caratterizzato dall'incremento della disoccupazione, la contrazione degli scambi commerciali internazionali e la perdita di fiducia nel sistema creditizio.

Da questa crisi emerge chiaramente come l'ampia deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati finanziari, se da un lato ha incrementato le possibilità di business e di ottenere capital gain, dall'altro ha contribuito all'assunzione di rischi eccessivi da parte delle aziende e all'esecuzione di atti irresponsabili. Inoltre, nonostante le riforme passate abbiano proposto nuovi modelli di Consiglio di amministrazione (Cda) mirati a prevenire comportamenti dannosi, si è nuovamente dimostrato che i sistemi di controllo e di gestione del rischio sono risultati inefficaci.

Le conseguenze della crisi finanziaria, come il crollo del mercato azionario, i problemi delle istituzioni finanziarie e i cambiamenti dei tassi di interesse, hanno generato gravi turbolenze e instabilità nei sistemi finanziari di alcuni Stati. Ciò ha portato i governi di tali paesi a incontrare difficoltà nel rispettare i propri obblighi finanziari, compresi i pagamenti dei debiti. Nel 2009, si è verificata così la "Crisi del Debito Sovrano", la quale ha avuto un impatto significativo sulla corporate governance, specialmente nei paesi colpiti dalla crisi. Questa situazione ha comportato un forte coinvolgimento dei governi nella gestione delle istituzioni finanziarie colpite, suscitando interrogativi sulla separazione tra il controllo politico e la gestione aziendale. Tale scenario ha messo in luce l'importanza di una corporate governance robusta per

prevenire interferenze politiche indebite. Nel contesto europeo, è emersa la risposta alla crisi attraverso l'introduzione di Basilea III, una riforma incentrata principalmente su norme e requisiti prudenziali per le istituzioni bancarie, mirata al rafforzamento della loro stabilità finanziaria.

Tuttavia, l'attuazione di Basilea III ha impatti indiretti sulla Corporate Governance delle istituzioni finanziarie con notevoli connessioni identificabili:

- **Trasparenza e rendicontazione:** la riforma promuove la trasparenza e la rendicontazione delle informazioni finanziarie, specialmente per rischi ponderati e capitale di base. Ciò incide positivamente sulla corporate governance, richiedendo un maggior coinvolgimento e sorveglianza del Cda nella supervisione della divulgazione finanziaria e nella gestione dei rischi.
- **Gestione del rischio e rapporto con Cda:** la riforma potenzia le pratiche di gestione del rischio nelle istituzioni finanziarie, richiedendo un coinvolgimento più attivo del Consiglio di amministrazione nel monitoraggio e nella valutazione delle politiche di gestione del rischio promuovendo l'istituzione di comitati indipendenti dedicati alla gestione dei rischi e alla conformità, influenzando così la struttura del consiglio.
- **Stress Testing:** Basilea III richiede alle banche di condurre stress test regolari per valutare la loro resistenza a situazioni finanziarie avverse. Il Consiglio di amministrazione può giocare un ruolo cruciale nella revisione e nell'approvazione di tali test, garantendo che la banca sia adeguatamente preparata per situazioni di crisi. In aggiunta con le nuove norme sulla qualità del capitale e i requisiti di leva introdotti le banche potrebbero essere incoraggiate a una pianificazione strategica a lungo termine più rigorosa. Il Consiglio di amministrazione potrebbe essere coinvolto nella formulazione di strategie più resilienti e sostenibili nel tempo riuscendo così a fuorviare i benefici di breve periodo

Infine, negli ultimi anni, la Corporate Governance è stata profondamente influenzata dalla digitalizzazione e dalla pandemia, generando cambiamenti significativi nel modo in cui le aziende gestiscono sé stesse e affrontano le sfide emergenti. La digitalizzazione ha introdotto tecnologie avanzate, tra cui intelligenza artificiale e blockchain, che sono state integrate per potenziare la trasparenza, la sicurezza e l'efficienza aziendale. La pandemia, d'altro canto, ha comportato nuove sfide, spingendo le aziende a rivalutare strategie, politiche di gestione del rischio e modelli operativi. In questo contesto, la resilienza e l'adattabilità sono diventate qualità essenziali per i Consigli di amministrazione nell'affrontare le mutevoli condizioni del mercato e garantire la continuità aziendale. Parallelamente, la sostenibilità e la responsabilità sociale hanno assunto un ruolo centrale nella governance. Le aziende stanno integrando sempre di più obiettivi sostenibili nelle proprie strategie, rispondendo alle crescenti aspettative degli stakeholder e riflettendo un impegno verso pratiche aziendali responsabili. Sempre più sentite sono le questioni legate all'Ambiente, Sociale e Governance (ESG). Le aziende stanno, riconoscendo l'importanza di affrontare le sfide sostenibili per migliorare la propria reputazione e costruire valore a lungo termine. [56]





## Capitolo 2

# I MECCANISMI DI CORPORATE GOVERNANCE

Come indicato nel primo capitolo, la Corporate Governance si occupa dei vari meccanismi e istituzioni attraverso i quali gli azionisti e altri investitori esterni cercano di assicurarsi che coloro che gestiscono l'azienda siano affidabili custodi dei loro investimenti. In questo capitolo, ci proponiamo di esaminare una visione economica coerente su come tali meccanismi assicurino che i fornitori di finanziamenti delle società, ossia gli azionisti, ottengano un ritorno e protezione sugli investimenti. Fondamentalmente, secondo la teoria promissoria, l'obiettivo principale delle società per azioni è la massimizzazione degli utili. In condizioni paritarie, un sistema efficiente di Corporate Governance consente di migliorare le prestazioni aziendali e facilita l'accesso al capitale, ottimizzando i meccanismi di controllo. Per comprendere l'efficacia o l'inefficacia di questi meccanismi, esamineremo come sono in grado di controllare la devianza nella gestione aziendale e prevenire l'estrazione di benefici privati da parte del socio di controllo a scapito degli altri azionisti della società. Inoltre, valuteremo come i sistemi di regolamentazione possono influenzarli, talvolta ostacolando i meccanismi efficienti e contribuendo a mantenere quei sistemi di controllo che, se pur non appaiono a prima vista, si dimostrano dannosi e inefficaci. Per un'ottica di visione generale questi meccanismi si suddivideranno in

- **Meccanismi interni:**

- Consiglio di amministrazione
- Schemi retributivi dei managers
- La struttura del capitale: la disciplina del debito
- Gli investitori Istituzionali
- La struttura dei diritti di voto

- **Meccanismi esterni:**

- Il mercato del controllo societario (scalate e proxy fight)
- Il ruolo di altri Intermediari finanziari: società di rating e società di revisione
- Contesto legislativo e istituzionale

Come osserveremo, un efficace sistema di meccanismi Governance non basta a prevenire scandali aziendali, e l'idea di una formula magica per i meccanismi di controllo è un concetto ideale inesistente. Ogni Stato, anche quelli con una forte virtù di onestà sociale come il Giappone, registra casi di fallimenti e scandali aziendali. Poiché ogni investimento comporta un certo grado di rischio, gli investitori devono essere consapevoli che sempre qualcuno potrebbe cercare di trarre vantaggio da guadagni illeciti a spese degli altri. Il compito delle Corporate Governance, sostenute dalle istituzioni, è sviluppare e gestire “un manuale di gioco” che non solo mantenga la fiducia degli investitori, ma anche promuova comportamenti etici, intervenendo tempestivamente e punendo prontamente comportamenti scorretti.

## 2.1 I MECCANISMI INTERNI

### 2.1.1 Il Consiglio di amministrazione

Il Consiglio di amministrazione ha subito evoluzioni basate sulle diverse pratiche e strutture organizzative adottate dalle aziende, le quali sono influenzate dal contesto economico, politico e sociale. L'obiettivo primario di questi modelli è garantire una gestione aziendale efficiente, una responsabilità aziendale solida e la tutela degli interessi degli stakeholder. Se negli Stati Uniti è radicata l'idea che le società per azioni siano controllate dai Consigli di amministrazione, in tutti i paesi si osserva che questo organo rappresenta l'epicentro della Governance: esso è il braccio legislativo che nomina e revoca i managers. In questo contesto, si delinearono brevemente le tre composizioni di Cda adoperabili in Italia, introdotti dalla riforma del diritto societario recepita nel nostro ordinamento dal D.lgs. 6/2003. Si tenga presente per non ripeterci ogni volta che in tutti e tre i modelli che andremo ad affrontare hanno in comune la nomina di un revisore esterno, persona fisica o società di revisione (obbligatoria per le società quotate), cui è affidato il controllo legale dei conti dell'azienda.

**Modello tradizionale:** Il modello tradizionale rappresenta una prassi tipicamente italiana che è adottata in mancanza di specifiche scelte statutarie diverse. Questo modello è caratterizzato dalla presenza di due organi principali: il Consiglio di amministrazione, responsabile della gestione societaria e del raggiungimento degli obiettivi statutarî, e il Collegio Sindacale, il cui compito è controllare tale gestione, sebbene con un ruolo prevalentemente ex post, senza la facoltà di intervenire nelle decisioni già adottate. L'Assemblea dei Soci riunisce tutti gli azionisti ed ha principalmente la responsabilità di nominare e revocare i membri di entrambi gli organi sopra menzionati, approvare il bilancio e deliberare sulle operazioni straordinarie. In alcune materie specifiche l'assemblea può deliberare solo su iniziativa del Cda ma in generale “l'ultima parola” spetta all'assemblea dei soci siccome gli amministratori possono essere revocati anche senza giusta causa. Questo modello tende a favorire sovrapposizioni di ruoli, poiché la funzione di controllo è divisa tra il Consiglio di amministrazione e il Collegio Sindacale. Ai sindaci spetta il compito di esercitare il controllo interno e la supervisione sull'amministrazione, mentre ai consiglieri è affidata la responsabilità di monitorare l'andamento generale della gestione. Tuttavia, risulta complesso determinare i limiti dell'obbligo di sorveglianza dei consiglieri riguardo agli atti gestionali. Nonostante ciò, il modello tradizionale continua a essere ampiamente il più usato nelle società italiane.

**Modello Dualistico:** Il sistema dualistico ha origine dall'esperienza continentale europea, con particolare riferimento al modello tedesco, al fine di garantire una rappresentanza adeguata dei lavoratori nel governo dell'impresa. In questo modello, sono presenti due organi principali: il Consiglio di Sorveglianza e il Consiglio di Gestione. Il primo, composto da almeno tre membri e nominato dall'assemblea dei soci, assume le responsabilità che, nel modello tradizionale, sarebbero divise tra l'assemblea stessa e il collegio sindacale. Tra le sue funzioni rientrano la nomina e la revoca dei membri del Consiglio di Gestione, l'approvazione del bilancio, il controllo della gestione aziendale e la promozione dell'azione di responsabilità nei confronti dei membri del Consiglio di Gestione. Il secondo, nominato direttamente dal Consiglio di Sorveglianza, si compone di almeno due membri che possono non essere soci della società (Il Tuf stabilisce che, se il consiglio di gestione è formato da quattro o più membri, uno di loro deve essere indipendente). Il Consiglio di Gestione possiede competenze analoghe a quelle del Consiglio di amministrazione nel modello tradizionale e si occupa della gestione vera e propria. Il termine “dualistico” prende significato dal fatto che la funzione gestionale, che normalmente spetta al Consiglio di Gestione, può essere esercitata anche in modo indiretto dal Consiglio di Sorveglianza. Quest'ultimo, nominando

e revocando i membri dell'organo di gestione, esercita un potere di controllo che impatta effettivamente sull'attività gestionale. In molte occasioni, questo controllo si traduce in una direzione strategica aziendale chiara ed evidente. Da notare infine che nel modello dualistico il Bilancio è approvato dal Consiglio di Sorveglianza restando all'Assemblea unicamente la competenza circa la determinazione del dividendo.

**Modello Monistico:** Il modello monistico si ispira alla tradizione dei Paesi di common law ed è ampiamente adottato nel Regno Unito e negli Stati Uniti. In questo modello, un singolo organo sociale, il Consiglio di amministrazione, assume l'esclusiva responsabilità della gestione dell'impresa. L'assemblea dei soci è incaricata di nominare il Consiglio di amministrazione, il quale, a sua volta, designa tra i suoi membri i componenti del controllo sulla gestione. All'interno di questo organo coesistono amministratori con poteri esecutivi e non esecutivi. Gli amministratori non esecutivi svolgono il controllo sulla gestione attraverso un comitato interno (audit committee), al quale sono delegate principalmente le funzioni di monitoraggio sul sistema di controlli interni e di vigilanza sui revisori. In aggiunta, va notato che in questo modello la circostanza in cui l'organo con funzione di controllo è nominato dallo stesso organo che deve essere soggetto a controllo potrebbe mettere a rischio l'efficacia della sorveglianza. Questa efficacia potrebbe essere ulteriormente limitata dalla possibilità che un membro del Comitato di Controllo possa essere revocato pur rimanendo membro del Consiglio di amministrazione. D'altra parte, però il sistema monistico si caratterizza come un modello di Cda più semplice e flessibile, privilegiando la circolazione delle informazioni tra l'organo amministrativo e l'organo deputato al controllo, con conseguenti risparmi di tempo e costi e un'elevata trasparenza tra i soggetti coinvolti.

### 2.1.1.1 Un focus sulla natura del Cda: Gestione vs Controllo

I diversi modelli di capitalismo ed i sistemi giurisprudenziali a common law e civil law hanno generato sistemi del Cda con tratti distintivi. Si può quindi sostenere che la composizione, i ruoli, le funzioni e l'efficacia delle strutture di governo e dei sistemi legali esercitino un'influenza significativa sul tipo di modello adottabile. Tra i tre modelli che si contrappongono maggiormente, abbiamo visto in precedenza che troviamo il sistema anglosassone-americano, orientato al mercato o outsider, il sistema tedesco-giapponese, orientato alla rete o insider, e infine il sistema latino-italiano bank-oriented. La limitata partecipazione del mercato dei capitali e l'alta concentrazione della proprietà rendono il sistema italiano simile al modello tedesco-giapponese; tuttavia, la distinzione risiede nel fatto che l'azionista principale detiene una maggioranza assoluta del capitale anziché un controllo attraverso un frammentato azionariato di gruppi industriali-finanziari. Nel capitolo 3, esploreremo dettagliatamente i problemi derivanti dalla significativa concentrazione familiare e dalla complessa rete di interconnessioni piramidali tra società nel contesto italiano analizzando come tali elementi influenzino la separazione tra direzione e controllo, oltre a limitare l'efficacia del mercato dei capitali. Qui, vorrei concentrare la vostra attenzione sul problema duale della gestione rispetto al controllo, che ogni modello di Cda, anche quelli appartenenti ad aziende che si interfacciano con mercati dei capitali più evoluti dei nostri, si trovano ad affrontare nel tentativo di gestire un'organizzazione tanto complessa quanto una società di capitali. Negli Stati Uniti, il paese che rappresenta per eccellenza il mercato dei capitali, il modello monistico in uso si adatta alle esigenze di molte aziende quotate in borsa caratterizzate da un azionariato frammentato, spesso composto da numerosi piccoli investitori. In questo contesto, c'è l'interesse di affidare a un gruppo di individui competenti, autorevoli e affidabili (il Consiglio di amministrazione) la gestione dell'azienda e di delegare loro la creazione di comitati incaricati di monitorare le attività del management. In virtù della natura del diritto societario americano, prevale nel paese l'idea che le società per azioni siano gestite principalmente dai singoli Consigli di amministrazione piuttosto che dagli azionisti ed inoltre che la chiave per migliorare la Corporate Governance sia l'aumento della qualità della vigilanza dei Cda stessi. Il Consiglio detiene l'autorità per avviare piani aziendali, apportare modifiche ai business plan e ha il potere di iniziativa su questioni che non richiedono l'approvazione degli azionisti. In questo modello, il Consiglio assume un duplice ruolo: deve fungere da consigliere per il top management sulla gestione e, contemporaneamente, esercitare un ruolo di controllo su di esso. Molte analisi accademiche dell'opera di J. Macey "Corporate governance-Quando le regole falliscono" [55], evidenziano che svolgere entrambe le funzioni contemporaneamente genera un conflitto fondamentale. Gli amministratori, fornendo supporto consulenziale nel periodo "T1", si trovano inevitabilmente nella situazione di dover esercitare un controllo su sé stessi in un futuro "T2" quando devono valutare i risultati derivanti dalle decisioni del management basate sulla loro consulenza iniziale. In particolare, nei Consigli di amministrazione negli Stati Uniti, la responsabilità di selezionare il top management e valutarne le performance è stata sempre presente. Studi

di psicologia, seguendo la "teoria dell'escalation", indicano che gli amministratori tendono a identificarsi fortemente con il management quando iniziano ad aderire alle loro decisioni iniziali. Questo bias cognitivo può influenzare le scelte future, ignorando le nuove informazioni discordanti che potrebbero mettere in discussione le convinzioni radicate in precedenza. Lascio trasparire al lettore che da questa situazione potrebbe derivare una problematica riguardo al ruolo del controllo, poiché la sua obiettività potrebbe mancare, simile a un genitore che non riesce a valutare con distacco i propri figli. Il punto chiave è che nel corso del tempo, tutti gli amministratori, compresi quelli esterni, tendono a sviluppare legami con il management per varie ragioni legate alla governance, generati già solo dalla semplice interazione tra le due parti. Nel paragrafo successivo approfondiremo questa problematica di "asservimento" del Consiglio di amministrazione al management, cercando di comprendere se un Consiglio ben formato può rappresentare un meccanismo ben efficace per una buona corporata governance.

Osservando ora le problematiche che invece si riscontrano in un modello dualistico si prende in esame come Stato rappresentativo la Germania dove ricordiamo che le società per azioni (Aktiengesellschaft) sono legalmente obbligate a implementare un sistema di governance a due livelli. Come descritto nella sezione precedente questo sistema è composto da un consiglio di gestione-amministrazione (Vorstand) e un consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat). Il consiglio di sorveglianza opera all'interno del contesto della codeterminazione, un meccanismo che assicura la partecipazione di diverse parti interessate nell'azienda, oltre agli azionisti. La codeterminazione prevede che una quota dei membri del consiglio di sorveglianza sia eletta dai dipendenti o designata dai sindacati nelle aziende con più di 500 dipendenti. Inoltre, nel contesto del sistema tedesco, emerge una disparità tra le piccole partecipazioni azionarie e il considerevole potere decisionale effettivo detenuto dalle banche tedesche. A causa della scarsa motivazione dei piccoli azionisti a partecipare alle assemblee annuali, le grandi banche tedesche, hanno in custodia le azioni dei loro clienti per conto della divisione di intermediazione finanziaria e spesso sono autorizzate a votare tramite procura. Di conseguenza, una significativa percentuale di voti è nelle mani delle banche stesse, che svolgono un ruolo chiave nel controllo societario non solo per il potere di voto, ma anche in quanto principale fonte di finanziamento per le imprese tedesche, superando il ruolo del mercato dei capitali. Questa dinamica conferisce alle banche un ruolo centrale nel panorama decisionale e finanziario delle società in Germania. Secondo i critici del sistema tedesco di corporate governance, i risultati descritti comportano un significativo svantaggio, ossia la limitazione dei diritti degli azionisti nell'ottica di massimizzare il rendimento, spesso a scapito di un'eccessiva restrizione delle opportunità di investimento. È evidente che gli azionisti mirano a ottenere i massimi rendimenti possibili dai loro investimenti. In contrasto, i gruppi interni preferiscono opzioni di investimento a basso rischio e una politica orientata a trattenere i profitti piuttosto che distribuire dividendi. Le consistenti trattenute offrono un modo pratico per i dirigenti e i dipendenti di garantire la stabilità dei propri impieghi ed espandere le attività aziendali. Anche le banche creditrici possono favorire una limitata distribuzione dei dividendi tra gli azionisti, poiché le elevate trattenute riducono il rischio che l'azienda possa non rispettare gli impegni finanziari in scadenza. Tuttavia, è importante notare, in conformità con la teoria della "Pecking Order", che il finanziamento interno generalmente prevale sul finanziamento esterno in qualsiasi sistema finanziario. In aggiunta, le consistenti trattenute di profitti non dovrebbero essere confuse con bassi rendimenti sugli investimenti degli azionisti. Piuttosto, qualsiasi propensione per trattenute eccessive dovrebbe riflettersi in valutazioni azionarie inferiori. In altre parole, l'impatto di limitare la distribuzione dei dividendi sull'andamento complessivo potrebbe essere compensato dalla possibilità di acquistare azioni a prezzi più bassi, dimostranti un valore intrinseco futuro notevolmente superiore al valore di mercato attuale. In definitiva, l'analisi dei vantaggi e degli svantaggi dei vari sistemi di Cda suggerisce che non esista un modello chiaramente superiore. Tale conclusione non si limita solamente all'efficacia di un meccanismo di Corporate Governance a livello microeconomico, ma è altresì in linea con gli indicatori di performance macroeconomica per economie caratterizzate da differenti sistemi legislativi e politici vigenti.

### 2.1.1.2 Asservimento del Cda, amministratori indipendenti e dissidenti

La questione lasciata in sospeso nel paragrafo precedente riguardava se un Consiglio ben strutturato possa costituire un meccanismo efficace per una buona Governance senza essere influenzato/assoggettato. Ciò che andremo a mettere in discussione è il pensiero comune secondo cui gli amministratori apportano valore aggiunto agli azionisti controllando il management, mentre in realtà potrebbero agire nell'interesse della dirigenza fornendo loro sostegno. I problemi derivanti dal duplice ruolo di gestione e controllo, in cui il coinvolgimento del Consiglio di amministrazione nell'intervenire è influenzato da bias cognitivi legati alla reputazione (poiché eventuali azioni correttive sul management potrebbero mettere in luce un'adeguatezza del Consiglio stesso), senza dubbio creano un legame di dipendenza tra il Cda e i dirigenti. Inoltre, dal lato opposto, il management ha la capacità di sostenere il Cda, poiché una buona performance aziendale si riflette positivamente sugli amministratori che hanno selezionato il team di dirigenti in termini di reputazione. I dirigenti consapevoli di ciò tendono a fornire informazioni che li mettano in luce positivamente a tutti i costi, e in questi momenti possono verificarsi falsificazioni contabili o operazioni illecite. È importante considerare anche che il processo di acquisizione di informazioni da parte del Cda richiede tempo e ha un costo, il che potrebbe limitare le capacità della società di intraprendere progetti redditizi, danneggiando la reputazione degli amministratori che potrebbero essere accusati dai dirigenti di non voler cogliere le nuove opportunità. Un primo strumento di misura per l'asservimento di un Cda è il numero di amministratori indipendenti: si tratta di amministratori che non appartengono al management o agli azionisti di controllo (sono quindi "esterni" alla società) e i cui legami con la direzione e gli azionisti non sono tali da sollevare dubbi sulla loro indipendenza.

Criteri per compromettere l'indipendenza stabiliti dal Codice di autodisciplina sono:

- se è coniuge non legalmente separato, persona legata in unione civile o convivenza di fatto, parente o affine entro il quarto grado del presidente del Cda e degli esponenti con incarichi esecutivi, dei responsabili delle principali funzioni aziendali, dei precedenti esponenti aziendali.
- se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un amministratore esecutivo o un dipendente della società, di una società da essa controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo; - di un azionista significativo della società;
- se, direttamente o indirettamente (ad esempio in quanto partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nei tre esercizi precedenti, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: - con la società o le società da essa controllate, o con i relativi amministratori esecutivi o il top management.
- se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, da parte della società, di una sua controllata o della società controllante, una significativa remunerazione aggiuntiva.
- se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo della società abbia un incarico di amministratore
- se è stato amministratore della società per più di nove esercizi, anche non consecutivi, negli ultimi dodici esercizi;
- se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale della società

La natura estremamente soggettiva del concetto di indipendenza dipende dalla molteplicità di modi in cui gli amministratori indipendenti potrebbero comunque essere influenzati dal management. Inoltre, non esiste una regola universale; a seconda delle borse, viene stabilito il numero di amministratori indipendenti richiesti. Ad esempio, per le società quotate al MIB (Milano Indice Borsa), almeno 1/3 dei membri del Consiglio di amministrazione deve essere indipendente. Per le società quotate nel segmento STAR (Segmento Titoli Alti Requisiti), il numero di amministratori indipendenti aumenta con le dimensioni dei consigli. Secondo gli standard del NYSE e del NASDAQ, le società statunitensi non hanno un numero predeterminato, ma devono avere una maggioranza di amministratori indipendenti, e spetta agli altri membri del Consiglio di amministrazione stabilire e confermare l'indipendenza di tali membri. Un noto caso di controversia tra azionisti e Oracle Corporation evidenzia le difficoltà nel regolare l'indipendenza degli amministratori.

*”La disputa iniziò con l'accusa di insider trading nei confronti del CEO, del CFO e di altri membri del Consiglio di amministrazione da parte di un azionista, che avviò una derivative action (strumento legale che consente a un azionista di agire in nome e per conto della società per far valere un diritto o un'azione legale contro terzi. Questa azione è intrapresa quando la società subisce un danno, ma i suoi amministratori non agiscono per tutelarla). Negli Stati Uniti, la procedura prevede che il consiglio nomini un comitato speciale per le controversie (Special Litigation Committee), composto da amministratori indipendenti, per condurre un'indagine sulla vicenda e presentare una raccomandazione di archiviazione o di presentazione del caso al Tribunale dello Stato. Tuttavia, quando il comitato speciale raccomandò l'archiviazione del caso, il Tribunale del Delaware emise una decisione che suscitò molte polemiche all'epoca: stabilì che i membri del comitato non erano sufficientemente indipendenti. Questi membri, pur non avendo alcun legame economicamente rilevante, erano due professori di Stanford, dove alcuni membri del consiglio erano rispettivamente un importante donatore e un docente. Il giudice ritenne che la stretta rete di connessioni con Stanford potesse compromettere l'indipendenza. §§ Questo caso mette in luce le sfide nel valutare l'indipendenza in un consiglio composto da dieci o quindici persone, considerando che due professori di Stanford non sono riusciti a essere considerati indipendenti rispetto a un collega, nonostante a Stanford ci siano migliaia di professori. Considerando che i legami socioeconomici all'interno di una società per azioni sono spesso più stretti tra gli amministratori delle grandi società che tra professori. Se il problema dell'assoggettamento scaturisce alla partecipazione degli amministratori indipendenti nel processo di monitoraggio e di quelli esecutivi nella decisione col management potrebbe esistere un'eccezione alla regola: gli amministratori dissidenti. Queste figure sono emerse alla fine degli anni Novanta come soluzione al problema dell'indipendenza da parte dei fondi gestori patrimoniali attivisti. Di solito, sono nominati dopo l'acquisto di una sostanziosa quota azionaria di minoranza da parte di un investitore istituzionale, che successivamente richiede al management di apportare cambiamenti per aumentare il valore degli azionisti, come la nomina di una propria lista di amministratori dissidenti. Questa figura si dimostra un'arma potente perché, per definizione, la loro lealtà appartiene agli azionisti (sia essi investitori istituzionali) e il loro successo non dipende dalla collaborazione con il management. Al contrario, sono lì appositamente per costringerlo a prendere decisioni di cambiamento o altre direzioni strategiche a seguito di un cattivo operato. La crisi della Time Warner è un episodio ben noto nella storia della Corporate Governance che mette in luce il potere degli amministratori dissidenti. ¶ La Time Warner aveva acquisito la America Online (AOL), una mossa considerata da molti una delle peggiori fusioni nella storia delle società americane. In seguito a questa fusione, le due società videro il loro valore di mercato diminuire del 70%, con il prezzo delle azioni che crollò da 94\$ a 18\$. Carl Icahn, noto investitore istituzionale, dopo aver acquisito una quota azionaria di minoranza in quegli anni, si impegnò per interventi di ristrutturazione della società, inclusa la nomina di due amministratori indipendenti da lui selezionati, in quanto riteneva che il Cda della Time Warner fosse composto univocamente da "amici del CEO". Per la paura di una potenziale battaglia per il controllo delle deleghe, la Time Warner accettò alcune delle richieste di Icahn, inclusa la richiesta di nominare gli amministratori dissidenti. Questo contribuì a aumentare il grado di indipendenza del Cda e, inoltre, il prezzo delle azioni aumentò del 12% in seguito a queste modifiche, a beneficio così anche per tutti gli altri azionisti della società.”*

Nel contesto italiano, la figura dell'amministratore dissidente può essere incarnata dall'amministratore di minoranza. La legge sulla tutela del risparmio ha riconosciuto l'importanza di creare un contrappeso alla concentrazione del potere nel socio di maggioranza nelle società italiane. Pertanto, gli amministratori di minoranza dovrebbero essere figure vigili nell'individuare e prevenire operazioni di estrazione di benefici privati da parte dei manager e degli azionisti di controllo. Tuttavia, una volta nominati, gli amministratori di minoranza devono sempre perseguire l'interesse di tutti i soci, mirando a massimizzare il valore dell'impresa. Il vantaggio di questa figura risiede nel fatto che dovrebbe essere meno influenzabile dalle alte cariche o dai soci di controllo della società. Nel caso delle società quotate sui mercati regolamentati italiani, gli azionisti di minoranza che detengono determinate soglie del capitale sociale - comprese tra lo 0,5% e il 4,5%, secondo quanto stabilito annualmente dalla Consob per ciascun emittente - hanno il diritto di presentare liste per la nomina di almeno un membro del Cda e del presidente del collegio sindacale.

Un trend degli amministratori indipendenti e di minoranza nelle società italiane è rappresentato in Fig.2.1. Si noti come nella Borsa principale di Piazza Affari i numeri di queste due entità siano maggiori e quindi alle società si richiedano di conseguenza requisiti più stringenti per la composizione del Cda.

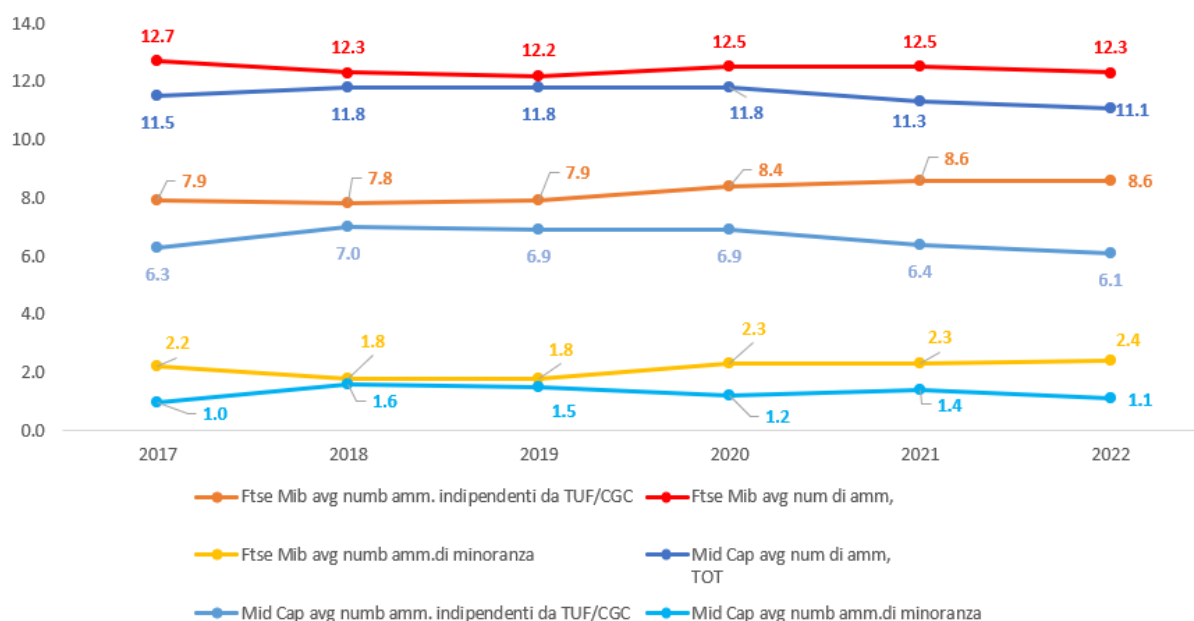


Figura 2.1: Numero medio di amministratori indipendenti e di minoranza nelle società quotate italiane Ftse Mib vs Mid Cap

Fonte:Rapporto dati CG Consob

### 2.1.1.3 Remunerazione dei managers: CEO pay-performance

La sfida di motivare un individuo ad agire nell'interesse degli altri diventa evidente quando si affrontano casi in cui domina l'asimmetria informativa. Questo può portare individui come i CEO a comportamenti opportunistici di due tipi: la selezione avversa (opportunismo ex ante) e l'azzardo morale (opportunismo ex post). La Agency Theory suggerisce che un contratto incentivante ottimale mira a collegare la remunerazione alle prestazioni, il cosiddetto Pay-for-Performance. In aggiunta Il Codice di Corporate Governance raccomanda che la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management stabilisca un equilibrio tra la componente fissa e quella variabile, adeguato agli obiettivi strategici e alle specificità della società. In particolare, è previsto che la remunerazione variabile costituisca una parte rilevante del totale della retribuzione, e sia collegata in misura significativa a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Il CdA è responsabile della definizione e implementazione della politica di remunerazione dei manager, inclusi i dirigenti apicali. Può delegare alcune funzioni a comitati interni, ma mantiene la supervisione generale. Nelle società quotate e nelle grandi imprese, un è in genere istituito il Comitato per le Remunerazioni, composto spesso da amministratori indipendenti, che propone al CdA le linee guida per la politica di remunerazione. Sempre per le società quotate, la politica di remunerazione deve essere sottoposta all'approvazione o al voto vincolante o consultivo degli azionisti durante l'assemblea annuale. In molte giurisdizioni, come ad esempio in Italia, gli azionisti delle società quotate hanno il diritto di esprimere un voto consultivo sulla politica di remunerazione, Questo significa che il voto degli azionisti non è vincolante per il Consiglio di amministrazione, ma ha un'importanza significativa, La progettazione di un pacchetto retributivo incentivante, quindi, deve essere in grado di spingere il CEO verso obiettivi sia di breve che di lungo termine. Per tali ragioni lo stipendio di un CEO è generalmente così composto:

$$\text{STIPENDIO CEO} = \text{PARTE FISSA} + \text{VARIABILE (MBO)} + \text{VARIABILE (LTI)}$$

#### PARTE FISSA

❖ **Stipendio:** le retribuzioni di base dei CEO differiscono notevolmente a seconda del settore di appartenenza, dell'esperienza lavorativa accumulata e di altri fattori. Di solito, i Consigli di amministrazione costituiscono un comitato per la compensazione esecutiva incaricato di stabilire un

salario annuo di base. In passato, era consuetudine che i CEO ricevessero uno stipendio base relativamente modesto, ma cifre considerevoli sotto forma di bonus o stock options. Tuttavia, negli Stati Uniti, il Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) del 2017 ha modificato la legge federale sulla detrazione fiscale. In precedenza, la deducibilità dello stipendio base dalle tasse era limitata a 1 milione di dollari, ma le aziende potevano pagare e dedurre un importo illimitato di compensi basati sulle prestazioni. Questa modifica ha eliminato l'eccezione per la retribuzione basata sulle prestazioni.

La remunerazione variabile può essere di breve (Management By Objectives o MBO) o di medio-lungo termine (Long Term Incentive o LTI). I piani MBO sono quasi sempre di natura monetaria e collegano l'erogazione dei compensi al raggiungimento di specifici obiettivi di budget. Solitamente, la struttura degli MBO è basata su quattro categorie di obiettivi: a) economico-finanziari, come indicatori contabili o di budget; b) obiettivi di business, ad esempio quote di mercato, sviluppo di nuovi prodotti, rispetto delle tempistiche sugli investimenti, soddisfazione del cliente, ecc.; c) andamento del valore delle azioni; d) parametri ESG, come la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, la sicurezza sul lavoro, e le pari opportunità. I piani LTI possono essere sia di natura monetaria che basati su azioni. Nel primo caso, sono simili ai piani MBO ma strutturati su un orizzonte temporale pluriennale. Nel secondo caso, prevedono l'assegnazione di strumenti finanziari, che può avvenire immediatamente (come avviene solitamente per le stock option) o essere posticipata nel tempo (come per le stock grant), ed è subordinata a due condizioni: a) la permanenza in carica fino alla data di assegnazione effettiva (vesting) e b) il raggiungimento di specifici obiettivi di performance (entry gates).

## PARTE VARIABILE

- ❖ **Bonus:** sono una somma variabile legata alla performance per il raggiungimento di obiettivi di breve periodo. La performance può essere valutata attraverso una serie di criteri, tra cui la crescita dei profitti o dei ricavi, il rendimento del capitale proprio (ROE) o l'incremento del prezzo delle azioni. I criteri finanziari e i risultati annuali del prezzo delle azioni non sempre riflettono in modo accurato il rendimento di un dirigente nel suo lavoro perché potrebbero essere penalizzati ingiustamente per eventi occasionali o decisioni difficili che potrebbero avere un impatto negativo sulla performance nel breve termine o causare reazioni negative da parte del mercato.
- ❖ **Stock option:** i piani di Stock Option sono opzioni di tipo call e rappresentano una forma di contratto con cui si dà al beneficiario il diritto di acquisire (ma non l'obbligo), un numero di azioni ad un prezzo stabilito (strike price), al termine di un periodo prefissato. Quando un manager esercita un'opzione, riceve una compensazione pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione in quel momento e lo strike. Questo tipo di remunerazione è spesso utilizzato per garantire che il manager non si concentri esclusivamente sui risultati a breve termine, ma consideri anche gli interessi di lungo termine dell'azienda. Tuttavia, ci sono alcune distorsioni associate a questo incentivo. Per esempio, i manager potrebbero diventare più propensi al rischio e assumere progetti più incerti poiché il valore delle opzioni aumenta con la volatilità del prezzo azionario. Inoltre, l'incentivo a mantenere il prezzo delle azioni al rialzo per garantire che le opzioni rimangano in-the-money (profittevoli) potrebbe portare i dirigenti a concentrarsi esclusivamente sui trimestri successivi, trascurando gli interessi a lungo termine degli azionisti. In alcuni casi, i manager potrebbero persino perdere interesse se il prezzo delle azioni scende al punto che l'esercizio delle opzioni diventi non conveniente da esercitare. Questo può portare i dirigenti a manipolare i numeri per garantire il raggiungimento degli obiettivi a breve termine creando casi di falsificazione dei libri contabili o corruzione dei revisori.
- ❖ **Stock grant/Premi azionari** come alternativa alle stock options, possono essere assegnate gratuitamente o vendute agli alti dirigenti azioni reali e proprie della società a prezzi scontati. Questo si rivela forse il fattore più determinante perché gli alti dirigenti tendono a comportarsi più come proprietari quando possiedono una quota dell'azienda.
- ❖ **Benefici Privati:** i CEO ma anche gli altri dirigenti senior di un certo livello gerarchico, ricevono benefici extra, noti come fringe benefits, che si aggiungono alla loro retribuzione tradizionale salariale classica. Questi possono includere l'uso di telefoni aziendali, auto, aerei, servizi educativi per i figli, prestiti agevolati e polizze vita.



L'analisi offerta dal Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia a cura di Massimo Belcredi e Stefano Bozzi suggerisce che la strategia di incentivazione varia in base alla struttura di proprietà dell'azienda, influenzando le decisioni sulla composizione della remunerazione dei manager.[11]

Nella figura 2.2 i grafici sottostanti mostrano le differenze rilevanti che si riscontrano tra family firms (il 52% adotta piani monetari, il 39% stock grant) e le widely held (il 15% adotta piani monetari, l'85% stock grant). Anche le società a controllo pubblico preferiscono le stock grant (65%, contro il 50% che adotta piani monetari)<sup>1</sup>

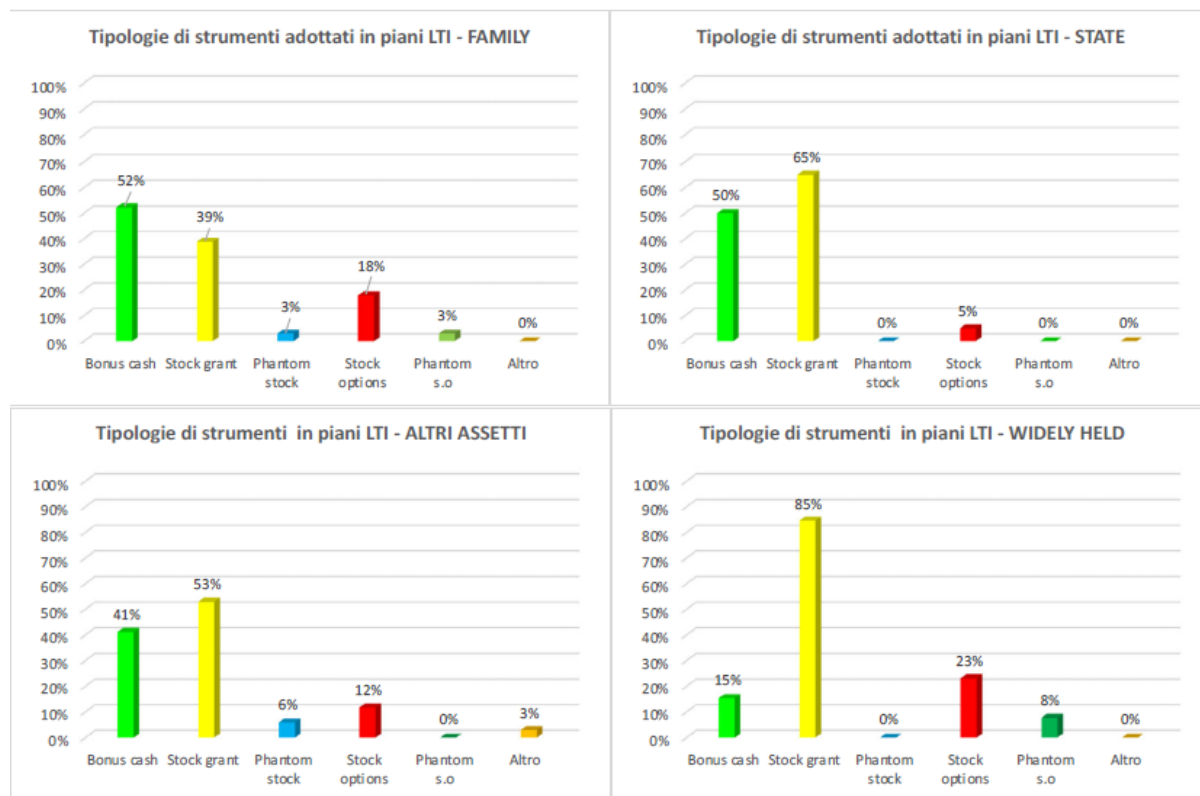


Figura 2.2: Composizione LTI nei vari assetti di controllo delle società italiane

Fonte: rapporto Fin-gov sulla Corporate Governance in Italia

<sup>1</sup>Lo stock Phantom è un tipo di piano di compensazione basato sul patrimonio netto che offre ai dipendenti il diritto di ricevere un pagamento in contanti in base al valore delle azioni di una società. A differenza delle stock options tradizionali, i dipendenti non possiedono in realtà alcuna quota della società. Invece, ricevono un pagamento in base all'aumento del prezzo delle azioni della società per un certo periodo di tempo. Vantaggi dello stock di Phantom rispetto ad altri piani di compensazione basati su azioni sono il consentire alle aziende di offrire ai propri dipendenti i vantaggi della proprietà azionaria senza diluire la loro proprietà o il controllo dell'azienda e allineare gli interessi dei dipendenti con quelli degli azionisti dell'azienda.

Se si osserva più da lontano con una visione d'insieme i grafici a torta nella figura 2.3 ci illustrano il peso percentuale delle componenti della remunerazione a target dei CEO, il cosiddetto Pay-mix. Si evidenzia come le imprese familiari pongono maggiore attenzione alla retribuzione fissa, mentre le società a controllo statale e quelle con altri assetti hanno una distribuzione più equilibrata tra le diverse componenti. Le società widely held (con azionariato diffuso) mostrano la maggiore enfasi sugli LTI, segno di una forte attenzione agli incentivi di lungo periodo per i CEO. ).

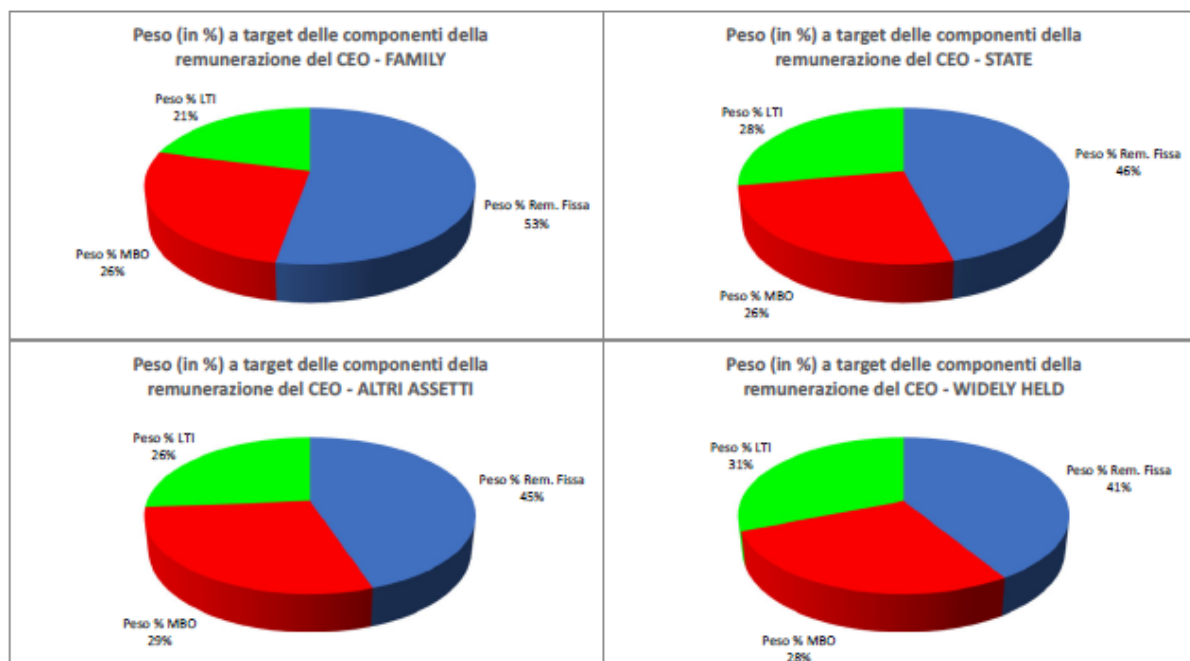


Figura 2.3: CEO pay-mix nei vari assetti di controllo delle società italiane

Fonte: rapporto Fin-gov sulla Corporate Governance in Italia

Il CEO pay-ratio è un indicatore che riflette la retribuzione del CEO in relazione alla retribuzione mediana degli impiegati dell'azienda (in parole semplici indica gli anni di paga di un qualsiasi dipendente nell'azienda, per guadagnare quanto guadagna in un anno il suo dirigente apicale). Esso è da sempre oggetto di dibattito dagli economisti che lo studiano ma anche dai lavoratori che impotenti lo osservano. Negli Stati Uniti è addirittura richiesta la pratica del "Say-on Pay" dal Dodd-Frank Act alle aziende, ovvero monitorare e divulgare un rapporto su questo indicatore che rappresenta un elemento di warning, soprattutto laddove disallineato rispetto a mercato e settore di riferimento. Riporterò in seguito un estratto di un report di analisi dal Economic policy Institute sul CEO pay-ratio delle aziende in US. Ecco alcune evidenze empiriche che lo studio ci mostra:

- utilizzando la misura della compensazione effettiva, la remunerazione dei migliori CEO è aumentata del 1.460,2% dal 1978 al 2021 (aggiustato per l'inflazione).
- durante questo periodo, la compensazione dei migliori CEO è cresciuta circa il 37% più velocemente della crescita del mercato azionario
- la compensazione concessa ai CEO è aumentata del 1.050,2% dal 1978 al 2021.
- l'aumento drammatico della compensazione dei CEO durante la pandemia è degno di nota. Mentre milioni di persone hanno perso il lavoro nel primo anno della pandemia e hanno subito una diminuzione reale del salario a causa dell'inflazione nel secondo anno, la compensazione effettiva dei CEO è aumentata del 30,3% tra il 2019 e il 2021. Nel frattempo, la compensazione tipica dei lavoratori rimasti impiegati è cresciuta del 3,9% nello stesso periodo di tempo.
- il valore raggiunto oggi è superiore al valore raggiunto nel 2000, al culmine di una bolla del mercato azionario (si vede Figura 2.4)

- negli ultimi anni il divario fra remunerazione realizzata e remunerazione concessa<sup>1</sup> è massimo (si veda Figura 2.4)

## CEOs make 399 times as much as typical workers

CEO-to-worker compensation ratio, 1965–2021

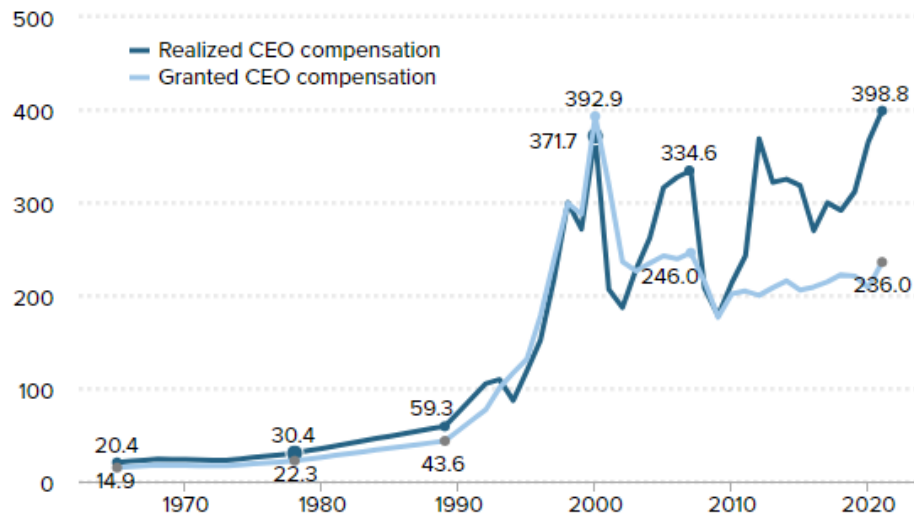


Figura 2.4: Average annual compensation for CEOs at the top 350 U.S. firms

Fonte: Bureau of Economic Analysis NIPA

In Italia, lo studio condotto dall'Area Studi Mediobanca ha calcolato che il CEO pay-ratio medio nel 2017 fosse pari a 38. Tuttavia, è importante considerare che le dimensioni del mercato e delle società sono diverse rispetto alla realtà americana. Inoltre, nello studio non sono stati presi in considerazione i piani di stock options che rappresentano la parte più alta nei compensi in molti casi. Milano Finanza una delle principali testate giornalistiche italiane specializzate in economia, finanza e mercati ha condotto un'analisi che ha rilevato un aumento dei salari dei dirigenti delle società quotate nell'indice Ftse Mib nel 2022, anno in cui l'indice è sceso del 12%. In particolare, gli stipendi dei manager delle stesse società quotate sulla Borsa Italiana sono aumentati del 14%. Questo incremento si aggiunge al +35% registrato nel 2021 rispetto al 2020. Di recente il nuovo studio sul 2023 riporta che i compensi dei vertici delle quotate del Ftse Mib sono cresciuti dell'11%, il doppio dell'inflazione (+5,9%) nello stesso anno. TrueNumbers è un sito di data journalism che si concentra sull'analisi dei dati e delle statistiche. Esso in un suo studio evidenzia come lo stipendio medio del CEO varia in base alle dimensioni della società: per le aziende del FTSE MIB, le 40 imprese con maggiore capitalizzazione, la retribuzione media, escludendo la componente azionaria, è di 2,2 milioni di euro. Per le aziende di medie dimensioni (Mid Cap), le successive 60 società più grandi per quotazione di mercato, lo stipendio medio scende a 1,5 milioni di euro. Infine, per le società di piccole dimensioni (Small Cap),<sup>2</sup> gli amministratori percepiscono in media 542 mila euro. Infine, le retribuzioni sono tipicamente più elevate nel settore finanziario, in parte a causa delle dimensioni medie maggiori delle aziende (Figura 2.5)

<sup>1</sup>La misura della remunerazione realizzata valuta le stock options ed il loro valore al momento della maturazione (di solito tre anni dopo l'assegnazione), catturando qualsiasi variazione del prezzo delle azioni. La misura della remunerazione concessa valuta le stock option e i premi in azioni vincolate in base al loro "fair value" quando assegnati.

<sup>2</sup>tutte quelle imprese al di fuori delle prime 100 ma con un valore azionario superiore ai 40 milioni di euro,

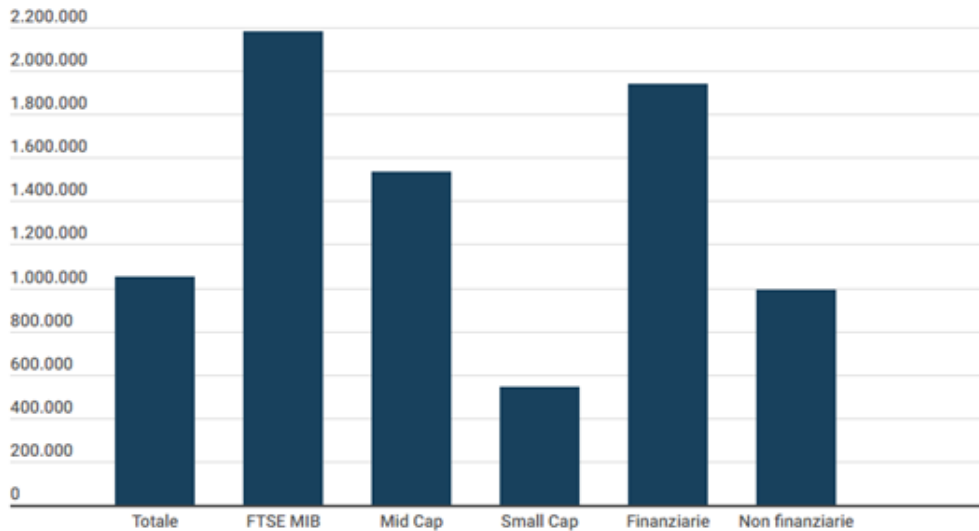


Figura 2.5: CEO pay per mercato e settore in Italia

Fonte TrueNumbers data journalism

Al primo posto della classifica di Piazza Affari nel 2023 con 36,49 milioni si riconferma Carlos Tavares, CEO di Stellantis, la cui busta paga cresce rispetto ai 14,9 milioni incassati nel 2022. Nell'assemblea degli azionisti la sua remunerazione è stata approvata dal 70,2% dei voti rappresentati, nonostante alcuni proxy advisor avessero invitato i soci a esprimersi contro l'aumento.

Il pay ratio in questo caso è di 518 perché i compensi medi dei dipendenti di Stellantis nel 2023 sono stati di 70.400 euro lordi.

Secondo lo stesso Tavares, i risultati record del gruppo giustificano questi importi: il titolo nel 2023 è salito del 59,4%, l'ebitda del 10,5%.

La remunerazione di 36 milioni del CEO di Stellantis è così composta:<sup>1</sup>

- **PARTE FISSA:** salario base di 2 milioni + 634 mila euro di fringe benefit.
- **PARTE VARIABILE:** include 1,9 milioni per benefit post-pensionamento+ 5,7 milioni di incentivi a breve termine + 26,1 milioni di incentivi a lungo termine ( questi, suddivisi in 11,8 milioni relativi alle concessioni di azioni emesse al CEO di Stellantis + 14,3 milioni per raggiungimento di KPI per la trasformazione di Stellantis in un provider di mobilità tecnologica sostenibile).[68]

2

<sup>1</sup>dati ottenuti da paper ufficiali Stellantis durante lo stage svolto in azienda e da Milano Finanza

<sup>2</sup>Mike Manley è un caso a sé perché la cifra che ha incassato contiene un indennizzo per la mancata conferma al vertice del gruppo dopo la fusione tra Fca, che ha lasciato nel 2021, e Psa

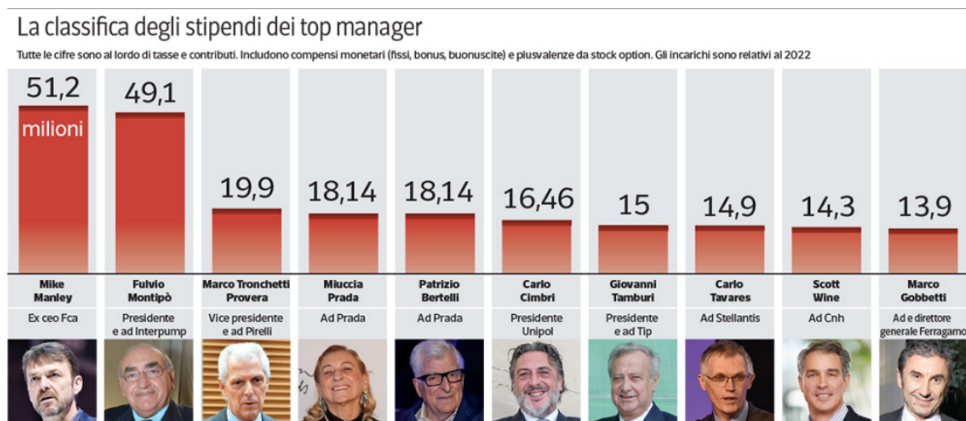


Figura 2.6: Top manager, i più pagati in Italia nel 2022

Fonte: Corriere della Sera

#### 2.1.1.4 CEO chair-duality

Il termine "CEO chair-duality" si riferisce alla situazione in cui il presidente del Consiglio di amministrazione è anche il CEO della stessa società. Questa struttura societaria può sollevare preoccupazioni per gli azionisti, poiché la persona incaricata di sorvegliare il CEO è lo stesso CEO. Tuttavia, prima di considerare le possibili ripercussioni negative, è importante notare i potenziali benefici della dualità del ruolo, come ad esempio la riduzione della rivalità tra CEO e Presidente del Consiglio di amministrazione. La presenza di un leader con un doppio ruolo può contribuire a coltivare una figura di leadership più forte e coesa, in grado di guidare l'azienda verso una maggiore crescita finanziaria e stabilità economica. Inoltre, il CEO-presidente del Cda può evitare alcune misure di audit che sono spesso implementate quando i due ruoli sono separati, consentendo di prendere decisioni aziendali importanti più rapidamente, senza necessità di conferme o approvazioni aggiuntive. Questo può portare la società ad adattarsi meglio ai rapidi cambiamenti del settore e ottenere un vantaggio competitivo sugli altri attori del settore. Inoltre, dopo l'implementazione della dualità del CEO, è necessario ristrutturare il Cda con un numero più elevato di amministratori indipendenti e la nomina di un Lead Independent Director (una sorta di capo/referente degli indipendenti) che può migliorare l'efficacia dell'intero Cda.

Il LID che funge da intermediario tra il CEO e gli altri membri del consiglio può svolgere un ruolo cruciale nell'identificare e trasmettere le problematiche emergenti nel settore aziendale, razionalizzare il processo di gestione delle crisi e rappresentare le opinioni dei singoli membri del consiglio nei confronti del CEO. Seguiamo ora la Agency Theory che è il principale modello teorico utilizzato nello studio della Corporate Governance. Essa suggerisce una struttura semplice in cui le aziende sono composte da due parti: i manager, definiti agenti, e gli azionisti, definiti principali. La teoria parte dal presupposto che gli esseri umani agiscano principalmente in base a motivazioni egoistiche e generalmente non siano inclini a sacrificare i propri interessi personali per il bene degli altri. Secondo la Agency Theory la dualità del CEO tenderebbe ad aumentare i costi d'agenzia per un'organizzazione. Questo perché i dirigenti potrebbero privilegiare il proprio interesse personale, trascurando opportunità che invece sarebbero nel migliore interesse degli azionisti. Di conseguenza, si ritiene che per ridurre i costi d'agenzia, sia preferibile separare i ruoli di CEO e presidente del Consiglio. La dualità del CEO può inoltre complicare la questione della successione del CEO, poiché anche se i due ruoli sono distinti, il presidente del Cda potrebbe non essere più considerato indipendente e il Consiglio potrebbe essere incline a sostenere il presidente con cui ha una relazione pregressa, generando potenziali conflitti di interessi. Ulteriore considerazione è che un CEO duale rende anche più difficile mettere in discussione le decisioni dei vertici aziendali. Quando un CEO che ricopre anche il ruolo di presidente del Cda presenta una proposta agli altri membri del consiglio, chiunque esprima disaccordo rischia di essere visto come non collaborativo. Di conseguenza, gli altri amministratori potrebbero evitare di sollevare obiezioni, sperando che qualcun altro intervenga.

Un breve estratto di una lettera del celebre Warren Buffett ai suoi azionisti sottolinea questa dinamica, affermando che nessuno di buon senso si sognerebbe mai di intervenire e disturbare quella che egli definisce "l'atmosfera della sala del consiglio".

””Come mai consiglieri intelligenti hanno fallito così miseramente? La ragione non va cercata nella loro inadeguatezza (è sempre stato chiaro che hanno l’obbligo di rappresentare gli interessi degli azionisti) ma piuttosto in quella che definirei “l’atmosfera della sala del Consiglio”. In questa sala è quasi impossibile sollevare un dubbio su una proposta di un CEO specialmente se il suo staff interno ed i suoi consulenti esterni son presenti e sostengono unanimemente la sua decisione (non sarebbero in sala se non fosse così). E quando alla fine, il comitato per la retribuzione propone un’assegnazione molto generosa di opzioni al CEO un amministratore suggerisse al comitato di riconsiderare la proposta, sarebbe come se sputasse nel piatto in cui mangia””

Da uno studio di BoardEx (global leadership database used for academic research) che ha esaminato tutte le aziende quotate pubblicamente negli Stati Uniti tra il 2008 e periodo pre-Covid, analizzando la percentuale di aziende che avevano ruoli congiunti di CEO/Chairman risulta che la dualità sta gradualmente perdendo popolarità (Figura 2.7). Questo declino suggerisce che le migliori pratiche di Corporate Governance (dalla Agency Theory) sono sempre più seguite, poiché dopo la crisi finanziari e gli scandali dei primi anni 2000 gli esperti di Governance preferiscono che i due ruoli siano separati. Inoltre, i dati di BoardEx hanno rivelato che il numero più alto di presidenti/direttori generali si trova nelle aziende più grandi.

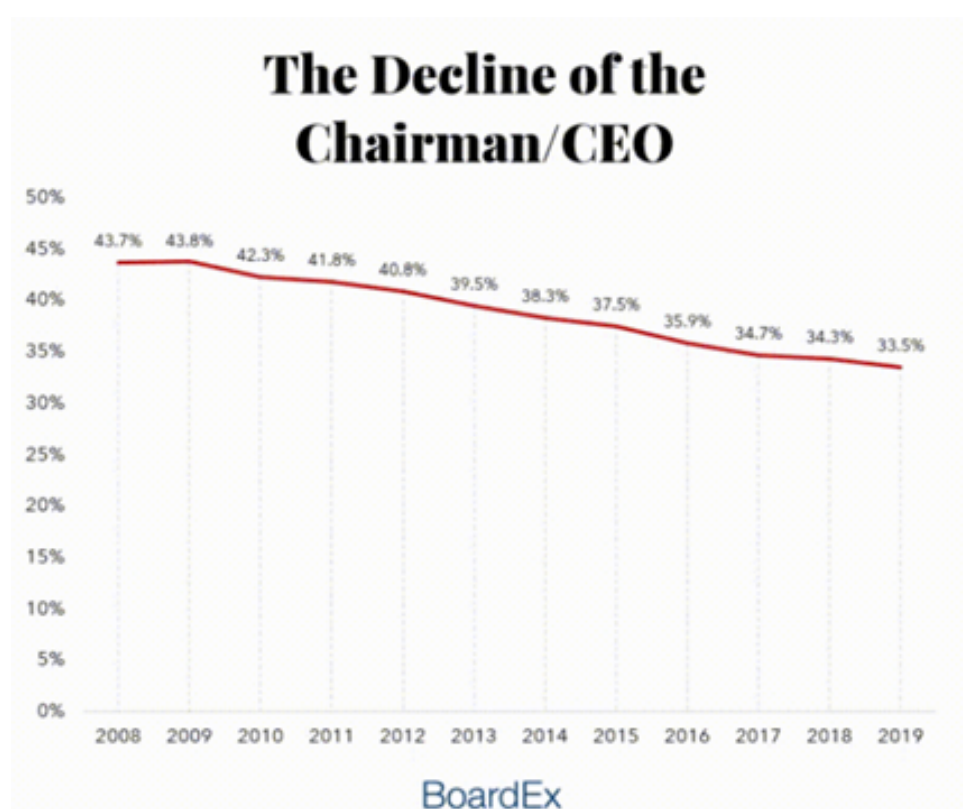


Figura 2.7: Cambiamenti negli anni della CEO chair-duality negli Stati Uniti

Fonte:Boardex

## 2.1.2 Banche e disciplina del debito

Il problema di agenzia scaturisce anche in presenza del debito, infatti, esso crea conflitto di detentori di diritti diversi nei confronti dell’impresa: equityholders (azionisti) vs debtholders (creditori). Per comprendere appieno il concetto, consideriamo il seguente esempio: una società si trova di fronte alla scelta tra due possibilità di investimento. La prima offre un modesto ritorno con una probabilità elevata di successo e una bassa probabilità di fallimento dell’azienda. La seconda ha una probabilità più alta di fallimento, ma in media offre ritorni molto più elevati. Anche considerando la minore probabilità di successo, gli azionisti preferiscono l’opportunità più rischiosa se la crescita del valore dell’azienda sarà, in

media, maggiore. Inoltre, gli azionisti e i loro direttori-agenti sono scoraggiati dal perseguire un'opportunità più sicura perché il margine di guadagno inferiore è ulteriormente ridotto dall'obbligo di ripagare il creditore. Il ritorno più basso dall'opportunità più sicura può essere in gran parte annullato dalla necessità di ripagare i debiti aziendali con interessi. Per il creditore, il successo dell'azienda in entrambe le opzioni restituirà la stessa quantità di denaro (il capitale più gli interessi), quindi il creditore preferirebbe che i direttori aziendali adottassero approcci meno rischiosi alla crescita aziendale. In sostanza, il creditore, che non condivide l'incremento del valore dell'azienda, preferirebbe che la società perseguisse l'opportunità con una probabilità più alta di successo e un ritorno più basso, contrariamente agli azionisti. Un'altra area di disaccordo riguarda la distribuzione dei profitti: i detentori di equity hanno diritto agli utili residui dopo che i detentori di debito sono stati soddisfatti; si parla in molti casi di conflitto fra residual claimants vs fixed claimants.

Secondo lo studio di Jensen e Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" [50], i problemi legali e strutturali dei mercati dei capitali e della struttura aziendale generano elevati costi di transazione che ostacolano il corretto funzionamento del mercato stesso e rendono difficile per gli operatori risolvere i conflitti tra residual claimants vs fixed claimants. Senza addentrarci nel modello matematico di questo studio riporterò le evidenze ovvero che i problemi di agenzia fanno sì che ci sono dei costi riferiti all'Equity:

#### COSTI CAPITALE DI RISCHIO

- **Azzardo morale su Benefici Privati:** i manager agiscono perseguendo il proprio interesse personale divergente da quello dell'impresa. Tale divergenza di interessi aumenta al crescere dei flussi di cassa disponibili (eccedenti quelli richiesti per finanziare i progetti capaci di creare valore) discrezionalmente utilizzabili da parte del management per fare uso improprio di tali risorse a danno degli azionisti.
- **Underpricing:** la richiesta di finanziamenti esterni tramite Equity e quindi emissione di nuove azioni fa sì che l'imprenditore/manager si sforzi meno avendo una quota inferiore della società. Gli investitori consapevoli di ciò richiedono uno sconto sul prezzo delle azioni che ridurrà il valore dell'impresa. Il prezzo che i nuovi azionisti saranno disposti a pagare per le nuove azioni sosterà la divergenza tra i loro interessi e quelli del manager/imprenditore non sarà altro che l'underpricing
- **Costi derivanti da azioni ridurre costi d'agenzia:** Sottoporsi a attività di monitoraggio, come controlli formali e contratti incentivanti, per rendere più trasparente l'attività di gestione agli azionisti, o adottare contratti di "Bonding" in cui un manager detiene una quota dell'impresa per dimostrare il suo attaccamento alla società, comporta comunque dei costi e non elimina del tutto il rischio di underpricing.

Ci poniamo dunque il quesito se il debito è una possibile soluzione ai costi d'agenzia. Sempre nel loro studio Jensen e Meckling ci riportano queste evidenze:

#### BENEFICI DEL DEBITO

- **Riduzione del fabbisogno di outside equity:** di conseguenza verrebbero meno (o per lo meno si ridurrebbero) quei costi di capitale di rischio citati in precedenza
- **Scudo fiscale del debito:** generazione di un vantaggio fiscale creato dalla deducibilità degli oneri finanziari che andrebbero ad abbattere l'utile imponibile.
- **Signalling:** quel meccanismo di fornire informazioni per ridurre asimmetrie informative e fornire dati su bilanci e indicatori positivi a segnalare al mercato la solidità finanziaria societaria.
- **Disciplina sul manager:** il debito comporta la restituzione di quota capitale + interessi e ciò crea una sorta di vincolo di disciplina sul manager che sarà meno incentivato a sforzarsi meno e a fare consumption of the job (usare risorse dell'impresa per iniziative personali)

Purtroppo, la realtà non è così lineare poiché emergono anche problemi legati al debito e i costi associati ad esso. Inoltre, un'azienda non potrebbe affidarsi esclusivamente al debito, poiché quale investitore razionale sarebbe disposto a finanziare una struttura del capitale con il 90% di debito e solo il 10% di equity, senza richiedere un costo del capitale elevatissimo? Questo sarebbe insostenibile per la società.



## COSTI DEL DEBITO

- **Costi di Bancarotta:** in questa categoria troviamo costi diretti come quelli che si possono scaturire dal non riuscire a pagare gli oneri finanziari, mancato pagamento di stipendi e fornitori, costi legali e amministrativi nati dal gestire la situazione di distress, aumento del costo del capitale da parte delle banche. Infine, sono anche presenti costi indiretti come la perdita del valore degli assets, la perdita di tempo e di sforzo dei manager per risolvere la situazione anziché dedicarsi alla pianificazione aziendale.
- **Over-investment:** quella situazione in cui per cercare di risolvere una situazione di crisi il manager è incentivato ad assumere progetti più rischiosi nella speranza di ottenere un maggiore NPV dal progetto e quindi valore per gli equity holders.
- **Under-investment e Debt-Overhang:** Il concetto di "debt overhang" si riferisce a un eccessivo peso del debito pregresso tale che un'entità non è in grado di accollarsi ulteriori debiti per finanziare progetti futuri. Questo può riguardare anche l'assunzione di progetti sufficientemente redditizi da poter ridurre il debito nel tempo. Il "debt overhang" agisce come un deterrente agli investimenti attuali, poiché tutti i profitti generati dai nuovi progetti verrebbero destinati esclusivamente ai detentori di debito esistenti, lasciando scarsa motivazione e capacità al manager di liberarsi dal peso del debito.
- **Milking the property:** i proprietari sfruttando la loro posizione di privilegio informativo se sentono incombere la bancarotta "svuotano le casse aziendali" tramite operazioni di distribuzione di dividendi o acquisto di azioni proprie perché quello che resta con le procedure di liquidazione fallimentare spetta per prima al rimborso dei debt holders.

Jensen e Meckling giunsero alla conclusione che non esiste una struttura proprietaria ottimale e universale. Piuttosto, la scelta della struttura di proprietà di un'azienda è influenzata da una serie di fattori specifici, tra cui le caratteristiche dell'impresa e del settore in cui opera, le opportunità di investimento disponibili e la capacità dell'Insider di gestire i fondi aziendali con discrezionalità.

Le variabili che una società deve considerare attentamente includono:

1. Le frazioni di Inside Equity (partecipazioni detenute internamente)
2. Le frazioni di Outside Equity (partecipazioni detenute da azionisti esterni)
3. La frazione di Debito

Grazie alle già menzionate intuizioni della letteratura sull'agenzia di Jensen e Meckling (1976), i lavori sui tributi di Modigliani e Miller (1963), e i contributi di Myers e Majluf (1984), è emersa la Trade-off Theory. Questa teoria sostiene che un'azienda selezionerà una struttura del capitale ottimale mirata a massimizzare il suo valore, bilanciando i costi totali dell'agenzia con i benefici di un'ulteriore unità di debito. Tale ottimizzazione comporta l'istituzione di un rapporto debito-valore target in continua evoluzione, seguito da un graduale avvicinamento a tale obiettivo. Il target è stabilito ponderando gli scudi fiscali del debito con i costi di bancarotta. In condizioni reali, l'impiego di leve finanziarie aumenterà il valore delle aziende fino a un certo livello ottimale. Tuttavia, livelli crescenti di leva finanziaria oltre il punto ottimale ridurranno il valore dell'azienda a causa dell'aumento del rischio associato al debito aziendale. (Figura 2.8)

Visto la teoria ma nel mondo reale che contributo apporta un istituto finanziario come una banca alla Corporate Governance? Prenderò due modelli agli antipodi per esporre l'argomento: il modello di Governance tedesco basato sul paradigma del controllo delle banche per delega ed il modello americano ad azionariato diffuso dove il controllo è lasciato in mano agli azionisti. Non ritratterò il modello duale delle Aktiengesellschaft (AG) e la sua struttura di amministrazione e controllo articolata su due livelli, come descritto nel capitolo. È importante, però, che il lettore tenga presente che le banche tedesche sono ben rappresentate in questi consigli e spesso esercitano un controllo effettivo sulla maggioranza anche possedendo una quota minoritaria delle azioni con diritto di voto. In questa situazione, le banche si trovano ad assumere il doppio ruolo di creditore e azionista, il che genera un incentivo economico a votare contro l'assunzione di rischi da parte delle imprese a cui hanno concesso credito. Optare per progetti meno rischiosi consente alle banche di proteggere i propri interessi finanziari mentre trasferiscono, al contempo, parte della ricchezza degli azionisti a sé stesse. Questa dinamica implica che il potere decisionale del



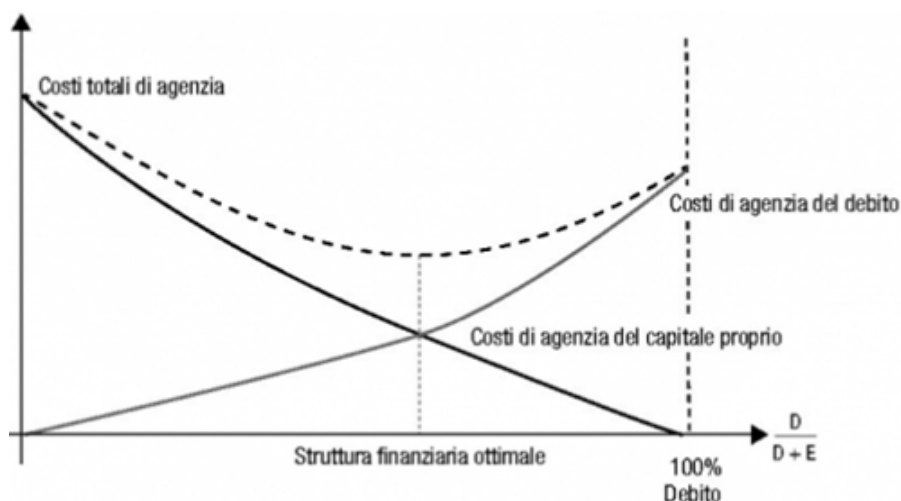


Figura 2.8: Trade off tra costi d'agenzia e indebitamento

Fonte: slides Economia e Finanza d'impresa Polito

management sia condiviso con gli istituti finanziari, il che si riflette anche nel fatto che la Germania ha registrato un basso numero di acquisizioni durante il boom degli LBO (leveraged buyout). Le banche offrono una sorta di protezione al management in carica, limitando il mercato del controllo societario e ostacolando eventuali scalate esterne.

Negli Stati Uniti in contrapposizione la politica non ha mai permesso alle istituzioni finanziarie di diventare abbastanza potenti da controllare le società operative. Una serie di norme e riforme giuridiche da sempre hanno limitato i maggiori quattro tipi di istituzioni finanziarie: le banche commerciali, i fondi comuni di investimento, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. È evidente che queste istituzioni finanziarie dispongono di abbastanza attività per influenzare le grandi società. La Legge Bancaria Nazionale del 1863 conferiva alle banche nazionali solo poteri limitati, escludendo il controllo di aziende industriali. Il Glass-Steagall Act del 1933 proibiva alle affiliate bancarie di possedere e trattare in titoli, separando così le banche commerciali dalle banche d'investimento. La regola Volcker, del Dodd Frank Act del 2010, proibisce generalmente alle banche di svolgere determinate attività di investimento con i propri conti e limita i loro rapporti con fondi speculativi e fondi di Private Equity. Le compagnie di assicurazione erano per un certo periodo proibite dal possesso di qualsiasi azione, e le regole di portafoglio ancora limitano la loro capacità di possedere una quota di controllo. I fondi comuni di investimento non possono investire più di una frazione del loro portafoglio in una posizione concentrata; l'acquisto di più del 5% di una società attiva regole onerose. Anche se oggi molti di questi regolamenti sono stati eliminati e altri, come la regola Volcker, sono stati rivisitati e "indeboliti", negli Stati Uniti si è creata una sorta di path-dependence, per cui non si rischia un controllo delle maggiori società americane da parte di istituzioni finanziarie. Questo ha contribuito a generare una crescita anticipata e più rapida dei mercati dei capitali. Sebbene il sistema sia più rischioso, come evidenziano i più famosi scandali, è più adatto per la sua flessibilità al rapido progresso tecnologico e all'innovazione rispetto al sistema europeo più stagnante. In Europa ci vorranno ancora anni per sviluppare un mercato unico dei capitali, e il debito bancario rimane ancora soprattutto in Italia la fonte di finanziamento più richiesta dagli investitori.

### 2.1.3 Investitori Istituzionali: Hedge Fund e PE

Gli Hedge Fund e i fondi di Private Equity rappresentano una delle più recenti innovazioni nel campo della Corporate Governance. Per comprendere se possono essere considerati un meccanismo di controllo efficace, è importante fornire una panoramica su cosa sono e come operano. In seguito, esamineremo i vantaggi normativi che li caratterizzavano e che hanno fornito loro un vantaggio competitivo, considerando che recentemente ci sono state delle modifiche significative in questo ambito.

Gli Hedge Fund sono fondi di investimento attivamente gestiti che mirano a ottenere rendimenti superiori utilizzando strategie finanziarie complesse. Queste strategie possono includere l'uso di derivati, il leverage e le vendite allo scoperto. Gli Hedge Fund tendono a concentrarsi su mercati altamente liquidi e possono assumere posizioni sia lunghe che corte su una varietà di strumenti finanziari (si ricorda che i fondi tradizionali hanno rigidità operative: possono investire in determinati strumenti a seconda della categoria in cui ricadono). Solitamente, essi preferiscono una strategia d'investimento finalizzata a trovare valore piuttosto che a crearlo, individuando un valore intrinseco preesistente derivante da inefficienze di mercato e dalla determinazione del prezzo. Acquistano quando l'attività è sottovalutata e vendono quando è sopravvalutata. Un esempio celebre potrebbe essere l'operazione di Georges Soros nel settembre del 1992, nel cosiddetto "Black Wednesday" quando attraverso il suo fondo Quantum Fund, scommise massicciamente contro la sterlina, credendo che fosse sopravvalutata e che la Banca d'Inghilterra non sarebbe stata in grado di sostenere il tasso di cambio fisso. Soros e altri investitori vendettero la sterlina in grandi quantità, facendo aumentare la pressione sul governo britannico costringendolo a uscire dal meccanismo europeo di cambio (ERM) e a svalutare la sterlina, ottenendo così un profitto stimato di 1 miliardo di dollari per lui e il suo fondo.

I fondi di Private Equity, a differenza degli Hedge Fund, raccolgono capitali da investitori istituzionali e privati con l'obiettivo di acquisire aziende non quotate in borsa. Una volta completata l'acquisizione, lavorano attivamente per migliorare le performance e il valore dell'azienda target attraverso una serie di strategie. Queste strategie includono la riorganizzazione interna, la riduzione dei costi operativi, la promozione della crescita organica e l'analisi di opportunità di fusioni e acquisizioni ma anche forme di ristrutturazione fallimentare dette "Turnaround financing". Essi apportano know-how specifici nel settore di interesse dell'azienda investita, utilizzando la propria esperienza manageriale, la rete di contatti e le competenze per sostenere la crescita e l'espansione dell'azienda target. La struttura tipica di un fondo di Private Equity è qui di seguito rappresentata in Figura 2.9:

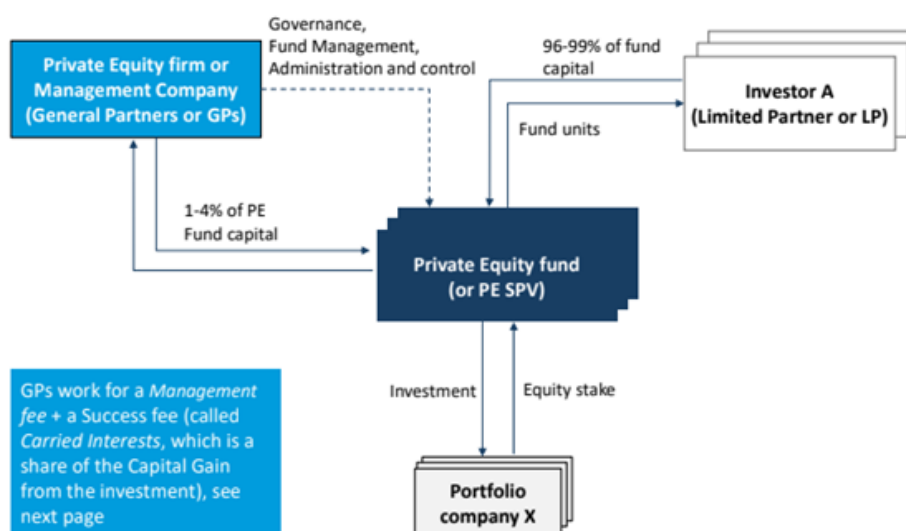


Figura 2.9: Struttura tipica di un fondo di Private Equity

Fonte: slides Applied Corporate Finance Polito

Il **GENERAL PARTNER** agisce come il responsabile degli investimenti, creando il fondo o la società veicolo (SPV) e assumendosi il compito di individuare opportunità di investimento, organizzare il finanziamento e coordinare le transazioni. Essi rappresentano la società di gestione e solitamente contribuiscono con l'1-4% del capitale del fondo. Sono junior al LP nella struttura di restituzione del capitale e ricevono due tipi di remunerazione per la loro attività di gestione:

- Management fees (tipicamente 1.5-2% del capitale investito)
- Carried interest (tipicamente 2% del capital gains sopra una soglia del preferred return)

I **LIMITED PARTNER** sono gli investitori effettivi, portando oltre il 90% del capitale del fondo. Il ruolo dei LP è essenzialmente passivo e, in virtù di ciò, collettivamente hanno accesso al primo diritto sui flussi di cassa della proprietà (conosciuto come preferred return).

Quando si parla di Private Equity, è cruciale distinguere questa categoria dal Venture Capital in base al tipo di imprese in cui gli investitori decidono di investire. Nel contesto del private equity, gli investitori si concentrano su imprese già consolidate e mature, mentre il venture capital si rivolge a imprese in fase iniziale o di avviamento, come start-up innovative o aziende ad alto rischio. Inoltre, i fondi di Private Equity non si limitano semplicemente a fornire finanziamenti e fiducia alla dirigenza delle aziende in cui investono. In situazioni di ristrutturazione o turnaround, possono assumere una posizione molto attiva e persino ostile nei confronti del management esistente, considerato responsabile dei problemi aziendali. Tornando al tema iniziale, una distinzione fondamentale tra gli Hedge Fund e il Private Equity riguarda la natura del capitale investito. Gli Hedge Fund sono più soggetti alla necessità di gestire ritiri di capitale da parte degli investitori, mentre i fondi di Private Equity tendono ad essere più pazienti, con periodi di investimento che possono durare fino a 10 anni e che comprendono diversi round di finanziamento. Per quanto riguarda le modalità di disinvestimento, hanno diverse opzioni a disposizione. Possono decidere di quotare in Borsa le azioni della società partecipata tramite un'IPO (Initial Public Offering), vendere le azioni a un'altra società o investitore istituzionale (Trade Sale) o riacquistare la partecipazione dall'azienda originaria (Buy Back). Queste strategie di uscita dipendono dalle condizioni di mercato e dagli obiettivi di investimento del fondo.

Si capisce dalla struttura di queste due figure come la loro reputazione dipende principalmente dalla loro capacità di generare rendimenti attraverso la selezione accurata delle aziende in cui investire. Da questa prospettiva, uno scandalo legato alla Corporate Governance non solo danneggerebbe gli investimenti effettuati, ma comprometterebbe anche la credibilità del fondo. Ciò avrebbe conseguenze sulla sua capacità futura di attrarre investitori che hanno fiducia nelle sue operazioni. Questo crea un forte incentivo per gli Hedge Fund e i Private Equity a vigilare sul management delle aziende partecipate. Le azioni intraprese per salvaguardare gli azionisti possono variare, dà consigli relativi a strategie di crescita e redditività, all'insediamento di propri membri nel Cda, all'opporsi ad acquisizioni/fusioni ritenute pessime, fino all'uso di tattiche per ottenere il controllo attraverso battaglie per le deroghe o la semplice minaccia per influenzare il cambiamento delle pratiche manageriali ritenute deviate o controproducenti.

Un noto case study di cui riporto un estratto per far cogliere al lettore questi elementi è quello Shamrock Holdings e Polaroid Corporation: *"Verso la fine degli anni Ottanta, durante il boom dei Leveraged Buyouts (LBO) e delle scalate ostili, il fondo di Private Equity Shamrock Holdings aveva acquisito circa il 5% delle azioni della Polaroid Corporation. In quel periodo, la società, dopo aver goduto per anni del successo del suo lancio della prima macchina fotografica istantanea, si trovava in una situazione di bassa redditività, scarsa liquidità e utili in declino a causa di consistenti investimenti in ricerca e sviluppo. Il malcontento degli azionisti era alimentato anche dall'Employee Stock Ownership Plan (ESOP), un piano di pensionamento per i dipendenti che utilizzava mezzi esterni per acquisire e allocare azioni proprie all'interno dell'azienda. Il capitale azionario contenuto nell'ESOP della Polaroid fungeva effettivamente da strumento di difesa per il management, che, consapevole della situazione difficile in cui si trovava l'azienda, aveva distribuito e vincolato quote di capitale ai dipendenti. Shamrock Holdings si trovava sempre più preoccupato per il suo investimento in Polaroid e per l'atteggiamento apatico del management; quindi, tentò un'acquisizione della società per apportare modifiche alla sua gestione. La struttura dei diritti di voto delle azioni ancora non allocate dell'ESOP e le decisioni dei tribunali in merito favorirono il management e fecero fallire l'acquisizione. Nonostante ciò, Polaroid fu costretta a rispondere all'attivismo del fondo aumentando il valore per gli azionisti tramite un riacquisto di azioni proprie e attuando tagli e modifiche alle strutture aziendali, tra cui una riorganizzazione più efficiente della ricerca e sviluppo"*

L'esempio illustrato dimostra come gli investitori istituzionali, anche se possono perdere la lotta per il controllo della società, in realtà vincono la guerra ottenendo un aumento del valore non solo per loro stessi, ma per tutti gli azionisti, il che è lo scopo principale della Corporate Governance. Inoltre, si osserva un miglioramento del comportamento etico del management, il che riflette un importante risultato nell'ambito della governance aziendale. La caratteristica distintiva degli Hedge Fund e dei fondi di Private Equity, che gli ha sempre conferito un vantaggio come meccanismo efficace di controllo, era la loro struttura che li rendeva virtualmente esclusi dall'applicazione della normativa sull'intermediazione finanziaria. Lo sfruttamento delle "zone grigie" della regolamentazione, sebbene variabile tra gli ordinamenti, è una caratteristica comune a tutti gli intermediari di questo tipo. Essa si manifesta dalla loro localizzazione in centri offshore, (lo scopo è di operare con meno vincoli e di beneficiare di forti esenzioni fiscali) oppure, quando la sede è negli Stati Uniti, dalla esenzione dalle norme come l'Investment Adviser Act, legge che richiede la registrazione presso la SEC, il mantenimento di determinati registri aziendali e la consegna ai clienti di un documento informativo (il "prospetto"). A differenza, le società pubbliche negli Stati Uniti che vendono titoli al pubblico, sono tenute a fornire informazioni complete su di sé e sono obbligate a registrarsi presso la SEC. Anche i fondi comuni d'investimento devono segnalare la loro posizione su un titolo e non possono esercitare alcune posizioni come quella di vendere allo scoperto. Gli Hedge Fund, d'altra parte, possono mantenere nascoste le loro posizioni e le loro strategie perfino agli stessi investitori. Il 23 agosto 2023 è arrivata però la decisione con luce verde della Securities and Exchange Commission sull'adozione delle modifiche regolatorie a cui si devono attenere i "private fund" ed in particolari i tratti salienti che riporto da un report di KPMG sono:

- Fornire agli investitori rendiconti trimestrali dettagliati sulle prestazioni, le commissioni e le spese del fondo privato; I "fondi illiquidi" (la maggior parte delle società di private equity) hanno più requisiti di rendicontazione rispetto ai "fondi liquidi" (la maggior parte degli hedge fund) e devono presentare metriche come il Tasso Interno di Rendimento (IRR), il Multiplo del Capitale Investito (MOIC), e i contributi e le distribuzioni.
- Ottenere una revisione contabile annuale per ciascun fondo privato fare e in modo che il revisore dei conti del fondo privato notifichi alla SEC determinati eventi.
- Richiedere ai consulenti di fondi privati registrati, in relazione a un'operazione secondaria condotta da un consulente, di distribuire agli investitori un'opinione di congruità e una sintesi scritta di determinati rapporti commerciali sostanziali tra il consulente e il fornitore di opinione.
- Vietare a tutti i consulenti di fondi privati, compresi quelli non registrati, di impegnarsi in determinate attività e pratiche contrarie all'interesse pubblico e alla protezione degli investitori.
- Vietare a tutti i consulenti di fondi privati di fornire determinati tipi di trattamento preferenziale che incidono negativamente su altri investitori, vietando anche tutti gli altri tipi di trattamento preferenziale a meno che non siano divulgati agli investitori attuali e potenziali.

In Europa, gli Hedge Fund e il Private Equity sono regolamentati dalla Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD), che stabilisce le norme per l'autorizzazione, la supervisione e il controllo dei gestori di tali fondi. Attualmente, il Parlamento europeo sta valutando una riforma che potrebbe modificare questo settore di mercato già a partire dal 2025. La Direttiva AIFMD 2 avrà un impatto sugli accordi di delega, sulla gestione del rischio di liquidità, sulle segnalazioni di vigilanza, sulla prestazione di servizi di deposito e custodia e sulla concessione di prestiti da parte dei fondi di investimento alternativi. Se il fine delle riforme è quello di tutelare gli investitori migliorando la chiarezza delle operazioni condotte da queste due entità, molti Hedge fund e fondi di Private Equity vedono invece un rischio per gli investitori colpiti dal fatto che requisiti più stringenti sulla trasparenza potrebbero aumentare i costi (che si riverserebbero sugli investitori), poiché sarebbe necessario pagare fornitori esterni per produrre i nuovi report obbligatori. Inoltre, Grossman e Hart nel loro articolo "The Allocation Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information" hanno dimostrato come durante le acquisizioni aziendali un azionista, avvalendosi delle informazioni divulgate pubblicamente da un fondo attivista, possa ottenere un rialzo del prezzo sapendo che l'Hedge fund è disposto a pagare di più, dopo aver valutato che il valore della società è attualmente sottovalutato. In alcuni casi, l'opzione più razionale per gli azionisti potrebbe essere quella di mantenere le proprie azioni e declinare l'offerta esterna, poiché il valore della società potrebbe aumentare in futuro e i costi di ricerca per condurre l'indagine sarebbero inesistenti per gli azionisti, in quanto sono stati "coperti" dal fondo che ha tentato l'acquisizione di una quota dell'azienda. Come risultato di ciò, vi è il rischio che gli investitori attivisti siano scoraggiati dall'impegnarsi nella ricerca di nuove opportunità d'investimento, poiché divulgare la propria posizione e le

proprie informazioni comporta un onere che si riversa sul costo di acquisizione. Un atteggiamento passivo da parte degli Hedge Fund e dei fondi di Private Equity si manifesta nel fatto che essi potrebbero non dedicarsi più al monitoraggio delle attività del management, cosa che secondo l'Agency Theory creerebbe comportamenti distorti dei manager andrebbero a penalizzare la massimizzazione del valore aziendale per l'intera collettività di investitori

### Noti fondi di Hedge Fund sono:

- ❖ Bridgewater Associates
- ❖ Millennium Management
- ❖ Citadel Investment Group
- ❖ Generali Diversified Multi Strategy (nel panorama italiano)
- ❖ Kairos Multi-Strategy (nel panorama italiano)



Figura 2.10: Rilevanti fondi Hedge Fund

### Noti fondi di Private Equity più sono:

- ❖ The Blackstone Group Inc
- ❖ KKR & Co. Inc
- ❖ CVC Capital Partners
- ❖ The Carlyle Group Inc.
- ❖ Apollo Global Management
- ❖ Ambienta (nel panorama italiano)
- ❖ Clessidra Private Equity SGR (nel panorama italiano)



Figura 2.11: Rilevanti fondi Private Equity

Fonte: rispettivi siti web

## 2.1.4 La Struttura dei Diritti di Voto

La struttura dei diritti di voto è un elemento cruciale della Corporate Governance, poiché determina la distribuzione del potere decisionale all'interno di un'azienda. Questa struttura influisce su chi può influenzare le decisioni strategiche, proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza e ridurre i conflitti di interesse tra azionisti e management. Un design efficace dei diritti di voto è necessario per consentire inoltre come vedremo in seguito la contendibilità del controllo per una possibile scalata, cosa che orienta ed incentiva i managers ad una gestione responsabile e trasparente, equilibrando la stabilità aziendale con la flessibilità necessaria per adattarsi ai cambiamenti del mercato. Pertanto, la struttura dei diritti di voto gioca un ruolo chiave nel garantire la governance aziendale e nel sostenere la crescita e il successo dell'impresa. Il modello che presenterò qui sotto risale allo studio di Grossman e Hart nel 1988 ed offre una chiara comprensione di come la struttura di voto di società per azioni debba essere strutturata per consentire al mercato del controllo societario di svolgere efficacemente la sua funzione di meccanismo di regolazione

### Modello GROSSMAN HART

Il modello prevede che il valore totale dell'impresa possa essere diviso in due parti:

$$\text{Valore pubblico (Y)} + \text{Valore Privato (b)}$$

Il manager creerà un mix di valore pubblico e privato provando ad ottimizzare quello che a lui conviene di più. Il manager risulterà **“Capace”** se con lui il valore pubblico per tutti gli azionisti dell'impresa supera il valore privato(suo), mentre risulterà **“Incapace”** se massimizza il valore privato e applica una struttura di voto che ostacola il trasferimento del controllo

Ipotesi

- Società ad azionariato diffuso (widely-held) con struttura Dual Class
  - Ciascun azionista si ritiene non pivotale ovvero che la sua decisione di accetto/rifiuto l'offerta dello scalatore non determinerà l'esito della scalata
  - Offerta parziale non ammessa ma è possibile acquistare tutte le azioni di una categoria
  - Offerta dello scalatore R è incondizionata: deve comunque acquistare
- Due tipi di azioni
  - CLASSE A senza diritti di voto + diritto 50% dividendo
  - CLASSE B tutti diritti di voto + diritto 50% dividendi
- manager Rivale I
  - Il Valore pubblico  $Y^I = 200$
  - Il Valore privato di I è  $b^I = 0$  cioè Incumbent capace
  - Ciascuna classe di azioni vale 100 (se  $Y^I = 200$  : 100 di Classe A e 100 di Classe B )
- manager Rivale R
  - Il Valore pubblico  $Y^R = 180$
  - R ha un beneficio privato  $b^R = 15$
  - Ciascuna classe di azioni vale 90 (se  $Y^R = 180$  : 90 di Classe A e 90 di Classe B) cioè se R acquisisce il controllo il valore della società si riduce

### 1°esempio di Inefficienza: I “capace” ed R “incapace”

Per acquisire il controllo, R offre 101 per le azioni di Classe B ed il tipico azionista B avrà due alternative:

- Se non accetta e R perde, mantiene azioni con valore 100
- Se accetta e R vince, le sue azioni varranno 90

L'azionista non crede di poter influenzare il processo con la sua scelta e vende le sue azioni ad R che gli offre 101. Poiché il manager I è razionale per lui il valore è 100 e più di quello non sarà disposto ad offrire. Di conseguenza R (incapace in questo caso) acquisisce il controllo ed il valore si riduce.

- R ha una perdita in conto capitale per 11 (90-101)
- La perdita per R è compensata dal beneficio privato di 15
- Gli azionisti in aggregato perdono valore: gli azionisti B hanno ricevuto 101 e gli azionisti A hanno visto scendere il valore delle loro azioni senza diritto di voto a 90. Passano da  $YI = 200$  a  $YR = 191$

### 2°esempio di Inefficienza: I “incapace” ed R “capace”

Nel caso in cui il manager I è incapace ed il valore pubblico  $Y^I = 200$  e il suo beneficio privato risulta  $b^I = 15$ . Con il manager Rivale capace il valore pubblico risulterebbe pari a  $Y^R = 220$  ed e il suo beneficio privato risulta  $b^R = 0$

Con il Dual Class, R offre al max 110 per le azioni di Classe B mentre I può proporre 111 come contro offerta e si ritroverebbe ad avere:

- I ha una perdita in conto capitale per 11 (100-111)
- la perdita per I è compensata dal beneficio privato di 15 creando un reddito netto di 4

R non può offrire di più mentre il manager I sfruttando i benefici privati può aumentare la sua offerta e così la società rimane controllata dal management incapace

**Riepilogo:** nel primo esempio l'incapace R riesce nella scalata mentre nel secondo esempio l'incapace I riesce ad evitare la scalata. In entrambi i casi l'incapace sfruttando i benefici privati è disposto a pagare un premio per mantenere il controllo

Ora vedremo come una struttura 1 share 1 vote riesce a disciplinare gli incentivi di chi vuole il controllo nella giusta direzione

### 1°esempio 1S1V: I “capace può resistere”

R incapace per ottenere il controllo con la struttura 1S1V deve acquistare il 100% delle azioni e quindi deve offrire più di 200 ma sa che riuscirà ad ottenere in cambio del controllo  $Y^R = 180$  e  $b^R = 15$

R presenta una perdita netta in conto capitale pari a 20 (180-200)

R presenta una perdita netta di 5 (180+15-200)

R incapace rinuncia alla scalata

Nota che se i benefici privati di R  $b^R = 20$ , R acquisisce ma tutti gli azionisti venderebbero ottenendo un premio (es 201-200)

### 2°esempio 1S1V: R “capace riesce a scalare”

Il manager Incumbent incapace non riesce a respingere l'offerta del rivale capace e a mantenere il controllo. Il Rivale capace offre 220 (cioè, il valore pubblico). L'Incumbent incapace non può resistere perché al massimo può offrire 215 ( $Y^R = 200 + b^R = 15$ ).

Gli azionisti accettano quindi l'offerta di R.

**Riepilogo:** La struttura 1S1V evita due tipi di errore:

1. evita il trasferimento del controllo quando dovrebbe non esserci
2. non impedisce il trasferimento del controllo quando dovrebbe avvenire

Secondo Grossman e Hart la regola *one share-one vote* obbliga chiunque voglia ottenere il controllo deve acquisire una quota di proprietà proporzionale alla quota di controllo. In genere i cambiamenti nella struttura di voto da 1S1V son sospetti perché potrebbero segnalare che il manager Insider vuole mantenere il controllo possedendo una quota inferiore al 50% e sottrarre l'impresa al mercato del controllo. Tuttavia, Grossman e Hart non ritengono necessario imporre obbligatoriamente una struttura 1s1V per diverse ragioni:

- le restrizioni imposte aumentano il costo della raccolta di capitali sul mercato.
- gli aggiustamenti spontanei offerti da un mercato dei capitali efficiente dovrebbero penalizzare coloro che si discostano dalla regola "una quota, un voto".
- è preferibile obbligare a fornire informazioni agli azionisti esterni per dimostrare che la nuova struttura non sarà dannosa, anziché imporre un divieto regolamentare

### 3° esempio: Quando può convenire la deviazione da 1S1V

Quando entrambi i manager hanno entrambi dei benefici privati la deviazione dalla regola 1S1V inasprisce la competizione tra Incumbent incapace e Rivale capace

Incumbent incapace  $Y^I = 200$   $b^I = 51$

Rivale capace  $Y^R = 300$   $b^R = 3$

Con la struttura Dual Class la competizione per il controllo avviene sulle azioni B con diritto di voto. R capace è disposto a pagare  $153 = (1/2 * (300) + 3)$  e vince poiché I incapace può al massimo offrire  $151 = (1/2 * (100) + 51)$ .

Sapendo della contro-offerta R è consapevole che per vincere basta offrire 152.

Il valore totale della società è  $152$  (class B)  $+ 150$  (class A)  $= 302$ .

Con la struttura 1S1V il manager R offre un valore di almeno 252 ed al massimo 301 consapevole che I al massimo può offrire 251 . . . . Ipotizzando offra 301 ritroviamo che il valore della società è comunque inferiore a 302 ottenuto con la struttura Dual Class

**Riepilogo:** La deviazione dalla regola 1s1V conviene quando i manager R ed I competono per un bene per il quale hanno simile disponibilità a pagare. I benefici privati del controllo devono essere molto rilevanti. Occorre valutare caso per caso a seconda dei valori portati dai manager e dei benefici privati ma tipici esempi dove si ottiene una struttura di voto Dual Class sono:

- Imprese nel settore dell'editoria e comunicazione (NYT, Facebook, Snapchat)
  - Capacità di influenzare l'opinione pubblica derivante da BNM
  - Necessità di proteggere l'indipendenza
- Società sportive o dello spettacolo
  - BNM derivanti da legami con personaggi famosi



## 2.2 I MECCANISMI ESTERNI

### 2.2.1 Mercato del Controllo societario

Il mercato del controllo societario rappresenta un meccanismo intrinseco delle leggi di mercato che funge da deterrente per i dirigenti aziendali dall'eccessiva ricerca di vantaggi personali e dall'inadeguata gestione dell'impresa. Esso opera autonomamente attraverso un processo di arbitraggio del rischio, in cui gli investitori acquistano quando il valore è basso e vendono quando ritengono che sia alto, senza richiedere interventi normativi. In un mercato dei capitali efficiente, le prestazioni di un'azienda influenzano direttamente il prezzo delle azioni e una serie di indicatori economici facilmente accessibili agli osservatori esterni competenti, come gli investitori istituzionali. Quando tali osservatori notano che un'azienda si trova al di sotto della media dei suoi concorrenti, potrebbero considerare l'opportunità di acquisirla, poiché il basso prezzo potrebbe essere correlato a una gestione scadente da parte del top management attuale, che essi intenderebbero sostituire. Quando questo meccanismo opera correttamente, porta vantaggi agli azionisti della società bersaglio: coloro che scelgono di vendere le proprie azioni ricevono un premio per il controllo, mentre coloro che decidono di mantenere le loro quote azionarie vedono aumentare il valore nel tempo. Questo avviene dopo l'insediamento del nuovo management e l'implementazione di nuove strategie, che migliorano le performance aziendali precedentemente sottoperformanti, portando ad un aumento del prezzo azionario. Purtroppo, il controllo non è facile da trasferire, questo perché è un "public good" soggetto al problema del free-riding ovvero un bene che implica alti sforzi per ottenerlo ma il suo grado di appropriazione è basso (i benefici andranno a tutti). Nel nostro contesto, questo si traduce nel fatto che i piccoli azionisti hanno scarso incentivo a sostenere i costi di monitoring su manager e amministratori. Quando l'andamento aziendale non soddisfa le aspettative, l'unica opzione rimanente per i piccoli azionisti è vendere i loro titoli. Ma in che cosa si riserva il controllo e come mai il detenerlo implica un valore e riluttanza a cederlo? I cosiddetti Benefici Privati del Controllo (PBC) ovvero dei sistemi con i quali per i controllanti è possibile arricchirsi come:

- Compensi elevati per i manager e la possibilità di utilizzare la ricchezza aziendale per ottenere benefici privati, come beni di lusso o l'uso di jet privati, oltre a rimborsare spese eccessive.
- Assunzioni non basate sul merito ma mirate a favorire chi detiene il controllo, spesso evidenziando pratiche di familismo.
- Tunnelling, che consiste nel trasferimento di profitti a società controllate attraverso vendite sotto-costi o acquisti di input/output a prezzi inflazionati.
- Espropriazione degli azionisti di minoranza tramite fusioni aziendali a prezzi svantaggiosi, che favoriscono i controllanti a discapito degli altri azionisti.

Per misurare i PBC e quindi il valore del controllo esistono storicamente due modi definiti dagli studiosi:

1. "La differenza tra prezzo pagato dall'acquirente per il pacchetto di controllo e il prezzo del mercato delle azioni il giorno dopo il trasferimento del controllo. Il premio riflette il payoff differenziale tra i due attribuibile al controllo" (Barclay e Holderness 1989)
2. "La differenza di prezzo tra azioni con e senza diritto di voto" (Zingales 1994)

Riporterò ora invece i strumenti grazie ai quali è possibile avviare il Trasferimento del Controllo in una società per azioni dandone una breve spiegazione:

- **Scalata/Takeover:** si tratta letteralmente di un'offerta, presentata da un soggetto (anche privato), che intende acquistare (o far acquistare) un determinato numero di azioni (o altri strumenti finanziari) di una società, quotata o meno, al fine di ottenere la maggioranza del controllo. Quando due imprese raggiungono un accordo, si verifica il cosiddetto *takeover amichevole*: il Cda della società bersaglio supporta l'operazione, negozia con i potenziali acquirenti e concorda un prezzo che viene infine sottoposto al voto degli azionisti. Diversamente, quando l'impresa bersaglio si

oppone all'acquisizione, si parla di *scalata ostile*. In genere, l'acquisizione è un'operazione costosa perché richiede all'acquirente di avere le risorse necessarie per acquistare il 100% della proprietà nel caso in cui gli azionisti decidano di vendere. Tuttavia, in alcuni casi, la minaccia di un'acquisizione può mettere sotto pressione i manager della società bersaglio senza la necessità effettiva di un'acquisizione completa.

- **Guerra delle Deleghe (Proxy fight):** è la prassi attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto. Lo scalatore si fa assegnare la delega(proxy) di voto dai piccoli azionisti ed evita di pagare il premio per il controllo. È una strategia che in genere è adoperata da un'azionista che detiene già una quota alta della società. Tuttavia, è uno strumento più debole rispetto ad una scalata perché i soggetti che le innescano hanno minor credibilità in quanto non stanno rischiando il proprio capitale per acquisire il pacchetto di controllo.
- **Struttura dei Diritti di Voto:** è un fattore che determina la contendibilità del controllo dell'impresa, cioè come il diritto di voto è distribuito tra le azioni 1S-1V o Dual Class

Per avviare il processo di Trasferimento del Controllo, è fondamentale prima di tutto la presenza di un mercato in cui gli azionisti insoddisfatti della gestione aziendale possano vendere le proprie quote e in cui gli imprenditori competenti possano acquisire il controllo. Inoltre, è di vitale importanza la struttura dei diritti di voto, la quale deve essere in linea con il trasferimento del controllo, come evidenziato nel modello proposto da Grossman e Hart riportato in precedenza.

In aggiunta, è essenziale che le regole interne ed esterne e gli assetti istituzionali non costituiscano ostacoli al trasferimento del controllo. Alcune regolamentazioni, infatti, possono rendere il controllo meno conteso e garantire una posizione più sicura per i manager. Tuttavia, nel corso degli anni, sempre più ostacoli legali sono stati creati in primo luogo dagli avvocati dei manager attraverso modifiche negli atti costitutivi, negli statuti sociali e poi persino dalla legislazione stessa, con emendazione di leggi che inizialmente si presumeva dovessero proteggere gli investitori indifesi ma che hanno ottenuto risultati opposti. Un esempio di ciò è il Williams Act, nato come risposta alla minaccia di distruzione di valore a causa di takeover di predoni aziendali, che impone la divulgazione obbligatoria delle informazioni relative alle offerte pubbliche di acquisizione, ma in realtà il suo effetto fu quello di creare la perdita del valore delle informazioni e scoraggiare le scalate (soprattutto quelle nella giusta direzione). Allo stesso modo, l'abolizione del diritto degli azionisti di rimuovere gli amministratori anche senza giusta causa, tramite la Business Judgement Rules, rappresenta un altro esempio di come la legislazione abbia minato la capacità degli azionisti di esercitare il controllo e la supervisione sulla gestione aziendale. Le regole che ostacolano o facilitano un corretto ruolo del mercato del controllo societario possono essere distinte tra regole interne ed esterne all'impresa, a seconda che siano contenute nello statuto societario, nei patti parasociali, o se siano regolamenti in vigore sui mercati finanziari.

## REGOLE INTERNE

- ➔ **Poison pill:** una misura adottata dagli amministratori come precauzione per scoraggiare l'acquisizione è l'istituzione di una "poison pill". Questa strategia comporta l'emissione da parte della società di una nuova classe di azioni privilegiate, note come "flip-in pill", che consente ai vecchi azionisti di acquistare ulteriori azioni nella loro società (la target) a prezzi scontati. Inoltre, si parla di "flip-over pills" quando l'acquisto delle azioni privilegiate avviene nella società che sta effettuando l'acquisizione. L'attivazione di queste pillole avvelenate avviene quando l'acquisto di azioni supera una soglia predeterminata stabilita dal Cda, che consente l'acquisto di azioni a prezzi scontati agli altri azionisti della società. Questo strumento ha l'effetto di diluire la partecipazione dell'offerente esterno, al quale è precluso l'acquisto delle nuove azioni a prezzi agevolati. Normalmente, questa manovra difensiva può essere attuata dal Cda senza il consenso degli azionisti, in quanto comporta semplicemente l'emissione di nuove azioni. In altre parole, le "poison pill" obbligano l'acquirente a ottenere l'approvazione del Cda per procedere con l'acquisizione. Questa strategia è sfruttata da dirigenti che potrebbero essere considerati come opportunisti, rendendo difficile la loro l'espropriazione attraverso un'offerta ostile.
- ➔ **Terra bruciata:** concedere a qualcuno un'opzione per acquistare asset dell'impresa a prezzi inferiori rispetto al mercato in caso di cambio di controllo della società è un modo per diminuire le

prospettive di profitto futuro dell'impresa, al fine di ridurne il valore complessivo e renderla meno appetibile per un'acquisizione ostile.

- ➔ **Green-mail:** consiste nell'acquisto da parte della società target di un numero sostanziale di azioni detenute dal potenziale offerente indesiderato, al fine di eliminare la minaccia di una scalata ostile e rimuovere il potenziale scalatore dalla struttura azionaria della società. In particolare, questo si verifica quando c'è un azionista indesiderato che possiede una quota significativa di azioni e per prevenire ciò, la società target offre di acquistare queste azioni a un premio, noto come "goodbye kiss"
- ➔ **White Knight:** un "white knight" è un individuo o un'impresa alleata cui è ceduta la società per proteggerla dalle azioni ostili di un "cavaliere nero", ovvero un investitore ostile. Questa transazione implica un cambio di proprietà, ma contemporaneamente salvaguarda il management esistente e può generare un profitto per gli azionisti esistenti dovuto all'aumento del prezzo azionario in seguito all'acquisizione.
- ➔ **Paracaduti d'oro:** un "paracadute dorato" si configura come un pacchetto di benefici sostanziali offerti ai dirigenti di alto livello nel caso in cui la società sia acquisita da un'altra azienda e i dirigenti siano licenziati in seguito alla fusione. Questa strategia serve a proteggere i manager dal cambiamento, poiché la società è consapevole di dover fornire incentivi finanziari significativi, mentre al contempo incoraggia i manager a non ostacolare il processo di cambiamento.
- ➔ **Altre regole:** possono essere esempi un Cda ristretto ovvero solo una parte degli amministratori è eletta ogni anno dagli azionisti; la maggioranza qualificata in assemblea per deliberare il cambio di controllo; la struttura proprietaria (quanto è concentrata) e la struttura dei diritti di voto.

## REGOLE ESTERNE

- ➔ **Passivity rule (post-bid defence):** nel momento in cui è recepita un'offerta d'acquisto sono vietate tutte le azioni difensive antisalata che potrebbero danneggiare gli interessi degli scalatori o degli azionisti di maggioranza. Tuttavia, gli azionisti hanno la possibilità di deliberare e attuare misure difensive attraverso la decisione in un'assemblea, ottenendo la maggioranza dei voti.
- ➔ **Break through rule (pre-bid defence):** tale norma rende inapplicabili, qualora sia promossa un'OPA, le regole interne che ostacolano l'effettuazione della stessa contenute nello statuto della società target o in patti parasociali.
- ➔ **Clausole di reciprocità tra paesi EU:** riguardano regole per scalate tra società di paesi diversi nell'eurozona al fine di armonizzare i regolamenti eterogenei dei diversi Stati. Se una regola di difesa è valida in un paese ma non in un altro per il principio di reciprocità tale regola non sarà considerata valida.
- ➔ **Codici di Autodisciplina e regolamenti organi di controllo:** i Codici di Autodisciplina non sono imposti direttamente dallo Stato, ma si basano sull'uso della persuasione morale per incentivare gli amministratori delle società a sottoscriverli, al fine di distinguersi positivamente agli occhi degli investitori. Per quanto riguarda le autorità di regolamentazione come CONSOB, Banca d'Italia e Banca Centrale Europea, violare o non attenersi alle loro normative comporta serie conseguenze, che possono includere l'esclusione dalle attività di mercato e altre sanzioni significative.

## 2.2.2 Il Ruolo di altri Intermediari Finanziari:

Nel seguente paragrafo esamineremo i legami della Governance con gli altri attori finanziari (società esterne) che interagiscono nel suo ambito. Ci chiederemo se è sensato fare affidamento su tali istituzioni per stabilire norme di buona Governance, oppure se sono entità suscettibili di essere assoggettate o che prioritizzano i propri interessi anziché massimizzare il valore per gli azionisti. Si rifletterà sui ruoli delle società di revisione e delle agenzie di rating del credito nel regolamentare le attività delle società per azioni in cui un investitore ripone denaro e fiducia.

### 2.2.2.1 Società di Revisione, Agenzie di rating del credito

Il concetto di gatekeeper si riferisce a un professionista o a un fornitore di servizi all'interno di un'azienda che ha il compito di verificare la responsabilità e l'affidabilità delle attività aziendali. Andremo a considerare:

- **le società di revisione:** sono entità di controllo contabile che valutano e approvano i registri finanziari di una società cliente, verificando se essa ha rispettato gli elevati standard previsti dalle normative e dai regolamenti vigenti.
- **le agenzie di rating del credito:** forniscono valutazioni e previsioni sulla capacità di una società di rimborsare il suo debito in modo tempestivo.

I dati contabili rivestono un'importanza cruciale per la Corporate Governance, poiché senza informazioni accurate e affidabili sarebbe estremamente difficile valutare se le società stiano generando valore per gli investitori. Da tali dati si determina il prezzo delle azioni, che costituisce la base per le negoziazioni sul mercato e, di conseguenza, per la valutazione del valore di un'impresa. Tuttavia, è importante notare che, a seguito di scandali e interventi politico-normativi, la funzione delle società contabili è stata deviata. Negli ambiti contabili, gli standard di presentazione e aggregazione dei dati sono diventati di primaria importanza, specialmente per consentire il confronto universale tra società di settori diversi. Questo ha comportato un'elevata attenzione alla forma dei dati, spesso a discapito della loro effettiva utilità per gli investitori, che potrebbero rischiare di ricevere informazioni che sono semplici indicatori economici non facilmente interpretabili.

Fondamentalmente, anche le imprese hanno la capacità di condurre una revisione contabile interna. Tuttavia, per comprendere il ruolo delle società contabili esterne, è importante considerare che rivolgersi a tali entità rappresenta un modo per migliorare la propria reputazione e credibilità finanziaria di fronte agli stakeholder e agli investitori.

Una società di revisione è incentivata a svolgere un lavoro eccellente poiché la sua reputazione è essenziale per la sua sopravvivenza e per la domanda di servizi sul mercato. Da un lato, essere rifiutati può causare problemi per una società cliente. Tuttavia, il mercato potrebbe reagire aumentando la domanda per la società di revisione, vista come un ente di riferimento che rifiuta clienti che non soddisfano i requisiti.

A seguito dei noti scandali degli anni 2000 (come il caso Enron-Arthur Andersen), queste entità (stessa cosa in comune vedremo per le agenzie di Rating) presentano una caratteristica non brillante: nel corso del tempo, con l'implementazione di regolamenti sempre più severi (come il SOX e la Legge sul Risparmio), che coinvolgono queste entità nella gestione delle società per azioni, la domanda reale generata dalle forze di mercato è stata gradualmente sostituita da una domanda più artificiale, derivante proprio dagli obblighi normativi. Questo accrescere della domanda artificiale ha contribuito a deteriorare la concorrenza in un settore dove la concentrazione di mercato è praticamente tutta in mano alle big four Ernst & Young, Deloitte, PwC e KPMG.

Da un estratto di Daniel B. Thornton, "Financial Reporting Quality" ritroviamo che l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI), per la misurazione del grado concentrazione di un mercato, aveva un punteggio pari a 2500 negli anni a seguito delle riforme e alla transizione da big five a Big four. ( $HHI < 1000$  indica bassa concentrazione e  $HHI > 1800$  indica elevata concentrazione).

La concentrazione tipica nel mercato della revisione e la domanda garantita potrebbero portare a una riduzione della qualità dei report a causa della mancanza di concorrenza. Inoltre, potrebbe verificarsi un fenomeno di coalizione tra le "Big four" per fornire modelli standardizzati, in modo che nessuno possa

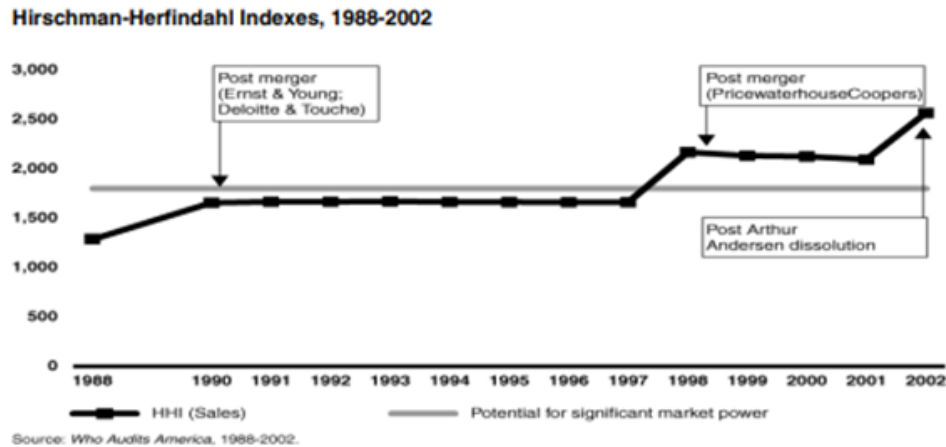


Figura 2.12: Evoluzione del HHI index nel mercato di Accounting

Fonte: Antitrust Division

mettere in discussione il loro operato.

Per concludere il discorso con le società di revisione nel corso degli anni esse hanno ampliato la loro gamma di servizi, includendo anche attività di consulenza. Questo può mettere a rischio l'indipendenza e l'integrità della revisione stessa, poiché potrebbe essere utilizzata come mezzo per ottenere incarichi di consulenza più redditizi. Prestare consulting crea un rischio di asservimento della società di revisione, poiché la società cliente potrebbe minacciare di revocare o ridurre gli incarichi in risposta a una revisione troppo rigorosa. Inoltre, se un cliente interrompe i servizi di consulenza, non si verifica alcuna indagine da parte degli investitori, come invece accadrebbe con la fine o il cambio dell'ente di revisione.

Le **agenzie di rating**, come già annunciato in apertura, valutano la solidità finanziaria e la capacità di rimborso di un emittente attraverso un'analisi approfondita dei suoi bilanci, che include il conto economico, i flussi di cassa e la situazione patrimoniale. Il risultato di questa valutazione è espresso tramite appunto il rating, che rappresenta il grado di affidabilità dell'emittente nel rispettare i suoi obblighi finanziari secondo i termini stabiliti.

Questo rating è assegnato su una scala alfanumerica che varia da AAA (massima affidabilità) a D (default o insolvenza), a seconda degli standard dell'agenzia di rating. Inoltre, le agenzie forniscono un outlook, che può essere positivo, stabile o negativo, e serve ad anticipare le possibili direzioni future dell'economia di un paese o del bilancio di una società e i loro effetti sul rating. Il ruolo delle agenzie di rating non è sfuggito a dubbi e critiche significative. Una delle principali accuse mosse contro di loro è stata la mancata previsione dei grandi crolli finanziari che hanno coinvolto titoli tossici, causando gravi danni a numerosi risparmiatori, o l'adozione di misure tempestive che hanno avuto pesanti ripercussioni sulla finanza globale e sull'economia. Esempi notevoli includono il coinvolgimento delle agenzie nei casi di Parmalat, Enron, Lehman Brothers, così come il declassamento di molti Stati europei avvenuto all'inizio del 2012. Né Standard & Poor's né Moody's hanno declassato i titoli di Enron nel 2001 fino a quattro giorni prima della bancarotta mentre il mercato aveva già ridotto un mese prima a cifre inferiori a 1\$ il valore del titolo reagendo più prontamente e respingendo il rating delle agenzie. Anche nel caso delle agenzie di rating si osserva una dinamica simile a quella delle agenzie di revisione, con la creazione di una domanda artificiale e la formazione di un cartello nel mercato. Questo fenomeno è stato in parte alimentato dall'istituzione della SEC del Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) e dalla normativa che impone agli investitori di limitare le loro operazioni alle società il cui debito è classificato da agenzie all'interno di questa organizzazione. Nel 2006, con il Credit Rating Duopoly Relief Act, si è tentato di affrontare questa situazione e di aumentare la competitività nel mercato delle agenzie di rating, rimuovendo alla SEC il potere di decidere quali agenzie qualificare per entrare nella NRSRO e limitando i suoi poteri all'ispezione del corretto operato delle agenzie. Tuttavia, rimane ancora oggi il problema fondamentale di queste entità, legato al conflitto di interessi, poiché le agenzie di rating sono società che generano utili e una parte dei loro guadagni proviene dalle stesse società da loro valutate. In aggiunta tra gli azionisti delle agenzie di rating possono esserci grandi fondi d'investimento che operano sui mercati finanziari e che sono influenzati dalle valutazioni emesse dalle stesse agenzie di rating. Questa

interconnessione può sollevare dubbi sulla neutralità e l'oggettività delle valutazioni, in quanto le agenzie potrebbero essere incentivate a emettere giudizi favorevoli per mantenere o aumentare i loro profitti. Si vede qui sotto da una ricerca dell'Esma (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) come il mercato delle agenzie di rating sia anch'esso altamente concentrato.



Figura 2.13: Concentrazione di mercato delle agenzie di Rating in EU

Fonte: Esma



Figura 2.14: Big Four Accounting.



Figura 2.15: LE più rilevanti Agenzie del Rating

### 2.2.3 Contesto legislativo e Istituzionale

L'approccio Law and Finance fornisce una prospettiva per analizzare come le differenze nei sistemi giuridici, nelle leggi sulla protezione degli investitori e, di conseguenza, nelle strutture degli enti di regolamentazione del mercato influenzino lo sviluppo finanziario, la crescita economica e la Corporate Governance di un paese. Sottolineando il ruolo cruciale della protezione degli investitori come motore della crescita economica, questo approccio dimostra che quando la legge e il sistema proteggono gli investitori dal rischio, la domanda di equity aumenta, poiché gli azionisti di minoranza sono disposti ad acquistare azioni a un prezzo più elevato grazie alla loro maggiore tutela. Di conseguenza, cresce anche l'offerta di capitale proprio, poiché gli imprenditori sono incentivati a sfruttare il mercato finanziario per i loro investimenti, ottenendo fondi più facilmente e a un costo inferiore.

Questo circolo virtuoso porta all'espansione dei mercati finanziari, permettendo alle aziende di investire e innovare, contribuendo così allo sviluppo economico di un paese. Il lavoro svolto nel 1998 da La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny's (LLSV) porta alla luce alcune chiare evidenze empiriche:

- i paesi di common law offrono una migliore protezione legale degli azionisti
- i paesi di common law offrono ai creditori una protezione legale più forte contro i manager
- le società ad azionariato diffuso sono più comuni nei paesi con una buona protezione degli investitori
- i paesi con una protezione degli investitori più scarsa hanno mercati dei capitali più piccoli e ristretti

Inizialmente riporterò alcune dei principali lavori che hanno provato l'impatto sulla regolamentazione nel contesto legislativo e istituzionale soprattutto a livello italo-europeo.

Senza entrare troppo nei dettagli del sistema giuridico, andremo poi a concentrarci sugli Enti di Regolazione del mercato, confrontando la SEC, che regola il mercato americano, e la CONSOB, che vigila sul mercato italiano. Esamineremo la composizione delle loro strutture, i loro compiti e le modalità con cui sanzionano gli abusi di mercato. Successivamente, fornirò una breve panoramica delle principali Borse Valori italiane e americane, per evidenziare le differenze e i requisiti necessari per la quotazione in ciascuna di esse. Infine, elencherò gli indici di mercato relativi a queste Borse, per offrire anche ai lettori non esperti di finanza una chiara comprensione di come le società siano suddivise nei rispettivi mercati.

### 2.2.3.1 Codice di Autodisciplina e Principi OCSE

Il Codice di autodisciplina si configura come un benchmark di best practice, un modello da perseguire per le società desiderose di potenziare la propria competitività sui mercati dei capitali. Nasce per rispondere all'esigenza di migliorare la Corporate Governance delle società quotate, soprattutto per rafforzare la fiducia degli investitori e garantire una gestione aziendale più trasparente. Sebbene non sia legalmente vincolante, il Codice segue il principio del "comply or explain" (aderisci o spiega), secondo cui le società che decidono di non conformarsi a una o più raccomandazioni devono spiegare pubblicamente il motivo. La sua adozione, non obbligatoria, promuove un elevato livello di tutela per risparmiatori e investitori istituzionali, fungendo da garanzia per la solidità delle imprese che lo implementano. Inoltre, il Codice propone un modello organizzativo societario concepito per gestire efficacemente i rischi aziendali e i potenziali conflitti d'interesse che possono emergere nelle dinamiche tra amministratori e azionisti e fra detentori di diritti diversi.

La promozione della sua prima versione nel 1999 fu orchestrata dall'ex presidente della Borsa Italiana, Stefano Preda tramite Il Comitato per la Corporate Governance delle società quotate, composto dai principali rappresentanti della stessa Borsa Italiana S.p.A. e da società in grado di rappresentare tutti i soggetti interessati - emittenti, investitori istituzionali, revisori - insieme alle associazioni di categoria di tali soggetti. Una sua evoluzione in questi vent'anni dalla sua prima edizione sarà affrontata in seguito nel terzo capitolo di questo lavoro di tesi. Oltre i codici di Autodisciplina esistono poi i principi di Corporate Governance offerti dall'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) o in inglese Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). Fondata nel 1961, oggi conta 38 membri di paesi emergenti e non, l'OCSE è un'organizzazione internazionale che riunisce paesi per promuovere politiche che migliorano il benessere economico e sociale delle persone in tutto il mondo. I Principi di Corporate Governance del G20/OCSE sono stati elaborati per la prima volta nel 1999 in risposta alle crisi finanziarie degli anni '90 e sono stati ideati per supportare i responsabili politici nel miglioramento dei quadri normativi e istituzionali relativi alla governance aziendale, promuovendo l'efficienza economica, la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria. Con il loro progredire negli anni essi offrono linee guida per assicurare che azionisti, Consigli di amministrazione, dirigenti e stakeholder operino in modo responsabile, all'interno di un sistema di controlli e bilanciamenti adeguato. Essi rappresentano il principale standard internazionale in materia di governance societaria e sono stati aggiornati tra il 2021 e il 2023, per riflettere le recenti evoluzioni della governance e dei mercati finanziari.

Approvati dal Consiglio dell'OCSE nel giugno 2023, sono anche riconosciuti come uno degli standard chiave per Sistemi Finanziari Sani del Financial Stability Board e sono alla base dei rapporti della Banca Mondiale sull'Osservanza di Standard e Codici di Autodisciplina (ROSC). Questi principi, pur non essendo vincolanti, costituiscono una solida base di riferimento per la creazione di framework nazionali e sono pensati per adattarsi al contesto legale e normativo di ciascun paese. Tra i principali benefici della loro implementazione si evidenziano:

- **Miglior accesso ai capitali:** aiutano le aziende a raccogliere fondi dai mercati, incentivando l'innovazione e la dinamicità economica.
- **Protezione degli investitori:** offrono un quadro per tutelare i diritti degli investitori, aumentando la trasparenza e la responsabilità dei Cda e degli esecutivi, il che favorisce la fiducia nei mercati finanziari e, quindi, l'accesso delle imprese ai finanziamenti.
- **Sostenibilità e resilienza aziendale:** le politiche di governance ben strutturate supportano la capacità delle imprese di affrontare rischi economici, ambientali e sociali, contribuendo così alla stabilità dell'economia globale.



Una delle principali novità della revisione dei Principi riguarda l'introduzione del capitolo su "Sostenibilità e resilienza", che riflette l'importanza crescente per le imprese di gestire i rischi legati al cambiamento climatico e ad altre sfide di sostenibilità.

I principi sono articolati in sei macro-capitoli ed ognuno inizia con un principio in grassetto e corsivo, seguito da principi di supporto e annotazioni che forniscono commenti e esempi di implementazione.

- I) Ensuring the basis for an effective corporate governance framework;*
- II) The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions;*
- III) Institutional investors, stock markets, and other intermediaries;*
- IV) Disclosure and transparency;*
- V) The responsibilities of the board;*
- V) VI) Sustainability and resilience*

Il lavoro di tesi non si propone di essere troppo dispersivo e non mi dilungherò oltre sui Principi OCSE ma in allegato riporterò per ogni capitolo i concetti essenziali riportandone alcuni a titolo esemplificativo. Lascero comunque anche in allegato il manuale completo "G20-OECD-Principles-of-Corporate-Governance-2023".[58]

Adoption of the Italian CG Code by all companies listed on Euronext Milano

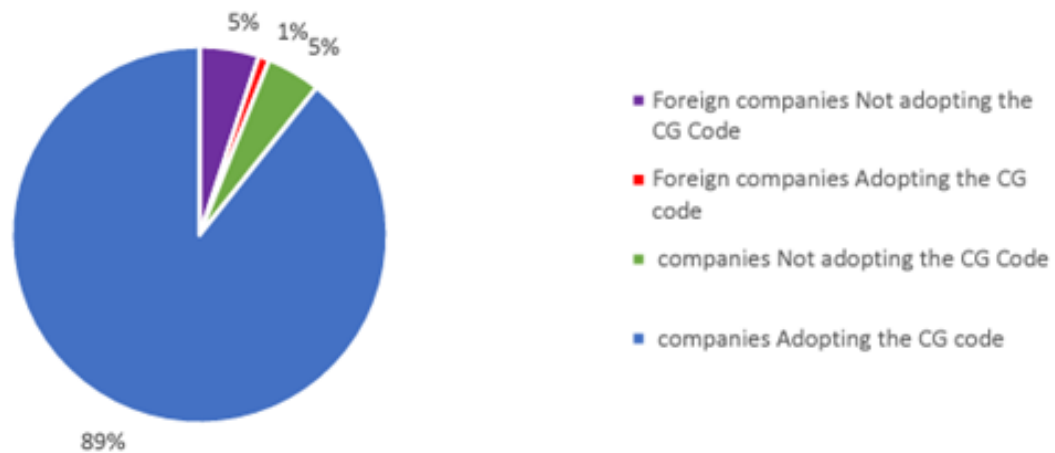


Figura 2.16: Adozione del codice di Autodisciplina nel mercato italiano

Fonte: Assonime, associazione fra le s.p.a italiane

### 2.2.3.2 Direttive europee MIFID e MIFIR

La **MiFID** (acronimo di Markets in Financial Instruments Directive) è una direttiva europea del 2004 concepita per proteggere gli investitori. Essa obbliga gli intermediari, in particolare banche e imprese di investimento, nonché i consulenti finanziari, a fornire una serie di informazioni ai clienti prima di procedere con operazioni di investimento. L'obiettivo è garantire che gli investitori siano pienamente informati sulle condizioni e sulle modalità del loro rapporto con l'intermediario. Tra le informazioni da fornire, rientrano:

1. L'indicazione di eventuali conflitti di interesse (ad esempio, una banca che suggerisce al cliente di acquistare titoli di una società di cui è anche creditrice);
2. I costi e le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti;
3. Le misure adottate per garantire che le operazioni di negoziazione o di trasmissione degli ordini siano effettuate alle migliori condizioni per il cliente.

Inoltre, la MiFID impone alle banche di porre una serie di domande ai clienti, conosciuta come profilatura del rischio per raccogliere le informazioni necessarie a valutare l'adeguatezza e/o l'appropriatezza degli investimenti consigliati. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione Europea la nuova direttiva MiFID II che ha sostituito la precedente normativa, insieme al Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR). Il **MiFIR** introduce l'obbligo di pubblicare i prezzi correnti di vendita e acquisto, nonché la profondità degli interessi di negoziazione per strumenti rappresentativi di capitale come azioni, fondi indicizzati quotati ed eventuali certificati di deposito. È previsto anche l'obbligo di archiviare tutti i dati relativi alle operazioni di mercato effettuate dalle imprese di investimento, dati che dovranno essere disponibili per le Autorità competenti per un periodo di cinque anni. Inoltre, il MiFIR introduce nuove regole per i negoziati riguardanti strumenti finanziari derivati. L'ESMA (European Securities and Markets Authority) acquisisce il potere di imporre restrizioni o divieti su strumenti e attività finanziarie. Sarà l'ESMA a determinare quali strumenti finanziari possono essere classificati come derivati. La **MiFID II** invece condivide lo scopo originario della direttiva prima e ne conferma le scelte di fondo potenziandone le capacità per far sì che un investitore non professionale possa comprendere e confrontare prodotti complessi, come i prodotti strutturati o i fondi comuni di investimento alternativi.

Nasce proprio da questa direttiva il famoso documento chiamato KID (Key Information Document) documento che contiene informazioni essenziali sul prodotto, tra cui le sue caratteristiche, il livello di rischio su una scala da 1 a 7, le proiezioni di rendimento in base a diversi scenari di mercato, il costo totale dettagliato e l'impatto di costi e commissioni sul rendimento, il tutto seguendo uno standard europeo unificato.

Insomma, come riportato dal sito dell'unione Europea:

*"Modificando la precedente disciplina, includendo settori in precedenza non regolamentati e impostando un sistema più completo di vigilanza e di applicazione delle regole, lo scopo è di normare un mercato sempre più vario e complesso, caratterizzato dall'incremento delle tipologie di strumenti finanziari e dalla diffusione dei sistemi di trading ad alta frequenza, attraverso i quali ha luogo una quota rilevante delle transazioni sui mercati telematici. L'obiettivo è lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori, in modo che i risparmiatori e le imprese di investimento possano operare con maggiore semplicità e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione"*

### 2.2.3.3 Securities Exchange Commission

Quando il mercato azionario degli Stati Uniti subì un crollo nell'ottobre del 1929, i titoli emessi da numerose società persero completamente il loro valore. A causa delle numerose informazioni false o ingannevoli fornite in precedenza, la fiducia del pubblico nell'integrità dei mercati finanziari ebbe un crollo significativo. Per ripristinare la fiducia, il Congresso approvò il Securities Act del 1933 e il Securities Exchange Act del 1934, istituendo così la Securities and Exchange Commission (SEC).

La SEC è un'agenzia federale indipendente che è tenuta a rendere conto al Congresso, poiché opera sotto l'autorità delle leggi federali. Il suo quartier generale è a Washington, D.C. e inoltre l'agenzia possiede undici uffici regionali negli Stati Uniti. Il suo organo principale è una Commissione bipartisan composta da cinque membri (di cui uno è il presidente e gli altri quattro sono commissari) nominati dal Presidente degli Stati Uniti e successivamente confermati dal Senato. La composizione della Commissione prevede che al massimo tre membri siano affiliati allo stesso partito politico. La durata in carica di tutti i membri è di cinque anni. Affinché sia garantita l'indipendenza dell'istituto, la nomina dei commissari è strutturata in modo tale che il Presidente degli Stati Uniti non abbia il potere di rimuoverli. Attualmente il presidente della SEC è dal 2021 Gary Gensler, definito da molti come "un presidente battagliero e mediatico alla guida della SEC".

La SEC è suddivisa in cinque sezioni, ognuna che si occupa di un ramo specifico e con delle competenze ben delineate, come di seguito elencato e rappresentato in Fig. 2.17:

**Corporate Finance:** è la sezione responsabile di monitorare tutte le comunicazioni pubbliche delle società quotate, delle registrazioni delle operazioni di finanza straordinaria, come fusioni e acquisizioni, e della gestione dei rapporti finanziari periodici forniti dalle aziende.

**Trading and Markets:** si impegna nella supervisione delle autorità regolamentari, come la Financial Industry Regulatory Authority e il Municipal Securities Rulemaking Board. La sezione controlla anche tutte le società finanziarie, di investimento e di brokeraggio operative nei mercati finanziari. Inoltre, è responsabile dell'interpretazione delle proposte di modifiche normative nel settore finanziario.

**Investment Management:** è la divisione che sovrintende ai fondi comuni d'investimento e ai consulenti finanziari. Inoltre, si occupa di assicurare il rispetto delle leggi federali che regolamentano gli investimenti, come l'Investment Company Act e l'Investment Advisers Act emanati nel 1940.

**Enforcement:** è la divisione responsabile delle azioni legali intraprese contro coloro che violano le leggi e i regolamenti relativi ai titoli negoziati nei mercati finanziari. Attraverso questa sezione, la SEC può avviare un procedimento legale civile presso il Tribunale distrettuale degli Stati Uniti o un procedimento amministrativo dinanzi a un giudice indipendente.

**Economic and Risk Analysis:** ha il compito di delineare le politiche della Commissione, adottare regole, garantirne l'applicazione e il rispetto. Questa sezione identifica, analizza e risponde alle sfide e alle tendenze del mercato, comprese nuove strategie finanziarie e prodotti, con particolare attenzione all'aspetto dei rischi.

Le Principali funzioni svolte dalla SEC sono:

- proteggere gli investitori da frodi finanziarie o manipolazioni
- far rispettare leggi e regolamenti sui titoli
- regolamentare le attività di broker, gestori di patrimoni e altri intermediari finanziari come le banche, le compagnie di assicurazione e le sale di negoziazione
- informare gli investitori con accurate informazioni di mercato, dati e avvisi su truffe
- monitorare le azioni di acquisizione aziendale
- garantire che le società quotate in borsa seguano leggi sulla divulgazione e sulla rendicontazione finanziaria

La SEC gioca quindi un ruolo essenziale nella tutela dei consumatori dalla frode attraverso una regolamentazione rigorosa, che include la decisione sulla divulgazione di informazioni finanziarie, l'analisi dei prezzi e l'esecuzione di indagini sulla manipolazione dei mercati. Queste regole stabiliscono l'obbligo per tutti i dipendenti e dirigenti delle società che offrono azioni al pubblico di registrarsi presso la SEC prima di iniziare a lavorare. Inoltre, le aziende pubbliche devono fornire informazioni accurate e complete sui loro prodotti e servizi, oltre a resoconti finanziari periodici ai quali gli investitori possono accedere tramite EDGAR, il suo database elettronico per la raccolta, l'analisi e il recupero dei dati. Tra le diverse rendicontazioni che la SEC richiede una delle più celebri è Il **modulo 13F**, una relazione trimestrale che deve essere presentata da ogni gestore di investimenti istituzionali con un patrimonio gestito superiore a \$100 milioni (ciò include Hedge fund, fondi comuni di investimento, fondi pensione e altre grandi aziende di investimento). Questo modulo fornisce un dettagliato elenco dei principali asset sotto gestione, offrendo una panoramica delle partecipazioni del gestore alla fine del trimestre e costituisce così uno strumento significativo per gli investitori, offrendo insight sulle strategie di investimento di alcuni dei più grandi e influenti attori del mercato. La vigilanza sulla rendicontazione dei guadagni e sulle divulgazioni delle società quotate è fondamentale nel determinare le variazioni dei prezzi delle azioni. Pertanto, la SEC svolge un ruolo cruciale nell'assicurarsi che le aziende forniscano informazioni veritiere riguardo a ciò che stanno facendo, quanto denaro stanno guadagnando e tutte le loro operazioni. Ovviamente, per svolgere il suo ruolo, la SEC ha il potere di intraprendere azioni legali contro le aziende e gli intermediari finanziari che violano le regole. I suoi funzionari possono imporre sanzioni, tra cui multe, sospendere le operazioni di trading, revocare le licenze e persino imporre la pena detentiva.

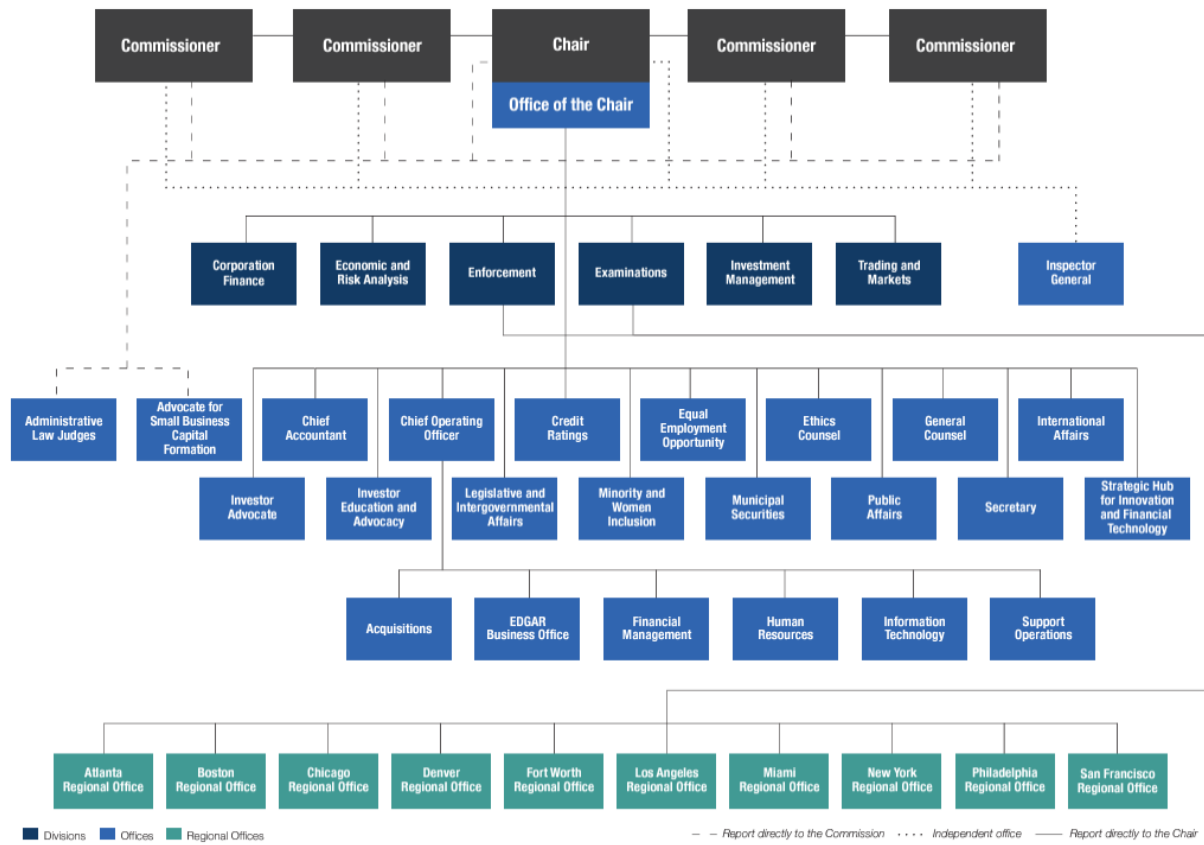


Figura 2.17: SEC organigramma

Fonte: SEC sitoweb

Le sanzioni più comuni imposte dalla SEC possono variare da:

- **Lettera di richiamo:** ha lo scopo di avvertire un soggetto in questione che la SEC è a conoscenza dei suoi comportamenti non regolamentari

- **Sgravio non monetario:** questo termine comprende l'intera gamma di rimedi che la Commissione ha a sua disposizione, al di là della capacità di chiedere sanzioni e sgravi. Questi comprendono impegni e ingiunzioni basate sulla condotta, nonché interdizioni e sospensioni. Se implementati con attenzione, i rimedi non monetari danno alla Commissione la libertà di elaborare un risultato che meglio si adatta ai fatti e alle circostanze di un determinato caso. Solitamente, la pratica più comune è l'interdizione, che comporta l'imposizione di un divieto permanente a un individuo di svolgere attività finanziarie regolate dalla SEC. Inoltre, può imporre altre forme di provvedimenti preventivi o riparatori, come divieti per funzionari e direttori, divieti associativi e sospensioni.
  
- **Sanzioni Civili e Penali:** per preservare l'integrità dei mercati finanziari e garantire la tutela degli investitori, la Commissione ha il compito di promulgare e far rispettare regole che disciplinano le pratiche commerciali di entità sottoposte alla sua giurisdizione, tra cui intermediari, consulenti per gli investimenti, gestori patrimoniali, agenzie di rating del credito e borse valori. Le sanzioni pecuniarie costituiscono uno dei principali strumenti di applicazione utilizzati per incentivare le entità regolamentate a conformarsi alle norme volte a proteggere gli investitori. Queste sanzioni possono variare dalla confisca di beni a multe che spaziano da un minimo di \$250.000 a cifre anche nell'ordine dei miliardi. È importante sottolineare che le violazioni delle leggi sui titoli sono considerate crimini federali di classe C e possono essere punite con una pena detentiva massima di vent'anni. Le violazioni delle normative sui titoli generalmente rientrano in categorie come l'utilizzo di informazioni rilevanti non pubbliche (come nel caso del trading basato su informazioni privilegiate), irregolarità contabili e frodi sui titoli. Quest'ultima categoria comprende attività come furto o altre pratiche illegali o non etiche con l'obiettivo di ottenere profitto a spese degli altri. Ciò può includere anche la manipolazione dei prezzi dei titoli o la divulgazione di informazioni false o fuorvianti in relazione alle emissioni di titoli. A scopo di esempio nel 2011, il miliardario Raj Rajaratnam, gestore di Hedge fund, è stato condannato a 11 anni di carcere per insider trading, segnando la pena detentiva più lunga mai imposta in un caso simile. Il Record di Sanzione Civile spetta invece a SAC Capital con una multa record di 1,8 miliardi di dollari per insider trading nel 2013
  
- **Rimborsi:** la SEC può avviare procedimenti legali nei confronti dei soggetti inadempienti finalizzati sia a ottenere un risarcimento per gli investitori danneggiati dalla violazione delle regole da parte della SEC, sia a imporre la restituzione di profitti guadagnati illegalmente dalle aziende e dai trader che infrangono le regole. Il rimborso implica la restituzione legalmente obbligatoria dei fondi ottenuti attraverso transazioni commerciali illegali o eticamente discutibili e rimborsati, spesso con interessi e/o penali, alle parti danneggiate dall'azione. la restituzione è una componente centrale di sollievo significativo e spesso il modo più sicuro per ripristinare almeno una parte delle perdite degli investitori

Concludendo La SEC ha tre obiettivi principali: proteggere gli investitori, mantenere mercati equi, ordinati ed efficienti, e agevolare la formazione di capitale necessaria per sostenere la crescita economica. Tali obiettivi sono perseguiti in base a due principi fondamentali:

- Gli investitori devono avere accesso a tutte le informazioni rilevanti su un titolo prima di prendere una decisione di investimento. Di conseguenza, le società che offrono titoli al pubblico sono tenute a divulgare informazioni complete e accurate sulle proprie attività, sui titoli offerti in vendita e sui rischi connessi all'investimento in essi.
- Le persone coinvolte nella vendita e nella negoziazione di titoli devono prioritizzare gli interessi degli investitori e trattarli in modo equo e onesto. La SEC assicura ciò supervisionando i principali attori del settore dei valori mobiliari, tra cui borse valori, broker/dealer, consulenti finanziari, fondi e agenzie di rating

### 2.2.3.4 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa: CONSOB

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, il cui acronimo è Consob, è un istituto dotato di indipendenza e di personalità giuridica che si occupa della vigilanza e del controllo del mercato mobiliare italiano. Lo scopo è quello di garantirne l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo nella piena tutela degli investitori. Se i soggetti interessati sono le banche e gli intermediari finanziari italiani ed esteri operanti nel nostro Paese, la vigilanza è esercitata di concerto con la Banca d'Italia. Nello specifico, alla Consob compete la vigilanza riguardo i rapporti tra gli intermediari finanziari e i clienti in merito alla trasparenza e alla correttezza comportamentale. La Banca d'Italia effettua un controllo sulla stabilità economica, finanziaria e patrimoniale degli istituti, valutando attentamente il rischio. Le sedi della CONSOB sono quella principale a Roma e una secondaria operativa a Milano. L'organizzazione è stata istituita mediante la Legge n. 216 del 7 giugno 1974 con il compito di vigilare sulle società quotate in Borsa e sui fondi d'investimento mobiliare. Prima di tale istituzione, tali responsabilità erano affidate al Ministero del Tesoro, che, tuttavia, oltre a mancare di indipendenza, non era altamente specializzato e pronto a intervenire come un organo dedicato come la Consob. Col passare degli anni, i suoi poteri sono stati progressivamente ampliati. Ad esempio, la Legge n. 77 del 1983 le ha conferito il controllo totale su tutte le operazioni legate al risparmio degli italiani. In seguito, la Legge n. 281 del 1985 ha aumentato l'autonomia e l'indipendenza della Consob rispetto a interferenze esterne. Negli anni '90, la Commissione di Borsa ha visto ulteriore consolidamento del suo peso istituzionale grazie a due importanti interventi legislativi. La Legge n. 1 del 1991 le ha attribuito maggiori poteri di controllo sulle Sim e sull'insider trading che frequentemente si manifestava nei mercati finanziari. Il secondo intervento è stato rappresentato dal Decreto Legislativo n. 58 del 1998, noto come Testo Unico della Finanza, che ha ulteriormente ampliato il controllo della Consob su tutti gli aspetti del mercato mobiliare e ha definito le competenze in collaborazione con la Banca d'Italia.

Le decisioni della Consob sono di competenza della Commissione, un organo caratterizzato da una struttura collegiale composta da quattro membri e un presidente. La nomina di questi membri avviene attraverso un decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del presidente del Consiglio dei ministri. Secondo le attuali disposizioni normative della Consob, sia il presidente che i quattro commissari mantengono la loro carica per un periodo di sette anni, senza possibilità di rinnovo del mandato. Le persone incaricate devono dimostrare comprovata esperienza e competenza nel settore dei mercati finanziari, oltre ad essere individui che soddisfano elevati requisiti etici e morali. Paolo Savona emerito Professore di politica economica è attualmente il Presidente della CONSOB in carica nominato dal 2019.

Nell'organigramma troviamo poi: Il Segretario Generale che collabora con il Presidente e i Componenti del Collegio per gestire le relazioni istituzionali, in stretta coordinazione con la Direzione Generale. L'Avvocato Generale offre supporto legale alla Commissione, occupandosi di consulenza e difesa legale. Scendendo verso il basso abbiamo la Direzione Generale il cui compito è coordinare le strutture e fornire assistenza alla Commissione nell'adempimento delle sue funzioni, garantendo il regolare svolgimento delle attività strumentali.

La struttura organizzativa della Consob è poi composta da 10 Divisioni (Fig2.18):

**DIVISIONE INFORMAZIONE EMITTENTI:** vigila sulla precisione e trasparenza delle informazioni finanziarie divulgate al pubblico da emittenti di titoli di capitale diffusi o quotate nei mercati regolamentati, nonché nei processi di collocamento o quotazione di strumenti di equity e corporate bond. Inoltre, supervisiona il processo di quotazione per emittenti di strumenti di capitale non quotati.

**DIVISIONE CORPORATE GOVERNANCE:** monitora e garantisce il corretto governo delle imprese, assicurando il rispetto delle normative relative alle operazioni di offerta pubblica di acquisto e scambio, alla trasparenza proprietaria, ai diritti dei soci e alle transazioni con parti correlate. Inoltre, verifica l'attività svolta dalle società di revisione e dagli organi preposti ai controlli societari.

**DIVISIONE MERCATI:** garantisce la trasparenza, l'effettivo svolgimento ordinato delle negoziazioni e l'integrità dei mercati. Sorveglia i sistemi di mercato e i loro gestori, verifica la regolarità degli scambi, monitora la trasparenza delle informazioni di mercato e assicura il rispetto delle normative contro gli abusi di mercato.

**DIVISIONE INTERMEDIARI:** vigila sull'attività dei soggetti abilitati; gestisce l'Albo delle Imprese di investimento; monitora l'operato delle Società di Gestione del Risparmio (SGR) e delle Società di Investimento a Capital Variabile (SICAV); supervisiona l'Organismo di vigilanza e la tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari; verifica la trasparenza dell'informazione fornita al pubblico dai soggetti vigilati, come banche, assicurazioni e intermediari non bancari, nella documentazione relativa all'offerta o quotazione di titoli non rappresentativi di capitale.

**DIVISIONE ISPETTORATO:** svolge accertamenti ispettivi nei confronti dei soggetti rispetto ai quali la legge attribuisce tale potere alla CONSOB come per esempio Emittenti e Revisori, Intermediari e Mercati, fenomeni abusivi e di antiriciclaggio

**DIVISIONE STUDI:** sostiene l'attività istituzionale della CONSOB mediante l'analisi dei rischi sistemici, la valutazione della congiuntura dei mercati finanziari e l'aggiornamento sul quadro regolamentare internazionale. Produce studi e ricerche di natura economica, statistica e giuridica, gestisce e valorizza il patrimonio informativo dell'Istituto e coordina le attività di pianificazione strategica e operativa. **DIVISIONE AMMINISTRAZIONE:** garantisce il corretto funzionamento dell'Istituto attraverso l'amministrazione economica e la gestione del personale, la gestione delle relazioni sindacali e l'acquisizione e gestione di beni e servizi. Si occupa anche del servizio di prevenzione e protezione per la sicurezza e la salute dei lavoratori.

**DIVISIONE STRATEGIE REGOLAMENTARI:** supervisiona l'elaborazione delle normative della CONSOB, definendo le strategie regolamentari dell'Istituto e le priorità di regolamentazione. Coordina la preparazione della normativa secondaria, garantendone la qualità e valutandone l'impatto economico.

**DIVISIONE TUTELA DEL CONSUMATORE:** protegge i consumatori gestendo le relazioni con il pubblico, le associazioni di risparmiatori/consumatori e monitorando le attività abusive.

**DIVISIONE INFRASTRUTTURE INFORMATIVE:** Assicura il corretto funzionamento e lo sviluppo delle infrastrutture informative dell'Istituto come lo sviluppo delle reti hardware, gli sviluppi software e la sicurezza informatica

Per quanto riguarda le sue mansioni la Consob detiene l'autorità per regolamentare i servizi e le attività di investimento forniti da intermediari finanziari come banche, SIM, SGR, broker e gestori. Inoltre, sovrintende agli obblighi informativi delle società quotate nei mercati regolamentati e alle operazioni di raccolta del pubblico risparmio. Per coloro che intendono raccogliere capitali, è necessario ottenere l'autorizzazione dalla Consob. Se si desidera offrire servizi di intermediazione su un mercato regolamentato, l'autorizzazione della Consob è obbligatoria. La quotazione di un'azienda o di uno strumento di debito richiede l'approvazione della Consob prima che venga avviata qualsiasi azione. In particolare, per quanto riguarda la quotazione di un'azienda o uno strumento di debito, la Consob ha l'autorità di approvare la pubblicazione dei prospetti informativi relativi alle Offerte pubbliche di vendita (IPO) e ai documenti d'offerta relativi alle Offerte pubbliche di acquisto (OPA), nonché l'esercizio dei mercati regolamentati e le iscrizioni agli Albi delle imprese di investimento. La Consob controlla anche i dati e le informazioni fornite al mercato dalle società quotate e dai soggetti che rivolgono appelli al pubblico risparmio, al fine di garantire un'adeguata e trasparente informativa, sanzionando eventuali comportamenti illeciti, come l'abuso di informazioni privilegiate (insider trading) o manipolazioni di mercato.

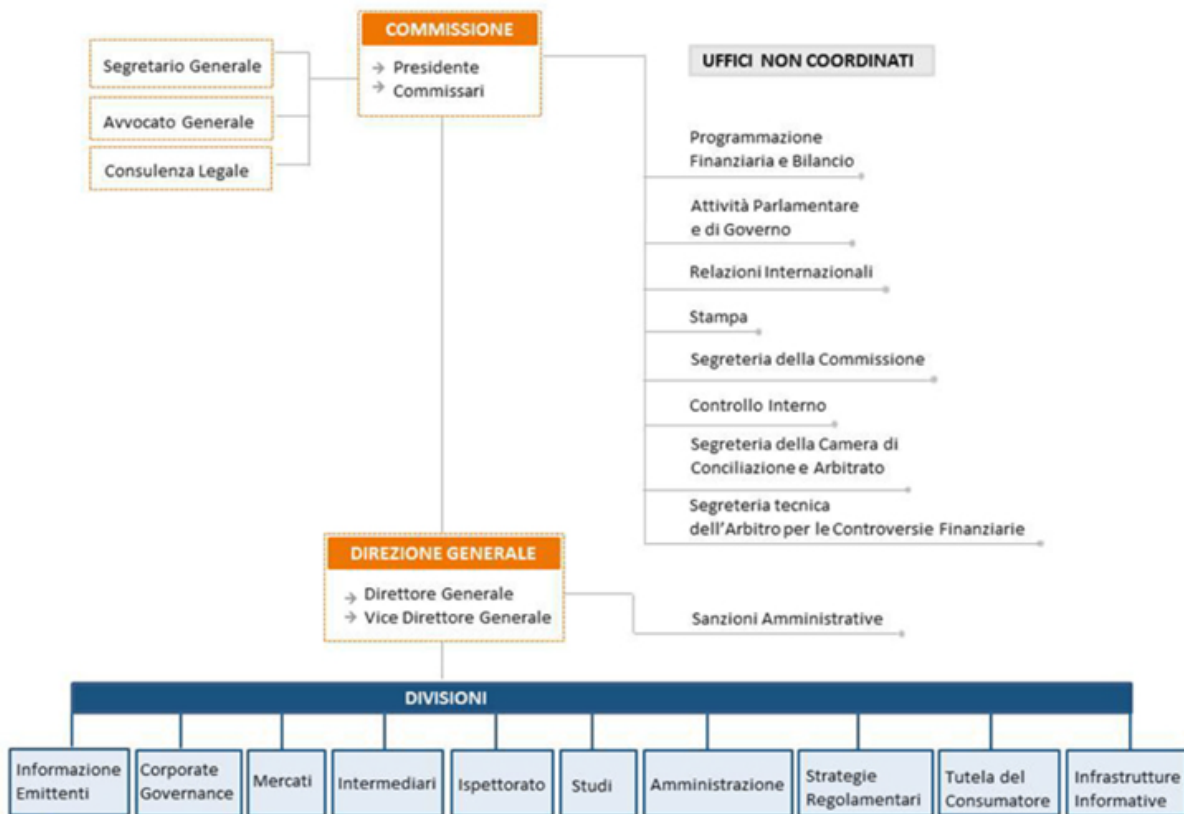


Figura 2.18: CONSOB organigramma

Fonte: Consob sitoweb

Riporto qui di seguito uno schema sintetico preso dal sito ufficiale della CONSOB che chiarifica al lettore le competenze che spettano per legge a tale organismo:

1. **Regolamenta i servizi di investimento**, gli obblighi informativi delle società quotate e le offerte pubbliche di prodotti finanziari.
2. **Autorizza la pubblicazione di prospetti informativi** per offerte pubbliche di vendita e documenti relativi ad offerte pubbliche d'acquisto, l'esercizio dei mercati regolamentati e le iscrizioni agli albi di settore.
3. **Vigila sulle società gestioni dei mercati**, garantendo la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, nonché sulla correttezza degli intermediari e dei promotori finanziari.
4. **Sanziona** direttamente o propone al Ministero dell'Economia e delle Finanze i soggetti vigilati.
5. **Controlla le informazioni fornite dalle società quotate** e dai promotori di offerte pubbliche di strumenti finanziari, compresi i documenti contabili.
6. **Indaga su eventuali andamenti anomali** nelle contrattazioni di titoli quotati e verifica violazioni delle norme contro la manipolazione del mercato, l'abuso di informazioni privilegiate e l'aggiotaggio.
7. **Comunica con operatori e pubblico** per uno svolgimento efficace dei compiti e lo sviluppo della cultura finanziaria.
8. **Collabora con autorità nazionali** e organismi internazionali per l'organizzazione e il funzionamento dei mercati finanziari.

Fin dal 2015, la Commissione Europea si è posta l'obiettivo dell'unione del mercato dei capitali identificando come necessaria l'istituzione di un codice unico di norme che riguardi vari aspetti, tra cui i mercati



degli strumenti finanziari (MiFID II), gli abusi di mercato (MAR/MAD), i gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA), le infrastrutture del mercato europeo (EMIR) e i depositari centrali di titoli (CSDR). Un codice unico europeo rappresenterebbe un passo fondamentale verso un quadro regolamentare più armonizzato per i mercati dei capitali. Attualmente, quindi si consideri che il processo che porta all'adozione di poteri di vigilanza regolamentare da parte della Consob fa parte di un complesso reticolo di attività che coinvolge istituzioni europee, nazionali e operatori del mercato. Effettivamente, per quanto riguarda le sanzioni, la CONSOB si basa sulla parte V del TUF, che comprende attualmente gli articoli 166 - 196 bis. Il recepimento della MiFID II ha offerto l'opportunità di effettuare una revisione completa del quadro normativo delle sanzioni del TUF. Di conseguenza, gli articoli pertinenti sono stati suddivisi e ridefiniti per chiarire le violazioni relative alla disciplina degli Intermediari rispetto a quelle riguardanti la disciplina dei Mercati. Inoltre, all'interno del decreto, è stata introdotta una disciplina sulle sanzioni derivanti dall'applicazione dei regolamenti europei unitari direttamente applicabili. Attualmente, questa disciplina è rappresentata sul fronte amministrativo dal regolamento **MAR (Market Abuse Regulation)**, mentre sul fronte penale è contrapposta dalla direttiva **MAD II (Market Abuse Directive)**.

In coerenza con le indicazioni fornite, la disciplina sanzionatoria proposta offre alla CONSOB un ampio strumentario di possibili reazioni a condotte antigiuridiche, che consta di:

- sanzioni amministrative pecuniarie, per i casi in cui il fatto non costituisce reato, ma solo illecito. Prevedono infatti solo sanzioni pecuniarie distinte nei limiti minimi e massimi edittali in base alla natura del relativo destinatario – persona fisica e persona giuridica.
  
- sanzioni penali con reclusione e multa applicabili in caso di violazioni connotate da pericolosità della condotta.
  
- sanzioni accessorie che comprendono:
  1. l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati o presso fondi pensione
  2. l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate
  3. la sospensione dal registro del revisore legale, della società di revisione legale o del responsabile dell'incarico;
  4. la sospensione dall'albo per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede
  5. la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per i partecipanti al capitale dei soggetti
  6. confisca: in situazioni di condanna per uno dei reati contemplati in questa sezione del TUF è ordinata la confisca dei beni che ne costituiscono il profitto e qualora non sia possibile eseguire la confisca di tale profitto la stessa confisca può avere ad oggetto una somma di denaro o beni di valore equivalente.

Riporto qui di seguito nella TAB 2.1 a titolo di esempio per il lettore come son trattati nella normativa italiana i reati sul Market Abuse:

Reato	Cosa si intende	Sanzione
Art. 184 TUF	<b>Abuso di informazioni privilegiate (c.d. insider trading):</b> si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.	Reclusione da 2 a 12 anni e multa da € 20.000 a € 3.000.000. Possibilità di applicazione di sanzioni accessorie e confisca.
Art. 185 TUF	<b>Manipolazione di mercato (c.d. market manipulation):</b> si intendono quei comportamenti su strumenti finanziari atti a mistificare la realtà. Diffusione di notizie, informazioni false o fuorvianti sugli strumenti finanziari, o operazioni simulate atte a provocare alterazione dei prezzi.	Reclusione da 1 a 6 anni e multa da € 20.000 a € 5.000.000. Possibilità di applicazione di sanzioni accessorie e confisca.

Tabella 2.1: Reati e sanzioni secondo il TUF

## 2.3 CONFRONTO CON GLI USA:REGOLAMENTAZIONE E BORSA NEL XXI SECOLO

### 2.3.1 Regolamentazione Americana

#### 2.3.1.1 Sarbanes-Oxley Act- SOX

La Sarbanes-Oxley Act, nota anche come Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act del 2002 e comunemente denominata Sarbanes-Oxley (o SOX), è una legge federale emanata nel luglio 2002 dal governo degli Stati Uniti d'America in risposta a diversi scandali contabili che coinvolsero importanti aziende americane. Questi scandali generarono notevole sfiducia tra gli investitori nei confronti dei mercati finanziari, sollevando interrogativi sulle politiche di sicurezza adottate. Inizialmente, erano due proposte di legge separate presentate dal deputato Mike Oxley e dal senatore Paul Sarbanes. Le due proposte furono combinate da una commissione bicamerale nell'atto finale e approvato con ampia maggioranza per poi essere firmato dal presidente George W. Bush il 30 luglio 2002. La legge mira a colmare alcune lacune nella legislazione, con l'obiettivo di migliorare la corporate governance e garantire la trasparenza delle pratiche contabili. Inoltre, interviene anche dal lato penale, aumentando le sanzioni nei casi di falso in bilancio. E' potenziata anche la responsabilità degli auditor durante la revisione contabile ed inoltre il SOX ha modificato le leggi esistenti in materia di regolamentazione della sicurezza, tra cui il Securities Exchange Act del 1934 e altre leggi applicate dalla Securities and Exchange Commission (SEC). Il provvedimento mira a perseguire a obiettivi di credibilità e trasparenza nella gestione societaria e contabile e si traduce in un'importante riforma di Corporate Governance fondata su quattro principi cardini:

- il rafforzamento dei principi di corporate responsibility;
- l'introduzione dei nuovi obblighi di informativa societaria in capo alle società;
- il miglioramento della qualità e della trasparenza dei financial reporting e delle attività di auditing;
- l'aggravio delle sanzioni applicabili a fronte di accertare violazioni della legge e comportamenti fraudolenti da parte del management della società.

Il Sarbanes-Oxley Act costituisce una legislazione articolata e estesa e non è scopo di questo lavoro di tesi esaminarla tutta nel dettaglio. Riporterò tre delle sue disposizioni fondamentali risposte chiare agli scandali societari degli anni 2000 che sono comunemente identificate attraverso i loro numeri di sezione: **la Sezione 302, la Sezione 404 e la Sezione 802.**

### **SOX Section 302 - Corporate Responsibility for Financial Reports**

La Sezione 302 del SOX Act del 2002 impone ai dirigenti aziendali di alto livello, CEO e CFO, di certificare personalmente per iscritto che il bilancio della società "sia conforme ai requisiti di divulgazione della SEC e presenti in modo equo, in tutti gli aspetti materiali, le operazioni e le condizioni finanziarie dell'emittente". I dirigenti che appongono la firma su un bilancio che sanno essere inesatto sono soggetti a sanzioni penali, comprese eventuali pene detentive. In particolare:

- a. Il CEO e il CFO devono esaminare tutti i rapporti finanziari.
- b. Il rapporto finanziario non deve contenere alcuna rappresentazione inaccurata.
- c. Le informazioni nel rapporto finanziario devono essere "presentate in modo equo".
- d. Il CEO e il CFO sono responsabili dei controlli contabili interni.
- e. Il CEO e il CFO devono segnalare eventuali carenze nei controlli contabili interni o qualsiasi frode che coinvolga la gestione del comitato di revisione.
- f. Il CEO e il CFO devono indicare eventuali modifiche significative nei controlli contabili interni.

### **SOX Section 404: Management Assessment of Internal Controls**

La Sezione 404 è la più complessa, contestata e costosa da implementare tra tutte le sezioni del Sarbanes-Oxley Act per la conformità. Tutti i rapporti finanziari annuali devono includere un Rapporto di Controllo Interno che dichiara che la gestione è responsabile di una struttura di controllo interno "adeguata" e una valutazione della gestione dell'efficacia di tale struttura di controllo. Eventuali carenze in questi controlli devono anche essere segnalate. Inoltre, gli auditor esterni registrati devono attestare l'accuratezza della dichiarazione della gestione della società che afferma che i controlli contabili interni sono in atto, operativi ed efficaci. Alcuni critici della legge hanno sollevato preoccupazioni in merito al fatto che i requisiti della Sezione 404 possono avere un impatto negativo sulle società quotate in borsa poiché l'implementazione e il mantenimento dei necessari controlli interni possono comportare costi significativi. Punti chiave dell'estratto dalla Sezione 404 del Sarbanes-Oxley Act del 2002:

- a. La Commissione deve prescrivere regole per l'inclusione di un rapporto di controllo interno in ogni rapporto annuale richiesto dal Securities Exchange Act del 1934. Questo rapporto interno dovrà:
  - dichiarare la responsabilità della gestione nell'istituire e mantenere una struttura di controllo interno adeguata alla rendicontazione finanziaria.
  - contenere una valutazione dell'efficacia della struttura e delle procedure di controllo interno alla fine dell'anno fiscale più recente dell'emittente.
- b. Per quanto riguarda la valutazione e reporting del controllo interno richiesta dal paragrafo a):
  - Le società di revisione pubblica registrate devono attestare e riferire sulla valutazione effettuata dalla gestione, seguendo gli standard di attestazione emessi o adottati dal Consiglio di amministrazione.
  - Questa attestazione non sarà oggetto di un incarico separato

### 2.3.1.2 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Il Dodd-Frank Act, ufficialmente denominato Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, è stato promulgato nel 2010 sotto la presidenza Obama, in risposta alla crisi finanziaria del 2008. L'obiettivo primario di questa legislazione è implementare ampie riforme nel settore finanziario, con l'intento di ridurre la probabilità di future crisi finanziarie e mitigare gli impatti di eventuali crisi che potrebbero verificarsi. La legge abbraccia una serie completa di disposizioni, tra cui modifiche alla regolamentazione bancaria, l'istituzione di nuove agenzie di regolamentazione e l'implementazione di nuove norme per il commercio di derivati finanziari. La riforma è passata alla storia per quattro elementi chiave:

1. **Protezione dei consumatori:** Ai sensi del Dodd-Frank Act, è stato istituito il Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), un'agenzia incaricata di salvaguardare i consumatori da pratiche di prestito predatorie e altri abusi finanziari. Il CFPB ha l'autorità di regolamentare diversi prodotti finanziari, tra cui mutui, carte di credito e prestiti a breve termine.
2. **Regolamentazione bancaria:** Il Dodd-Frank Act ha introdotto disposizioni mirate a monitorare e regolare il settore bancario. Ad esempio, impone alle banche di mantenere livelli più elevati di capitale e liquidità per ridurre il rischio di fallimenti. L'obiettivo è affrontare il problema del "too big to fail", assicurando che le istituzioni finanziarie siano più stabili, meno vulnerabili agli shock e meno dipendenti da salvataggi governativi. Le riforme chiave includono la supervisione rigorosa delle istituzioni finanziarie sistematicamente importanti (Sifis) e l'istituzione del Consiglio di supervisione della stabilità finanziaria (FSOC) per identificare e monitorare i rischi sistemici al sistema finanziario.
3. **La Regola Volcker:** essa impone restrizioni agli investimenti bancari, limita le operazioni speculative e proibisce il trading proprietario. Le banche sono vietate dal coinvolgimento con fondi hedge o società di private equity, considerate troppo rischiose. Inoltre, la Regola Volcker disciplina anche l'uso dei derivati da parte delle società finanziarie per evitare che istituzioni considerate "too big to fail" assumano rischi eccessivi con potenziali impatti sull'economia complessiva includendo disposizioni per la regolamentazione come sui credit default swaps, associati alla crisi finanziaria del 2007-2008.
4. **Istituzione dell'Ufficio delle Valutazioni di Credito:** è stato istituito presso la SEC in seguito alle accuse rivolte alle agenzie di rating di fornire valutazioni di investimento fuorvianti prima della crisi finanziaria, come stabilito dal Dodd-Frank. L'ufficio ha l'incarico di assicurare che le agenzie rilascino valutazioni di credito significative e affidabili per le imprese, gli enti municipali e altre entità soggette a valutazione.

La Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act è una legislazione estremamente ampia con oltre 2.300 pagine. Tuttavia, è importante sottolineare che il nostro operato vuole focalizzarsi sulla Corporate Governance piuttosto che sulle istituzioni finanziarie. Pur avendo menzionato gli aspetti chiave di questa riforma, cercheremo di non soffermarci e invitiamo il lettore a concentrarsi maggiormente sugli impatti della Dodd-Frank Act sulla governance aziendale che troverà qua di seguito.

### **Section 922 Whistleblower Bounties**

Il Dodd-Frank prevede compensi per coloro che segnalano violazioni delle leggi sui titoli fornendo informazioni originali alla SEC. Gli informatori possono ricevere una percentuale compresa tra il 10% e il 30% delle sanzioni superiori a 1,000,000 risultanti da azioni giudiziarie o amministrative della SEC. Questo sistema di incentivazione motiva i dipendenti a segnalare gravi illeciti e contribuirà all'applicazione delle leggi sui titoli da parte della SEC.

### **Section 951 Say-On-Pay and Golden Parachutes**

La Sezione 951 richiede voti consultivi degli azionisti sulla compensazione degli executive e sugli accordi di paracaduti d'oro. Il Dodd-Frank Act impone alle società di condurre una votazione non vincolante sul say-on-pay, in cui gli azionisti esprimono approvazione o disapprovazione delle pratiche di remunerazione degli executive. In precedenza, gli azionisti non avevano automaticamente questo voto, ma potevano presentare proposte per richiederlo. Se la maggioranza degli azionisti non sostiene le pratiche di remunerazione, la società non è obbligata a prendere alcuna misura, ma una forte disapprovazione può spingere il consiglio a rivedere le politiche retributive. Si richiede una votazione sul say-on-pay almeno ogni tre anni, con gli azionisti che determinano la frequenza. Inoltre, la legge impone la divulgazione chiara e semplice di ogni paracadute dorato in caso di vendita aziendale o cambio di controllo, consentendo agli azionisti di esprimere un voto non vincolante su tale compensazione. La legge riconosce che compensazioni eccessive possono incentivare comportamenti rischiosi. Sempre in questa sezione si impone alle società di divulgare chiaramente i pacchetti di uscita degli esecutivi (Golden Parachutes) in caso di vendita aziendale o cambio di controllo e si offre agli azionisti l'opportunità di esprimere un voto non vincolante su questa compensazione. Questa maggiore trasparenza aiuta gli azionisti a sanzionare i Consigli di amministrazione che elargiscono compensi eccessivi agli esecutivi durante tali eventi. Inoltre, la legge chiede ai regolatori federali di vietare schemi di pagamento incentivo che favoriscano rischi inappropriati nelle istituzioni finanziarie, riconoscendo il potenziale per comportamenti rischiosi derivanti da compensi eccessivi. Tali divulgazioni mirano a offrire agli investitori una migliore comprensione delle decisioni retributive aziendali.

### **Section 952 Independence of Compensation Committees**

La Sezione 952 del Dodd-Frank richiede che tutti i membri del Comitato per la Remunerazione siano "indipendenti" secondo una specifica definizione. Questa disposizione impone inoltre al NYSE e al Nasdaq di emanare una definizione di indipendenza che tenga conto di: (1) la compensazione totale, compresi onorari, consulenze e altre tariffe pagate dall'emittente a tale membro del comitato; (2) qualsiasi affiliazione di tale membro o della sua famiglia con l'emittente, una controllata o un'affiliata. Potenzialmente, i direttori esterni potrebbero semplicemente essere pagati troppo dalla propria azienda per essere considerati indipendenti e si riconosce che una remunerazione elevata dei direttori può compromettere l'indipendenza.

### **Section 953 Executive Compensation Disclosures**

La Sezione 953 richiede maggiori divulgazioni sulla remunerazione, tra cui il rapporto tra la retribuzione totale del CEO e quella mediana di tutti gli altri dipendenti aziendali, insieme alla correlazione tra retribuzione e performance. Queste divulgazioni includono la relazione tra la compensazione effettivamente pagata agli executive e le performance finanziarie aziendali, considerando variazioni nel prezzo delle azioni, dividendi e altre distribuzioni. Si devono inoltre fornire spiegazioni sull'acquisto di strumenti finanziari da parte di dipendenti o direttori per coprire eventuali diminuzioni del valore di mercato di titoli azionari concessi come compensazione alla loro paga.

### **Section 954 Compensation Clawbacks**

In questa sezione si introducono regole che costringano le società quotate in borse nazionali a recuperare la compensazione incentivante degli executive basata su metriche finanziarie soggette a rettifica. È rilevante notare che la legge non richiede che l'esecutivo o la società abbiano compiuto atti colpevoli per recuperare la compensazione. In passato, la SEC poteva recuperare la compensazione solo in presenza di una rettifica contabile necessaria a causa della sostanziale non conformità dell'emittente, derivante da cattiva condotta, con qualsiasi requisito di rendicontazione finanziaria previsto dalle leggi sui titoli. Gli azionisti hanno a lungo sostenuto che le società adottino ampie disposizioni di clawbacks, come ora richiesto dal Dodd-Frank Act.

### **Section 957 Broker Non Votes**

La Section 957 amplia una regola esistente della Borsa di New York ("NYSE"), vietando ai broker di esprimere voti senza l'autorizzazione del beneficiario nelle votazioni riguardanti l'elezione di un membro del Consiglio di amministrazione di un emittente, la remunerazione degli executive o qualsiasi altra questione significativa, come determinato dalla Commissione. I broker, che detengono azioni per conto dei beneficiari, ricevono materiale di voto dalla società e lo trasmettono ai beneficiari. In mancanza di istruzioni, in alcune circostanze, i broker possono esprimere voti non istruiti a nome dei beneficiari. Questo impatterà sui risultati delle votazioni non vincolanti sul say-on-pay, aumentando probabilmente la percentuale di voti contrari alla remunerazione degli executive, riflesso delle opinioni degli azionisti che hanno deciso di votare. Questa esclusione dei voti dei broker, senza istruzioni esplicite dai beneficiari effettivi, rende meno probabile che le azioni detenute dagli azionisti al dettaglio vengano votate, conferendo agli investitori istituzionali un potere decisionale determinante

### **Section 971 Proxy Access**

La modifica più controversa nella Corporate Governance introdotta con il Dodd-Frank Act è definita nella Sezione 971 ("Accesso al Proxy") dell'Atto, che conferisce alla SEC il potere di stabilire regole di accesso al proxy<sup>1</sup>, consentendo ad azionisti specifici di proporre candidati direttori nel prospetto informativo aziendale. Questo accesso al proxy è una richiesta a lungo avanzata dagli attivisti azionari per semplificare la nomina e la sostituzione dei direttori in caso di insoddisfazione degli azionisti con la gestione aziendale. Prima di queste regole, gli azionisti dovevano sostenere costi proibitivi distribuendo il proprio prospetto informativo per nominare e ottenere voti per i direttori. Inizialmente, alcuni dubitarono che la SEC avesse il potere di imporre tali regole in base allo Securities Exchange Act, ma il Dodd-Frank Act ha eliminato ogni dubbio, conferendo chiaramente questo potere. Questa regola permette agli azionisti, o a un gruppo, di proporre candidati fino al 25% del Consiglio di amministrazione della società (o un candidato, a seconda di quale sia maggiore) nel prospetto informativo aziendale, riducendo significativamente i costi associati alla gestione di una contestazione tramite il proxy. Tuttavia, per nominare direttori in questo modo, l'azionista o il gruppo deve detenere almeno il 3% del potere di voto all'assemblea annuale per almeno tre anni consecutivi e deve dichiarare di non cercare il controllo. Mentre il requisito del 3% è accessibile per gli investitori istituzionali, il periodo di detenzione di tre anni esclude la maggior parte degli Hedge fund dalla possibilità di nominare candidati al Consiglio.

### **Section 972 CEO's Chair Duality**

In questa sezione si impone alle società di motivare la scelta tra la stessa persona o individui diversi per le cariche di presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato. Un consiglio con un presidente indipendente è spesso più in grado di sorvegliare gli esecutivi e garantire che agiscano nell'interesse degli azionisti. Quando il CEO presiede il consiglio, questa funzione di controllo è compromessa. Pur senza imporre la separazione di presidente e CEO, il Dodd-Frank Act richiede alle società di spiegare perché sia nell'interesse della società che entrambe le posizioni siano ricoperte dalla stessa persona.

---

<sup>1</sup>proxy si riferisce al meccanismo attraverso cui un azionista delega un'altra persona a votare al proprio posto nelle assemblee societarie

### 2.3.2 Quotazione e Indici di Borsa

La Borsa è uno strumento cruciale per le aziende che desiderano competere su scala internazionale. Essa offre nuove opportunità di accesso al capitale di rischio e stimola un miglioramento nella gestione, favorendo un'accelerazione dello sviluppo e la creazione di valore per gli azionisti.

La creazione di valore contribuisce ad aumentare il capitale economico dell'impresa, considerato come investimento. Il cosiddetto "Going-Public", si riferisce generalmente al momento in cui un'azienda lancia la sua offerta pubblica iniziale (IPO), vendendo azioni al pubblico per raccogliere capitale aggiuntivo. La quotazione in borsa è un passo storico per qualsiasi azienda che dovrà non solo prepararsi a un significativo incremento del controllo pubblico, ma anche presentare una vasta quantità di documenti e dichiarazioni finanziarie per soddisfare i requisiti dell'Ente di Regolamentazione che supervisiona le società quotate. Questo processo comporta vantaggi e svantaggi dal punto di vista societario e conseguentemente delle implicazioni che si riversano su tutti gli stakeholders legati alla Company e ai suoi processi. Qui di seguito ne elencherò alcuni:



#### PROs

- **Raccolta di Capitali:** le imprese attingono a notevoli risorse finanziarie attraverso un IPO e successivi round di finanziamento, destinati a sostenere le loro operazioni aziendali, facilitare opportunità di crescita, alimentare la ricerca e lo sviluppo, potenziare le strategie di marketing e affrontare investimenti di capitale.
- **Ottenere una Valutazione Maggiore delle Azioni:** le azioni negoziate in borse valori pubbliche vantano maggiore liquidità rispetto a quelle detenute privatamente, risultando in una valutazione più elevata della capitalizzazione di mercato aziendale e dei relativi prezzi azionari, che si riflette con una maggiore attrazione per gli investitori, sia piccoli che grandi fondi di PE.
- **Finanziamento per Operazioni di Fusione e Acquisizione:** una valutazione superiore consente alle aziende di utilizzare le proprie azioni per portare a termine operazioni di fusione e acquisizione, con la possibilità di impiegare maggiori risorse finanziarie o un minor numero di azioni scambiate. I proventi generati da un IPO o future offerte azionarie possono essere destinati a operazioni M&A, le quali, se condotte con successo, si traducono in sinergie e crescita delle entrate e degli utili aziendali.
- **Riduzione del Debito Aziendale:** le società quotate in borsa possono ridurre il loro indebitamento attraverso un IPO o successive offerte azionarie, migliorando così i flussi di cassa e il rapporto debito/capitale, nonché riducendo i costi finanziari derivanti dagli interessi.
- **Mantenimento dell'Identità Aziendale e Maggiore Visibilità:** la scelta di un IPO come strategia di uscita preserva l'identità e lo status aziendale, mantenendo il nome dell'azienda come punto di riferimento. Le imprese quotate divengono più visibili, attirando l'attenzione di potenziali clienti e partner strategici attraverso una maggiore esposizione mediatica e comunicazioni finanziarie trasparenti.
- **Attirare e Trattenere i Dipendenti:** attraverso incentivi come piani di stock option, le aziende possono attrarre e trattenere dipendenti con un profilo professionale specifico, offrendo opportunità di partecipazione azionaria e sconti sull'acquisto di azioni. Questo può incentivare i dipendenti a preferire le grandi aziende quotate in borsa rispetto alle startup, anche se gli innovatori possono ottenere ricompense più elevate in azioni come investitori precoci nella fase pre-IPO.



## CONSTRAINS

- **Costo di Emissione delle Azioni in un IPO:** le banche d'investimento che fungono da underwriter ricevono una commissione di sottoscrizione, generalmente tra il 4
- **Costo delle Informazioni Pubbliche:** le aziende private, abituate alla riservatezza, dovranno condividere informazioni finanziarie (e non solo) con il pubblico, incluso i concorrenti. Questo potrebbe essere un ostacolo per le aziende riluttanti a condividere informazioni sensibili che potrebbero rivelare scelte strategiche che hanno segnato fino ad ora il successo del business.
- **Gestire per Risultati a Breve Termine invece di Obiettivi a Lungo Termine:** le società quotate devono concentrarsi su indicatori economici a breve termine, il mancato raggiungimento dei quali può causare forti cali delle azioni o la perdita di investitori. Questo potrebbe annebbiare la dirigenza e minare il futuro societario a causa delle scelte di lungo termine.
- **Distrazione dal Business e Opportunità Perse:** durante il processo di IPO, le aziende possono essere distratte da numerosi progetti e riunioni, portando a un aumento dei carichi di lavoro dei dipendenti al di là delle normali attività. Questo sovraccarico potrebbe portare ad errori o a compiti non completati, con il rischio di perdere opportunità di crescita.
- **Rischio di Fallimento dell'IPO:** se i mercati non fossero favorevoli e l'IPO non si concludesse, i costi sostenuti per prepararla, i costi per audit e servizi da parte di consulenti e studi legali sarebbero ormai non recuperabili.
- **Maggiore Costo Medio Ponderato del Capitale:** l'emissione di azioni aumenta il costo medio ponderato del capitale, che è un parametro importante per valutare i progetti di investimento aziendale.

Siccome In linea generale, l'atto di quotarsi in borsa comporta una serie di nuove responsabilità e obblighi volti al miglioramento dell'efficienza e della trasparenza aziendale, è fondamentale per un'azienda considerare il relativo mercato di quotazione e il relativo indice di Borsa su cui si andrà a quotarsi perché variano sia le regole che i tipi di società in quest'ultimi.



### 2.3.2.1 Borsa Italiana

L'evoluzione della Borsa Italiana è stata un percorso dinamico che ha attraversato diverse fasi nel corso del tempo. La sua storia moderna ha avuto inizio nel 1997 con l'istituzione della Borsa Valori di Milano, che ha integrato le principali borse italiane in un'unica entità.

Nel 2007, la Borsa Italiana si è unita alla Borsa di Londra, formando il London Stock Exchange Group, che ha portato a una maggiore integrazione dei mercati finanziari italiani con quelli internazionali. Successivamente, nel giugno 2010, è stata rivista la segmentazione del mercato telematico azionario (MTA), suddividendolo in Large Cap, Mid Cap e Small Cap, costituenti l'indice FTSE Italia All-Share. Il 9 ottobre 2020, London Stock Exchange Group ha venduto Borsa Italiana ad Euronext, in collaborazione con Intesa Sanpaolo e Cassa Depositi e Prestiti e da ottobre 2021, i mercati equity di Borsa Italiana hanno cambiato denominazione: il MTA è diventato Euronext Milan (EXM), il mercato AIM è diventato Euronext Growth Milan (EGM), il mercato dei Investment Vehicles è diventato Euronext MIV Milan, mentre il Segmento STAR è diventato Euronext STAR Milan.

Da questa suddivisione prendono vita i diversi indici di borsa, panieri di azioni con varie quantità di titoli, da centinaia a poche decine, alcuni specifici per settore e altri più generalisti. L'andamento di un indice riflette la media delle prestazioni dei titoli nel paniere, con un peso maggiore per quelli di maggiore capitalizzazione o prezzo.

In Italia i più noti ed adoperati dagli investitori e operatori di mercato son ben cinque indici:

#### FTSE MIB

L'indice azionario più importante in Italia che include le azioni delle 40 società con maggiore capitalizzazione. Questo indice rappresenta circa l'90% del mercato azionario italiano. La capitalizzazione totale di Piazza Affari, considerando l'indice FTSE Italia All-Share, a marzo 2024 era di circa 764,91 miliardi di euro, mentre quella del solo FTSE MIB ha superato i 700 miliardi di euro.

Il FTSE MIB è un "price index", calcolato sommando le capitalizzazioni di mercato delle società che ne fanno parte. Tuttavia, questi indici non considerano interamente la remunerazione agli azionisti, includendo solo l'apprezzamento del capitale (capital gain) e non i dividendi. Di conseguenza, il giorno dello stacco dei dividendi, i titoli subiscono un deprezzamento nominale equivalente al dividendo pagato. Poiché Piazza Affari è una delle Borse più generose al mondo in termini di dividendi (3-4% annuo in media), questo effetto può influire sul FTSE MIB nel lungo periodo. Nel FTSE MIB sono presenti otto banche: (Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, Mediobanca, Bper, MPS, Finecobank e Banca Popolare di Sondrio) che dominano anche in termini di capitalizzazione, con un totale pari al 25% del valore complessivo dell'indice, stimato a circa 698 miliardi. L'Automotive si colloca al secondo posto con quattro società, che hanno una capitalizzazione totale superiore a 127,1 miliardi di euro. Questo principalmente grazie a Ferrari, la società con la maggior capitalizzazione a Piazza Affari. Stellantis ha subito un brusco calo negli ultimi mesi, a causa della debolezza del settore e dei risultati sottotono. Pirelli e Iveco completano il quartetto dell'Automotive. Per contro, i settori con il minor numero di aziende nell'indice principale sono la Tecnologia (con la sola STMicroelectronics) e il Food & Beverage (con Campari). La presenza di titoli del settore finanziario, in particolare delle banche, significa che un andamento positivo del comparto bancario tende a sostenere l'indice. Al contrario, un eventuale ribasso generalizzato degli istituti di credito esercita un effetto frenante sul benchmark di riferimento di Piazza Affari.

In tabella 2.2 troverete la capitalizzazione dell'indice per settore. Di rilievo Stellantis al 15/04/24 era prima in classifica con una market cap di circa 77 mld€ è un prezzo delle azioni di 24,9 €. AL 5/10/24 si ritrova sesta con un prezzo azioni dimezzato a 12,1 € (Fig 2.19).

Settore	Numero Componenti	Market Cap (mld €)	Peso % sul FTSE MIB
Banche	8	174,8	25,0%
Automotive	4	127,1	18,2%
Utility	7	123,9	17,7%
Oil & Gas	3	65,1	9,3%
Assicurazioni	3	62,6	9,0%
Industriali	4	42,1	6,0%
Tecnologia	1	23,6	3,4%
Health Care	3	22,6	3,2%
Moda e Lusso	2	19,3	2,8%
Tlc e Media	2	15,7	2,2%
Servizi Finanziari	2	11,4	1,6%
Food & Beverage	1	10,2	1,5%

Tabella 2.2: Capitalizzazione di mercato FTSE MIB pesata per settore

## La Classifica di Piazza Affari

	Titolo	Raccomandazioni (**)	Capital MLN €
1	<b>Ferrari</b>	HOLD	<b>80531</b>
2	<b>Enel</b>	BUY	<b>72349</b>
3	<b>Intesa Sanpaolo</b>	BUY	<b>67900</b>
4	<b>Unicredit</b>	BUY	<b>61853</b>
5	<b>Eni</b>	BUY	<b>47890</b>
6	<b>Generali</b>	HOLD	<b>40471</b>
7	<b>Stellantis</b>	BUY	<b>37747</b>
8	<b>STMicroelectr.</b>	HOLD	<b>23726</b>
9	<b>Prysmian</b>	BUY	<b>19391</b>
10	<b>Tenaris</b>	BUY	<b>17375</b>
11	<b>Poste Italiane</b>	BUY	<b>16489</b>

Figura 2.19: Classifica per market cap delle società quotate su FTSE MIB

Fonte: il Sole24Ore, dati del 5/10/24

### **FTSE all Share**

Questo indice comprende titoli classificati in Large, Mid e Small Cap e la sua composizione è rivista ogni tre mesi, un processo complesso che coinvolge ben 221 società. Dal 2010, il FTSE Italia All-Share ha sostituito il MIBtel come indice principale della Borsa Italiana. Il MIBtel riassumeva tutte le azioni quotate su MTA e MTAX, inclusi MIB30 e Midex.. La sua composizione viene rivista ogni tre mesi, un processo complesso che coinvolge ben 221 società.

### **FTSE IT Mid Cap**

Questo indice italiano si distingue dagli altri perché include le 60 azioni più liquide e con la maggiore capitalizzazione che non fanno parte dell'FTSE MIB. In precedenza, noto come Midex, l'indice ha subito modifiche in seguito alla fusione della Borsa Italiana con il London Stock Exchange, portando alla nascita del nuovo indice. Le società incluse coprono una vasta gamma di settori, tra cui moda, tecnologia, edilizia, servizi pubblici, banche, servizi finanziari, salute e altro ancora, senza dimenticare le azioni di riserva. Esempi di società che trovi in questo indice sono Juventus F.C , Brembo, Iren, Mondadori Edit

### **FTSE IT Small Cap**

L'indice comprende 120 titoli caratterizzati da una bassa capitalizzazione. Pur avendo un impatto relativamente ridotto, rappresentano circa il 4% della capitalizzazione del listino italiano, con una liquidità inferiore rispetto alla media del mercato. Tra le società presenti ci sono nomi noti come Il Sole 24 Ore, Pininfarina, Unieuro e la squadra di calcio Lazio.

### **FTSE IT STAR**

Questo indice, gestito dalla Borsa Italiana, comprende società di medie dimensioni con una capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro. Il segmento STAR è stato creato per rendere queste società più attrattive agli occhi degli investitori, fornendo al contempo una maggiore protezione attraverso elevati standard di trasparenza e governance. Per farne parte, le aziende devono rispettare specifici requisiti:

- **Trasparenza:** le società devono pubblicare relazioni trimestrali, avere un sito web in italiano e inglese e nominare un manager per le relazioni con gli investitori.
- **Liquidità:** deve essere almeno del 35% per le nuove quotazioni e del 20% per le società già quotate.
- **Corporate Governance:** le aziende devono avere una struttura chiara con la separazione dei poteri gestionali e di controllo, un comitato di controllo interno e un piano remunerativo per amministratori e manager.

Inoltre, riporto la presenza degli indici FTSE Italia Growth, che raccolgono le PMI ad alto potenziale di crescita, e dell'indice FTSE Italia Brands, che include i migliori brand italiani per creatività, eccellenza, intuito imprenditoriale e innovazione. I requisiti per accedere al mercato azionario variano a seconda dei listini. Nel caso del segmento Euronext Growth Milan, dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita, i requisiti sono più ridotti rispetto ai mercati principali.

Ecco una tabella riassuntiva che evidenzia le principali differenze fra i vari indici italiani

Requisiti formali IPO	Euronext Milan	Segmento Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan
<i>Flottante</i>	25%	35%	10% - 5 Investitori Istituzionali *
<i>Bilanci certificati</i>	3	3	1 (se esistente)
<i>Principi contabili</i>	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
<i>Offerta</i>	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Principalmente istituzionale (retail con offerte < €8m)
<i>Altri documenti</i>	Prospetto informativo	Prospetto informativo	Documento di ammissione
<i>Market Cap (€)</i>	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
<i>CDA (n. Independenti)</i>	TUF	Obbligatorio	C.d.A con 1 amministratore indipendente
<i>Comitato controllo, rischi</i>	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
<i>Comitato remunerazione</i>	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale
<i>Incentivi top management</i>	Raccomandato	Obbligatorio (remunerazione legata a performance)	Nessun requisito formale
<i>Investor relations manager</i>	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio
<i>Sito Web</i>	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
<i>Principale Advisor</i>	Listing Agent / Global coordinator	Listing Agent / Global coordinator	Euronext Growth Advisor / Global Coordinator

Figura 2.20: Requisiti IPO Borsa italiana per indice di mercato

Fonte: ricreazione personale tramite dati Borsaitaliana

Requisiti formali on going	Euronext Milan	Segmento Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan
<i>Codice di Corporate Governance</i>	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
<i>Specialist</i>	Obbligatorio per società con capitalizzazione inferiore a 1bn per i primi 3 anni dalla quotazione	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche e annuali / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche annuali)
<i>OPA</i>	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva ,90%-95% per residuale	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva ,90%-95% per residuale	OPA Statutaria
<i>Parti correlate</i>	Procedure e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi
<i>Dati trimestrali</i>	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre (esonero IV trimestre se relazione annuale pubblicata entro 90 giorni chiusura esercizio)	Non obbligatori
<i>Dati semestrali</i>	Si – entro 90 giorni da chiusura semestre Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – entro 75 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
<i>Dati annuali</i>		Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio
<i>Informativa con tabele</i>	TUF e Regolamento Emittenti	TUF e Regolamento Emittenti	MAR e Regolamento Euronext Growth Milan

Figura 2.21: Requisiti on-going Borsa italiana per indice di mercato

Fonte: ricreazione personale tramite dati Borsaitaliana

### 2.3.2.2 The US Stock Exchange e Index

Si potrebbe essere indotti a pensare che, data l'importanza attuale delle borse valori, queste siano nate negli Stati Uniti. Tuttavia, come già menzionato nel primo capitolo, il primo mercato moderno di scambio azionario fu creato ad Amsterdam quando la Compagnia Olandese delle Indie Orientali divenne la prima società quotata in borsa. Per raccogliere capitale, la compagnia decise di vendere azioni e pagare dividendi agli investitori. Successivamente, nel 1611, fu creata la borsa valori di Amsterdam. E a dire il vero, nonostante oggi sia la più importante e la più grande al mondo per capitalizzazione di mercato, la New York Stock Exchange (NYSE) non fu nemmeno la prima borsa valori in America.

Questo primato spetta alla Borsa di Philadelphia, fondata nel 1790, che ebbe un impatto profondo sul ruolo della città nell'economia globale, contribuendo a stimolare lo sviluppo dei settori finanziari degli Stati Uniti e la loro espansione verso ovest. La storia della Borsa di New York inizia solo due anni dopo, con la firma dell'Accordo Buttonwood da parte di ventiquattro agenti di borsa e mercanti di New York il 17 maggio 1792, fuori dal numero 68 di Wall Street, sotto un albero di Buttonwood. All'inizio, a New York City venivano scambiati cinque titoli, con la prima società quotata alla NYSE che era la Bank of New York.

A differenza della lunga storia della NYSE, il NASDAQ esiste solo dal 1971. La National Association of Securities Dealers Automated Quotations è stata fondata con l'idea di creare il primo mercato azionario gestito elettronicamente al mondo. Sebbene inizialmente non permettesse l'esecuzione delle operazioni di trading in modo elettronico, forniva quotazioni di azioni automatizzate. Poco dopo, il NASDAQ divenne l'exchange principale per la maggior parte delle transazioni OTC (over-the-counter) e, nel 1998, divenne il primo mercato a offrire il trading online. Senza dilungarmi troppo sulle tappe storiche di questi due exchange, vorrei evidenziare le differenze che li caratterizzano: Innanzitutto, osservando la capitalizzazione di mercato, quella della NYSE supera di gran lunga quella del NASDAQ (sebbene il NASDAQ effettui più scambi al giorno). Tuttavia, il NASDAQ è cresciuto molto più rapidamente negli

ultimi anni, cosa attribuita al successo delle azioni del settore tecnologico durante la pandemia globale di coronavirus. A marzo 2024, la differenza tra i due era di soli 3 trilioni di dollari.(Fig2.22)

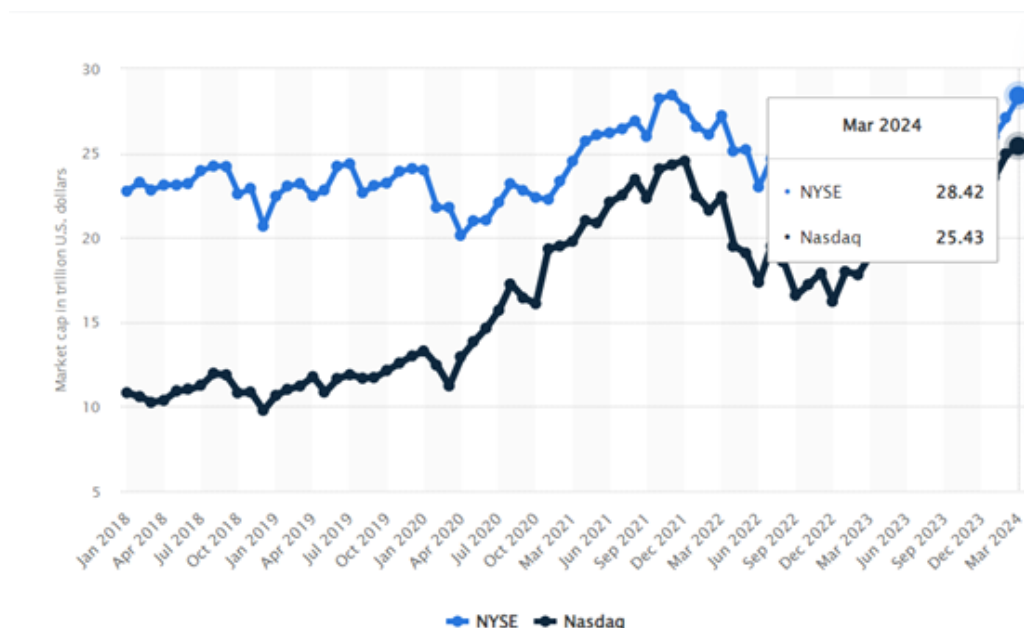


Figura 2.22: Andamento azionario degli indici NYSE vs NASDAQ

Fonte: Marketscreener

I due exchange hanno modelli di trading differenti: sebbene la NYSE abbia ancora il suo trading floor a Wall Street, la stragrande maggioranza delle transazioni avviene nel data center a Mahwah, New Jersey. La NYSE ha un modello di trading ibrido che utilizza sia persone che tecnologia, mentre il NASDAQ è interamente un exchange elettronico. Altra cruciale differenza è che il NYSE è un mercato d'asta (Auction offer), dove i partecipanti comprano e vendono direttamente l'uno dall'altro. Questo sistema implica che acquirenti e venditori effettuano offerte competitive simultaneamente, e l'esecuzione delle transazioni riflette l'accoppiamento del prezzo di offerta più alto con il prezzo di richiesta più basso.

Il NASDAQ è invece un Dealer offer, significa che i partecipanti non acquistano e vendono direttamente tra loro, ma attraverso un dealer noti come market maker, solitamente società di brokeraggio o banche, che abbinano elettronicamente acquirenti e venditori molto rapidamente. Cambia poi inoltre il ruolo dei "traffic controllers", in sintesi, coloro che collegano acquirenti e venditori e che in ciascuna borsa, sono responsabili di gestire i problemi di traffico e garantire il corretto funzionamento dei mercati: il traffic controller del NASDAQ, conosciuto come "market maker", effettua attivamente acquisti e vendite di azioni per conto dei trader. Al contrario, al NYSE, il traffic controller, noto come 'specialist', facilita il mercato stabilendo i prezzi di apertura delle azioni, accettando ordini limite e moderando l'interesse per azioni specifiche. Sulla carta, i due ruoli differiscono nel senso che il market maker del Nasdaq crea direttamente un mercato, mentre lo specialist del NYSE si limita a facilitarlo. Tuttavia, entrambi hanno l'obiettivo comune di garantire un mercato fluido e ordinato per i clienti.

Infine, il NYSE è rinomato per quotare azioni di blue chip tradizionali e ospita 70 delle principali società globali, insieme a migliaia di marchi famosi come McDonald's e Coca-Cola. Il NASDAQ, invece, è la sede di numerose società ad alta crescita nel settore internet, biotecnologico e in altri settori orientati alla crescita (NVIDIA, APPLE, META). Questo aspetto comporta ritorni attesi più elevati, ma anche una maggiore varianza, che in periodi di eventi dannosi come le bolle finanziarie ha portato il Nasdaq a impiegare quasi 15 anni per raggiungere nuovi massimi, mentre il mercato NYSE ha impiegato meno della metà di quel tempo. Per questi motivi il NYSE e il NASDAQ hanno standard di quotazione pensati per aziende di diverse dimensioni e condizioni finanziarie. Il primo spesso associato a imprese più affermate grazie alle sue soglie finanziarie più elevate, mentre il Nasdaq è noto per essere più accessibile a società giovani e in rapida crescita.

Di seguito, alcuni aspetti degli standard di quotazione di questi mercati sottoforma di tabelle riassuntive

Nasdaq Global Select Market: Financial Requirements (required to meet one of the following)	
<b>#1a - Earnings</b>	
Aggregate Pre-Tax Income for Last 3 Years	11 M\$
Min. Pre-Tax Income in each of 2 Preceding Years	2.2 M\$ (tutti e tre gli ultimi anni positivi)
<b>#2a - Valuation/Revenue with Cash Flow test</b>	
Global Market Capitalization	average >= 550 M\$ (negli ultimi 12 mesi)
Revenues (most recent 12-month period)	110 M\$
Aggregate Cash Flow for last 3 years (with positive amount in all years)	27.5 M\$
<b>#3a - Pure Valuation/Revenue Test Issuer must have at least</b>	
Global Market Capitalization	average >= 850 M\$ (negli ultimi 12 mesi)
Revenues (most recent 12-month period)	90 M\$
<b>#4a-Assets and Equity Test</b>	
Global Market Capitalization	160 M\$
Total Assets	80 M\$
Stockholders Equity	55 M\$

Figura 2.23: Nasdaq Global Select Market: Financial Requirements

Nasdaq Global Select Market: Liquidity requirements (required to meet all of the following distribution standards)	Initial Public Offerings and Spin-Off Companies	Direct Listing with a Capital Raise or Seasoned Companies	Direct listing	Affiliated Companies
Publicly held shares (azioni detenute pubblicamente)	1.25 million	1.25 million	1.25 million	1.25 million
Total Shareholders and avg monthly Trading Volume (in 12 past months)		550 and 1.1 million	550 and 1.1 million	550 and 1.1 million
Market value of publicly held shares	45 million	100 million	100 million	45 million
Stockholders' equity	/	110 million	110 million	/
Trading Price of Listed Securities	4\$	4\$	4\$	4\$

Figura 2.24: Nasdaq Global Select Market: Liquidity Requirements

NYSE Financial standards (required to meet one of the following )	NYSE quantitative listing standards applicable to Domestic Issuers	NYSE Alternate Listing Standards for Foreign Private Issuers*
<b>#1a - Earnings</b>		
Aggregate Pre-Tax Income for Last 3 Years	10 M\$	100 M\$
Min. Pre-Tax Income in each of 2 Preceding Years	2 M\$ (tutti e tre gli ultimi anni positivi)	25 M\$ (ultimi due gli ultimi anni positivi)
alternativa		
Aggregate Pre-Tax Income for Last 3 Years	12 M\$	
Min. Pre-Tax Income in each of 2 Preceding Years	5 M\$ nell'anno fiscale più recente e 2 M\$ nell'anno successivo al più recente.	
<b>#2a - Valuation/Revenue with Cash Flow test</b>		
Global Market Capitalization	500 M\$	500 M\$
Revenues (most recent 12-month period)	100 M\$	100 M\$
Aggregate Cash Flow for last 3 years (with positive amount in all years)	25 M\$	100 M\$
<b>#3a - Pure Valuation/Revenue Test Issuer must have at least</b>		
Global Market Capitalization	750 M\$	750 M\$
Revenues (most recent 12-month period)	75 M\$	75 M\$
<b>#4a-Assets and Equity Test</b>		
Global Market Capitalization	150 M\$	N/A
Total Assets	75 M\$	N/A
Stockholders Equity	50 M\$	N/A

Figura 2.25: NYSE: Financial Requirements

NYSE Liquidity requirements (required to meet all of the following distribution standards)	standard 1	In tutto il mondo
N. di azioni detenute pubblicamente	1.1 millions	2.5 millions
N. Possessori di lotti di enti pubblici	500 azionisti e un volume medio di scambi mensili di almeno 100.000 (ultimi 6 sei mesi.)	5,000
Valore di mercato dei titoli detenuti pubblicamente	40 M\$ per le compagnie che tengono un IPO o spin-off (scissione azienda) e 100 M\$ per le altre	100 M\$
Prezzo di negoziazione dei titoli quotati	\$ 4,00	\$ 4,00
Patrimonio netto degli azionisti	N / A	55 millions

Figura 2.26: NYSE: Liquidity Requirements

Fonte: ricreazione personale tramite dati NASDAQ E NYSE

Il Nasdaq Stock Market è suddiviso in tre livelli distinti:

1. Nasdaq Global Select Market,
2. Nasdaq Global Market
3. Nasdaq Capital Market

I candidati devono soddisfare specifici requisiti finanziari, di liquidità e di governance aziendale per essere approvati per la quotazione in uno di questi livelli di mercato. I requisiti iniziali finanziari e di liquidità sono i più rigorosi partendo dall'alto per il Nasdaq Global Select Market e man mano saranno meno stringenti. I requisiti di governance aziendale sono uniformi per tutti i livelli del mercato Nasdaq.

In tabella ho riportato i requisiti solo del Global Select Market. Lascio allegato le regole degli altri mercati del Nasdaq e le guide più approfondite per anche gli altri mercati trattati (NYSE e NASDAQ Global Select Market)

[47][57]

### **Dow Jones Industrial Average Index**

Abbreviato come DJIA, il Dow Jones misura la performance di 30 azioni rilevanti, principalmente negoziate sul New York Stock Exchange (NYSE) e alcune sul Nasdaq. Le aziende che compongono il DJIA appartengono a vari settori dell'economia, dalla tecnologia al retail fino ai farmaceutici, includendo nomi riconoscibili come McDonald, Boeing, Disney, Nike, American Express ecc Il Dow Jones è non solo l'indice azionario più seguito e citato, ma anche il più antico. Fu creato nel 1896 da Charles Dow per suscitare l'interesse degli investitori nell'acquisto di azioni. Il DJIA, utilizza un indice di tipo price weighted, ovvero il fattore di ponderazione è dato dal prezzo dei titoli che compongono. Il valore del Dow viene calcolato sommando i prezzi di tutte le azioni nell'indice e dividendo per il numero totale di azioni. Le azioni con un prezzo più alto hanno un peso maggiore e un impatto più significativo sull'indice rispetto a quelle con un prezzo più basso.

### **Nasdaq Index**

L'indice principale della Borsa americana per i titoli tecnologici è monitorato da due indici: il Nasdaq Composite, che misura la performance di tutte e oltre le 3000 società negoziate, e il Nasdaq-100, composto dalle 100 maggiori società non finanziarie quotate. A differenza del DJIA, che pondera l'importanza dei titoli in base ai prezzi delle azioni, il Nasdaq Composite utilizza la capitalizzazione di mercato cioè il valore è calcolato sommando la capitalizzazione di mercato di tutte le azioni e dividendola per il numero di società. Mentre il Dow Jones riflette la fiducia degli investitori nelle azioni, il Nasdaq riflette la performance delle aziende più grandi. Il 24 luglio 2023, il Nasdaq ha effettuato un riequilibrio speciale del Nasdaq-100 per affrontare la sovra concentrazione e ridurre la dipendenza da poche grandi aziende. Secondo le regole del Nasdaq, se le azioni con un peso superiore al 4,5% rappresentano più del 48% dell'indice, è necessario un riequilibrio. Questo è stato causato da un rally delle azioni tecnologiche e di Tesla, che ha portato il peso delle prime cinque società (Microsoft, Apple, Nvidia, Amazon e Tesla) oltre il 48%.

**Standard & Poor's 500** Lo S&P 500 è il principale indice azionario nordamericano. Creato nel 1957 dopo il Dow Jones, è considerato da molti investitori una rappresentazione più accurata del mercato azionario degli Stati Uniti. Lo S&P 500 è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato che include le azioni delle principali 500 grandi aziende negoziate al New York Stock Exchange (NYSE), all'American Stock Exchange (AMEX) e al NASDAQ. Queste aziende sono selezionate attraverso un processo mirato a garantire che le 500 più grandi per capitalizzazione di mercato facciano parte dell'indice. Tutti i titoli rappresentano aziende statunitensi con una capitalizzazione di mercato superiore a 18,1 miliardi di dollari, un flottante di almeno il 75%, un volume di scambi mensili negli ultimi 6 mesi non inferiore a 250.000 azioni e un prezzo medio annuo superiore a 1,0 dollari, con un utile positivo nei quattro trimestri precedenti. Sebbene la maggior parte delle aziende incluse sia statunitense, possono essere ammesse anche aziende straniere.

### 2.3.2.3 Atri indici di Borsa mondiali

- **EURO-STOXX 50:** è il principale indice azionario delle blue chip nell'area dell'euro, creato dalla società Stoxx, controllata dal gruppo Deutsche Börse. L'indice è ponderato in base alla capitalizzazione di mercato e include 50 titoli di società quotate in paesi europei ma nonostante il suo nome, il 70% dei titoli che lo compongono proviene da Francia e Germania. (per l'Italia troviamo Unicredit, Intesa SP, Stellantis, Enel)
- **FTSE 100 (Regno Unito):** è l'indice delle 100 società più capitalizzate quotate alla Borsa di Londra. Rappresenta una porzione significativa del mercato azionario britannico ed è un indicatore chiave della salute economica del Regno Unito.
- **DAX 40 (Germania):** è composto dalle 40 principali società tedesche quotate alla Borsa di Francoforte. È uno degli indici di riferimento per l'economia europea, rappresentando il cuore del settore industriale e finanziario tedesco.
- **CAC 40 (Francia):** rappresenta le 40 principali società francesi quotate alla Borsa di Parigi. È uno dei principali indicatori delle performance del mercato azionario in Francia e in Europa.
- **Nikkei 225 (Giappone):** è l'indice di riferimento della Borsa di Tokyo e comprende 225 tra le più grandi aziende giapponesi. È uno degli indici asiatici più seguiti e un indicatore dell'andamento economico giapponese.
- **Hang Seng (Hong Kong):** l'indice è la performance delle 50 maggiori società quotate alla Borsa di Hong Kong. È spesso considerato un barometro della salute economica di Hong Kong e della Cina.
- **Shanghai Composite:** è l'indice principale della Borsa di Shanghai e riflette la performance delle azioni A (riservate agli investitori cinesi) e delle azioni B (accessibili agli investitori esteri). È un importante indicatore dell'economia cinese.
- **Bovespa (Brasile):** è l'indice principale della Borsa di San Paolo (B3) in Brasile. Include le società più liquide e rappresenta l'andamento del mercato azionario brasiliano.
- **Sensex (India)** ufficialmente chiamato S&P BSE Sensex, è l'indice principale della Borsa di Bombay (BSE) in India. Comprende 30 delle principali società indiane ed è un indicatore chiave della performance economica del paese.
- **S&P/ASX 200 (Australia):** l'indice rappresenta le 200 principali società quotate alla Borsa australiana (ASX). È il principale indicatore delle performance del mercato azionario in Australia.
- **IPC-(Mexico):** è l'indice principale della Borsa Messicana, composto dalle 35 principali aziende quotate. Riflette la performance del mercato azionario messicano.





Figura 2.27: Mappa con i maggiori indici a livello mondiale



## Capitolo 3

# LA GOVERNANCE ITALIANA

Un sistema di governance efficace dovrebbe garantire un'allocazione ottimale del controllo, assicurando che le aziende siano gestite dagli agenti più competenti. Inoltre, dovrebbe garantire che le imprese abbiano accesso ai finanziamenti esterni necessari per la crescita, il che richiede una certa separazione tra proprietà e controllo, e una protezione adeguata per coloro che finanziano l'azienda senza esercitare un controllo diretto. La separazione permette la crescita e la diversificazione dei portafogli, ma richiede un controllo attento per assicurare che gli interessi di chi detiene il controllo non si allontanino troppo da quelli dei proprietari. Mentre negli Stati Uniti, dove le società hanno un azionariato diffuso composto da una moltitudine di piccoli azionisti, l'attenzione è rivolta principalmente al controllo dell'infedeltà dei manager (agenti), in Italia prevale una situazione diversa. Qui, una grande parte delle aziende ha una proprietà concentrata, in cui un singolo azionista o una coalizione stabile non solo controlla la società nominando e revocando gli amministratori e prendendo le decisioni più importanti, ma è anche protetta da tentativi di scalate ostili. Anche la separazione ottenuta tramite la supervisione finanziaria da parte di banche o altri intermediari è rara nel nostro paese. La supervisione bancaria ha impedito alle banche di detenere azioni nelle società industriali, fatta eccezione per Mediobanca. I fondi pensione e i fondi d'investimento non hanno posseduto blocchi significativi di azioni in società non finanziarie, in parte a causa del generoso sistema pensionistico pubblico basato su titoli di Stato. Un ulteriore aggravamento di questa situazione inadeguata è rappresentato dall'uso di strutture aziendali a piramidali, che consistono in catene di società attraverso le quali è possibile controllare un'impresa quotata con investimenti relativamente modesti nella holding al vertice del gruppo. Questo modello crea una netta separazione tra potere e rischio d'impresa, costituendo un elemento distintivo del nostro sistema. Amplificato dall'ingresso in scena nel 2014 delle azioni a voto plurimo e maggiorato il contesto di gruppi piramidali in Italia crea quella situazione di controllo senza maggioranza assoluta dove la società al vertice può governare l'intero gruppo pur possedendo solo una minoranza del capitale totale, grazie alla proprietà frazionata lungo la catena di controllo. Questo fenomeno è offerto da un effetto leva, che consente agli azionisti della società al vertice di esercitare un controllo molto più ampio rispetto alla loro effettiva quota di capitale, mantenendo così il potere decisionale con una piccola porzione del capitale complessivo. Le piramidi societarie offrono anche la possibilità di ottimizzare il carico fiscale, sfruttando le differenze di tassazione tra le varie giurisdizioni. Tuttavia, questi vantaggi sono accompagnati da alcuni svantaggi rilevanti, come la scarsa trasparenza, che rende più complessa la comprensione della reale struttura di controllo e delle responsabilità, e il rischio di potenziali abusi, poiché questo tipo di struttura può concentrare il potere decisionale nelle mani di pochi, a scapito degli azionisti di minoranza. Inoltre, tale pratica costituisce sicuramente un freno alla crescita e allo sviluppo dei mercati finanziari, poiché limita il trasferimento del controllo proprietario al mercato, riservando i benefici esclusivamente a un ristretto gruppo di eletti perché rende più difficile per terzi acquisire il controllo dell'intero gruppo tramite una scalata, poiché sarebbe necessario acquisire partecipazioni lungo tutta la catena di controllo.[12]

### 3.1 ANALISI SOCIETÀ ITALIANE

In questa sezione verrà analizzata l'evoluzione della struttura proprietaria delle società italiane quotate, con un'attenzione particolare alle trasformazioni del modello di controllo e all'identificazione dell'ultimate controlling agent. Si esaminerà il ruolo sempre più rilevante degli investitori istituzionali, valutando in che misura la loro crescente presenza abbia influenzato l'assetto proprietario e le dinamiche decisionali all'interno delle imprese. Un altro aspetto centrale dell'analisi sarà il cambiamento nella struttura dei diritti di voto, considerando come tali mutamenti abbiano modificato il bilanciamento dei poteri e le relazioni tra gli azionisti di maggioranza e minoranza. Infine, l'analisi riporterà i venti principali società italiane per fatturato, offrendo una visione d'insieme delle aziende di maggiore impatto nel panorama economico nazionale, e di come queste abbiano affrontato o contribuito ai cambiamenti strutturali descritti. L'obiettivo è fornire una comprensione completa di come la governance delle società italiane si sia evoluta nel corso degli ultimi decenni, e di quali fattori abbiano contribuito alla loro attuale configurazione. Per l'analisi sfrutterò la documentazione offertami da un estratto del lavoro delle docenti del Politecnico di Torino, Laura Rondi (mia relatrice di tesi) e Laura Abrardi integrandolo con gli ultimi dati e le informazioni provenienti dai rapporti annuali della Consob per aggiornare il periodo di riferimento.[13][1]

#### Ownership and Control Structure

L'ownership and control structure descrive come la proprietà di un'azienda sia distribuita tra i vari azionisti e come il potere di controllo (ovvero la capacità di influenzare o determinare le decisioni aziendali) sia distribuito tra i vari partecipanti. Nei contesti aziendali, soprattutto nelle società quotate, come visto nei capitoli precedenti, la separazione tra proprietà e controllo può avere implicazioni significative per la governance e la performance dell'impresa. È importante notare che l'identità degli azionisti delle società quotate è diventata pubblicamente accessibile solo a partire dal 1994, e riguarda esclusivamente gli azionisti che detengono almeno il 2% del capitale (diritti di voto), ovvero i cosiddetti "soci rilevanti", come definiti dalla Consob.

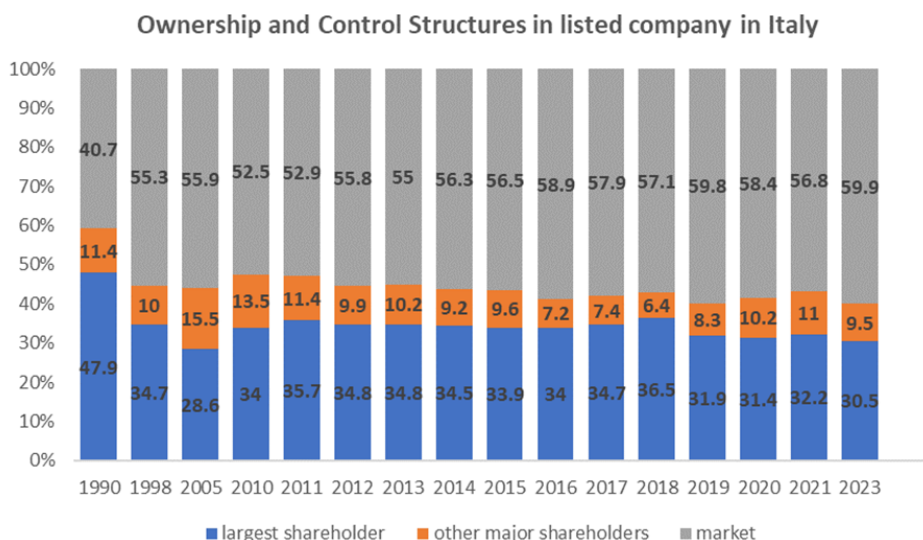


Figura 3.1: Concentrazione della proprietà nelle aziende quotate italiane dal 1990 al 2023 (medie ponderate per valore di mercato; percentuali sulla capitalizzazione totale per anno)

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

Il grafico in Fig3.1 rappresenta l'evoluzione della concentrazione della proprietà delle società italiane quotate in borsa, evidenziando diverse tendenze tra il 1990 e il 2023.

Ecco alcune osservazioni chiave: per prima cosa notiamo come negli anni '90, la concentrazione della proprietà è diminuita principalmente a causa della privatizzazione di diverse grandi aziende. Inoltre, diverse aziende con una concentrazione proprietaria molto elevata sono state delistate, contribuendo così a ridurre la concentrazione media sul mercato.

Parallelamente, l'aumento dell'uso di modelli di controllo coalizionale basati su patti parasociali ha portato a una maggiore contendibilità del controllo delle società quotate.

Nel 2005, si è osservata un'ulteriore diluizione della quota media del principale azionista, insieme a un incremento degli "altri azionisti rilevanti", grazie a nuove riorganizzazioni aziendali e alla vendita di ulteriori partecipazioni azionarie detenute dallo Stato.

Dopo il picco del 2005, la quota degli altri azionisti diminuisce progressivamente, probabilmente a causa della crisi finanziaria globale e dalla crisi dei debiti sovrani, che ha ridotto l'appetito di investitori istituzionali e fondi per il rischio. Gli investitori più prudenti, come banche e fondi, possono aver ridotto il loro coinvolgimento nelle società italiane. Questo si riflette con la crescita diametralmente opposta delle quote sino al 2018 del maggior azionista (proprietà familiare) come attore protagonista sui mercati italiani.

Il mercato ha aumentato gradualmente la sua quota dal 40,7% nel 1990 a quasi il 60% nel 2023, riflettendo una progressiva democratizzazione del capitale azionario. La tendenza potrebbe riflettere una maggiore fiducia complessiva nel mercato italiano di attrarre e mantenere investitori in seguito ai suoi cambiamenti strutturali e ai suoi più nuovi ampi orizzonti merito delle ultime riforme di Corporate Governance avvenute in questo processo di armonizzazione di una strada lunga ormai oltre vent'anni.

Sebbene ci sia stata una leggera dispersione delle quote di mercato, la stabilità nella quota di controllo suggerisce una resistenza al cambiamento nella distribuzione del potere tra gli azionisti. Questo riflette una tendenza culturale e strutturale in Italia, dove il controllo delle aziende rimane nelle mani di pochi attori, spesso resistendo alla frammentazione.

[1]

## Modello di controllo delle società quotate italiane

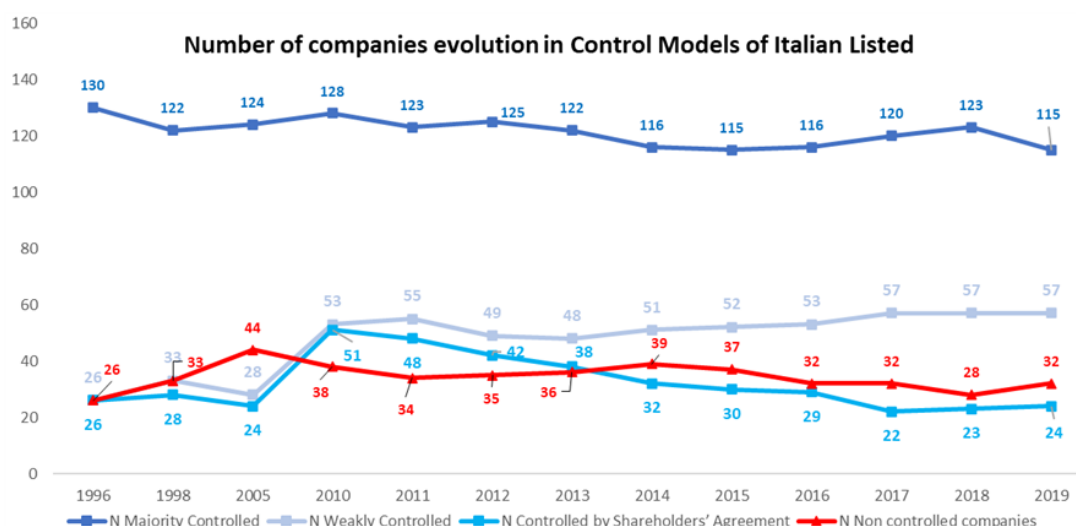


Figura 3.2: Trend anni 1996-2019 del modello di controllo in uso nel numero di società quotate in Italia

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

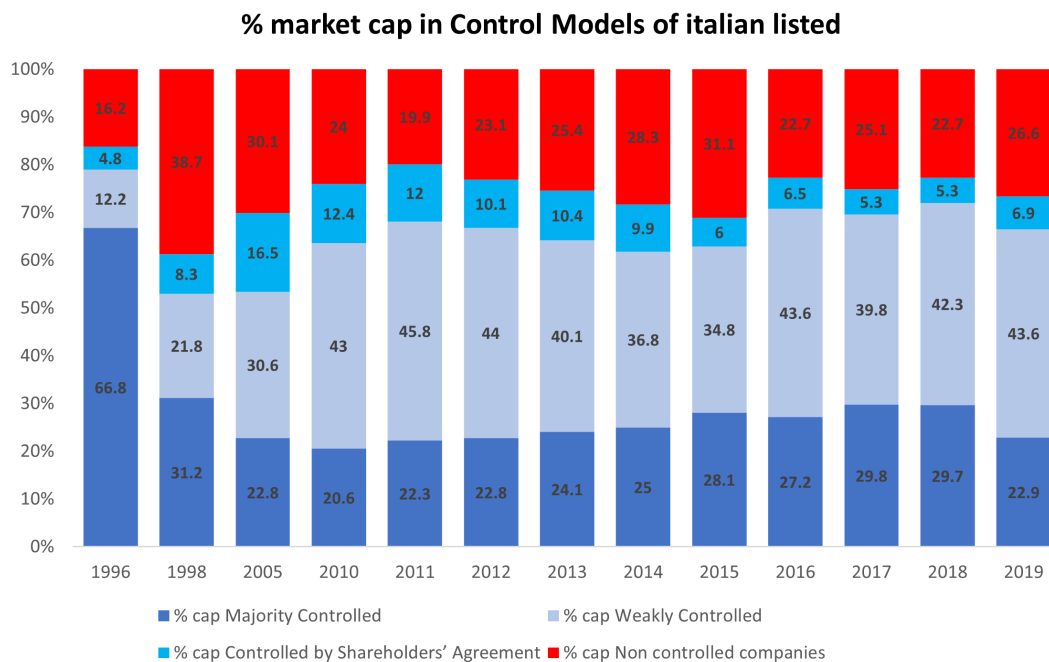


Figura 3.3: Trend anni 1996-2019 del modello di controllo in uso pesato sulla capitalizzazione di mercato delle di società quotate in Italia

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

Confrontando il primo e l'ultimo anno nei grafici in Fig3.2 ein Fig3.3, ovvero il 1996 e il 2019 notiamo diverse differenze. Innanzitutto, sebbene il numero delle società controllate di maggioranza (cioè per lo più aziende familiari) sia stabile, la loro quota di capitalizzazione di mercato totale è ridotta di 2/3, passando dal 66,8% al 22,9% nel 2019.

In aggiunta, le società a controllo debole sono aumentate sia in numero che in valore di mercato durante il periodo considerato, indicando che alcune grandi aziende non sono più gestite tramite una maggioranza legale e che il controllo di maggioranza sta diventando una caratteristica più comune tra le aziende di dimensioni più ridotte.

Le società controllate tramite un accordo tra azionisti aumentano inizialmente, soprattutto negli anni della crisi finanziaria, ma successivamente sembrano aver perso appeal e nel 2019 il loro numero era inferiore a quello del 1996.

Infine, le 'società non controllate' (la categoria simile alle 'società pubbliche') sembrano essere stabilizzate ad un trend sia in termini di numero che in capitalizzazione nel 2016 lasciando trasparire la scarsa attinenza alla 'widely held ownership' tipico delle società di stampo anglosassone e ancora visto con riluttanza nel nostro paese. <sup>1</sup>

<sup>1</sup>Nota: la Consob classifica le società in base ai tipi di controllo come segue:

- controllo di maggioranza',
- 'controllo debole' (cioè, controllato attraverso un pacchetto di controllo di minoranza)
- 'controllato tramite un accordo tra azionisti' se è presente un voto fiduciario o una coalizione tra azionisti di minoranza,
- 'società non controllate' se non può essere identificato un azionista di controllo

## Identità dell'azionista di controllo nelle società italiane quotate negli anni 1996-2023 (Ultimate Ownership)

	Individual		Other company		Financial		State		Foreign		No UCA		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
1996	45	21.63	54	25.96	19	9.13	21	10.10	17	8.17	52	25.00	208	100
2000	53	22.36	53	22.36	22	9.28	16	6.75	31	13.08	62	26.16	237	100
2002	64	27.71	49	21.21	18	7.79	18	7.79	24	10.39	58	25.11	231	100

Year	Families (No.)	Families (% Weight)	Families (% Market Cap)	State (No.)	State (% Weight)	State (% Market Cap)	Financial institutions (No.)	Financial institutions (% Weight)	Financial institutions (% Market Cap)	Mixed (No.)	Mixed (% Weight)	Mixed (% Market Cap)	No UCA (No.)	No UCA (% Weight)	No UCA (% Market Cap)	Total
2012	152	60.6%	26.4	22	8.8%	41.7	9	3.6%	0.6	20	8.0%	6.8	48	19.1%	24.5	251
2013	149	61.1%	29.7	21	8.6%	34.7	9	3.7%	0.7	16	6.6%	7.2	49	20.0%	27.8	244
2014	145	60.9%	27.7	19	8.0%	32.2	11	4.6%	0.9	16	6.7%	7.5	47	19.7%	31.7	238
2015	143	61.1%	29.2	19	8.1%	30.4	10	4.3%	0.9	14	6.0%	3.6	48	20.5%	35.9	234
2016	146	63.5%	33.3	21	9.1%	35.9	10	4.3%	0.8	12	5.2%	3.6	41	17.8%	26.5	230
2017	145	62.8%	33.5	23	10.0%	34.0	14	6.1%	0.9	7	3.0%	2.6	42	18.2%	29.0	231
2018	152	65.8%	33.0	23	10.0%	37.8	11	4.8%	0.4	7	3.0%	1.9	38	16.4%	27.0	231
2019	145	63.6%	25.6	24	10.5%	39.7	12	5.3%	3.4	7	3.1%	0.7	40	17.5%	30.6	228
2020	144	64.0%	27.2	25	11.1%	39.3	7	3.1%	4.2	7	3.1%	0.5	42	18.6%	28.7	225
2021	137	63.4%	25.6	25	11.6%	35.3	6	2.8%	2.3	8	3.7%	1.0	40	18.6%	35.9	216
2023	131	62.4%	23.3	25	11.9%	37.1	5	2.4%	1.9	10	4.8%	0.9	39	18.5%	35.3	210

Figura 3.4: Identità dell'azionista di controllo nelle società italiane quotate negli anni 1996-2023

Fonte: Laura Abrardi e Laura Rondi Paper[1] + Consob

Le tabelle in Fig3.4 mostrano l'evoluzione dell'identità dell'agente di controllo delle società italiane quotate in due distinti sottoperiodi, poiché la Consob ha adottato due classificazioni leggermente diverse per identificare i proprietari ultimi nel corso degli anni.

Tra la fine degli anni '90 e il 2000, si osserva un lento declino della proprietà statale, un periodo caratterizzato dalle privatizzazioni. Tuttavia, la proprietà statale ha ripreso a crescere, raggiungendo un picco di quasi il 12% nel 2023. Questo indica che, sebbene lo Stato non sia il principale azionista, continua a essere una forza stabile nel mercato, suggerendo un suo ruolo persistente nelle aziende strategiche del Paese.

Le imprese familiari rimangono una componente fondamentale del panorama aziendale italiano. Il loro crescente peso, sia in termini di controllo (si consideri l'incorporazione della precedente categoria "other company") che nella capitalizzazione di mercato, riflette probabilmente una tradizione radicata di proprietà familiare e una certa riluttanza a cedere il controllo che è in vigore ancora oggi in Italia nonostante le riforme e i cambiamenti.

I gruppi delle Istituzioni Finanziarie e del Controllo Misto<sup>1</sup> perdono rilevanza nel tempo, sia in numero che in capitalizzazione di mercato con il controllo che si concentra maggiormente nelle mani di famiglie o dello Stato.

La categoria No-UCA<sup>2</sup> rappresenta le società senza un agente di controllo ultimo identificabile<sup>3</sup>. Questa categoria ha una presenza significativa, con un peso costante sul numero di società di mercato. Le No-UCA mostrano l'importanza delle società che possono essere definite con azionariato diffuso o almeno non controllate da un azionista di maggioranza e si evidenzia il loro peso sulla capitalizzazione di mercato in aumento dopo la Pandemia Covid.

Una questione preoccupante in questo scenario è il numero ridotto di società quotate, che negli ultimi anni è sceso fino a tornare ai livelli del 1996. Questo evidenzia una marcata riluttanza da parte di molte aziende italiane di medie dimensioni, nonostante il loro successo, a quotarsi in borsa.

<sup>1</sup>Nota: "financial institutions" include banche, compagnie di assicurazione e fondazioni; "mixed" comprende aziende controllate tramite accordi tra azionisti e da aziende straniere;

<sup>2</sup>No UCA include aziende senza un agente di controllo ultimo (identificato), società senza azionisti di controllo o controllate da una società senza azionista di controllo.

<sup>3</sup>Nota "other company" raggruppa holding e società madri di gruppi gerarchici e familiari e società in cui nessun singolo azionista esercita il controllo, società con azionariato diffuso o aziende controllate tramite un patto parasociale

## Partecipazioni rilevanti Investitori Istituzionali

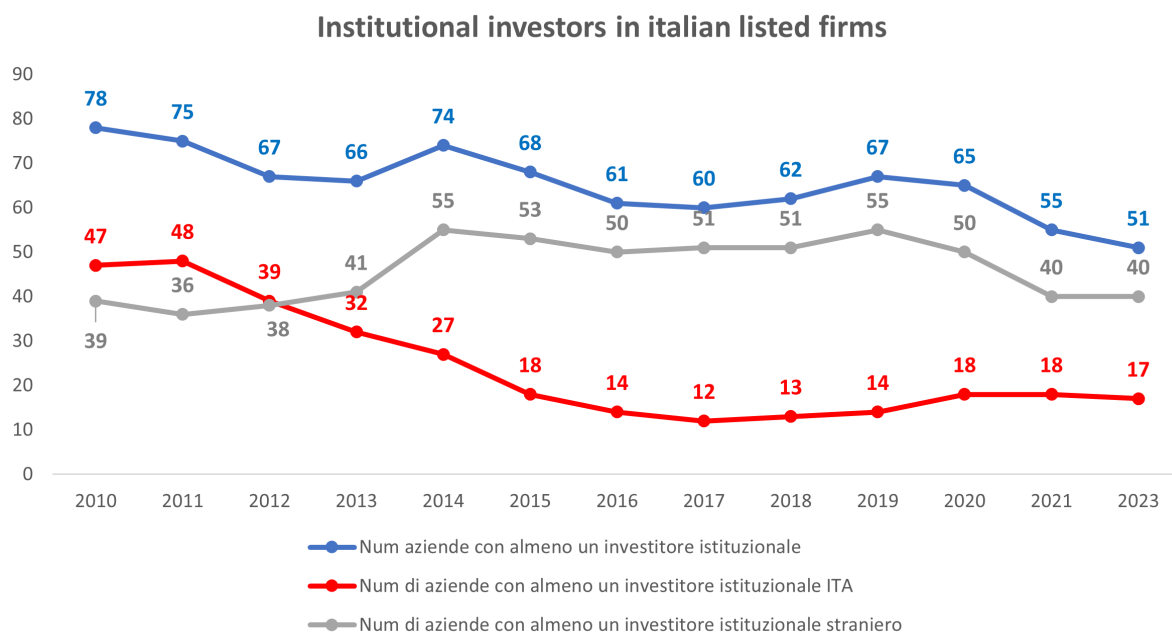


Figura 3.5: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

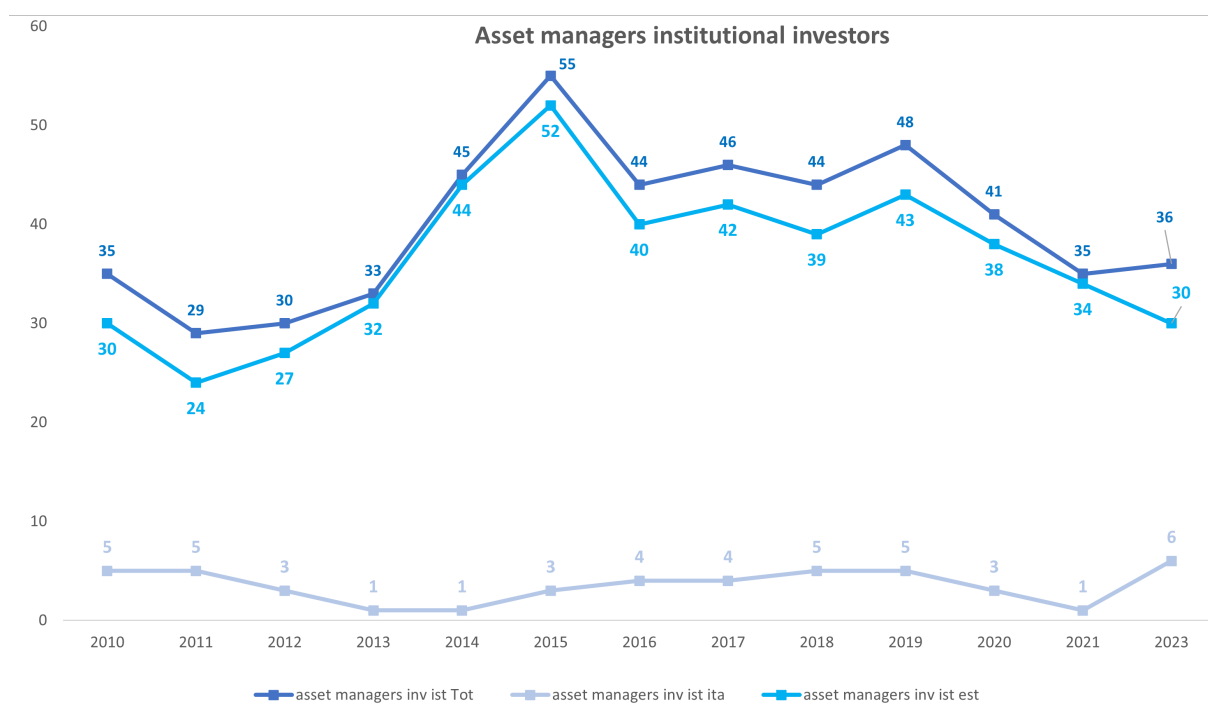


Figura 3.6: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: a) Asset managers

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob



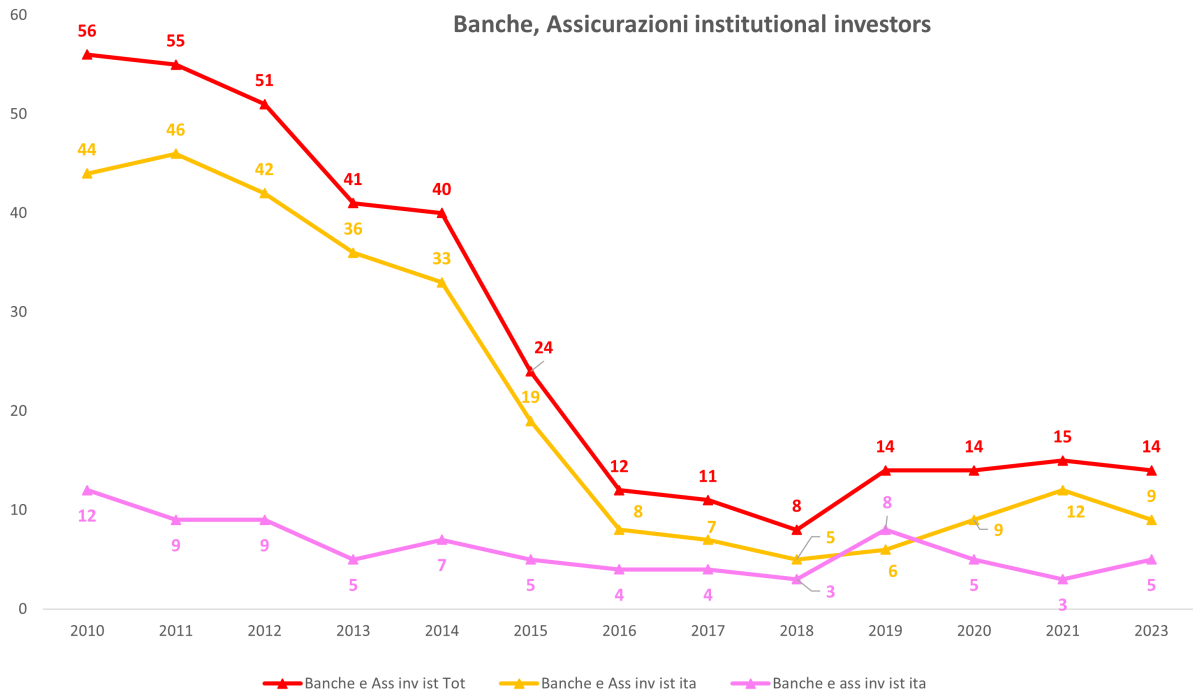


Figura 3.7: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: b) Banche e Assicurazioni

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

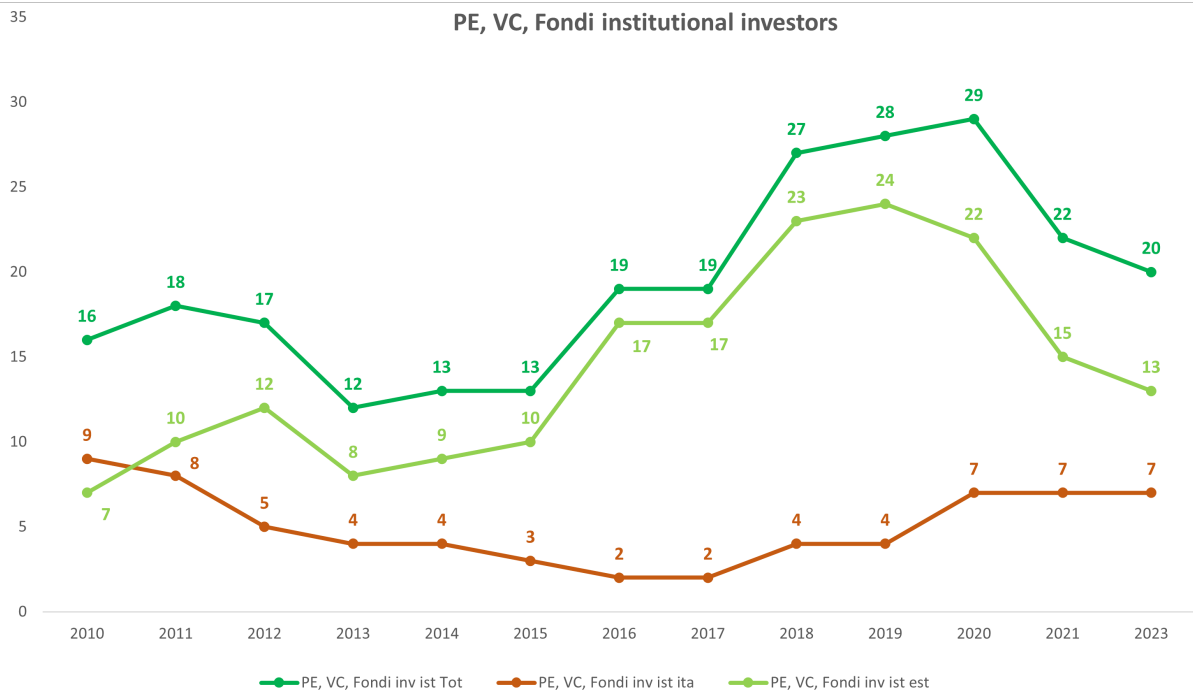


Figura 3.8: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: c) PE VC e Fondi

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

Le evidenze del grafico della Fig3.5 mostrano a fine 2023 confermano il trend emerso negli ultimi anni di riduzione nella titolarità di partecipazioni rilevanti da parte di investitori istituzionali, sia in termini di numero di società quotate partecipate (51 rispetto alle 67 nel 2019, con una quota media di circa l'8%). Questo andamento è principalmente guidato dalla diminuzione progressiva della presenza di investitori istituzionali esteri, che nel 2023 risultano azionisti rilevanti in 40 società (in netto calo rispetto al massimo di 55 società partecipate registrato nel 2019). Al contrario, la presenza di investitori istituzionali <sup>1</sup>italiani è in lieve e graduale aumento, con 22 partecipazioni rilevanti in 17 emittenti a fine 2023.

I grafici in FIG 3.63.73.8 suddividono gli investitori istituzionali per categorie di competenza. Salta subito allo sguardo come dal 2010 al 2015, si ha un crollo degli investitori istituzionali di banche e assicurazioni a discapito degli Assett managers.

Nel 2016 continua il loro crollo fino ai minimi seguiti invece dall'esplosione degli investitori istituzionali di fondi, PE e VC che raggiungono il boom nel periodo Covid. Nonostante un calo recente, questo settore ha mostrato una crescita robusta, suggerendo un aumento della popolarità e della fiducia nei mercati alternativi di investimento. Gli Assett managers rimangono ancora anche nel 2023 la realtà maggiori di investitori istituzionali nel nostro paese. In ultima considerazione i dati suggeriscono che gli investitori esteri tendono a essere più partecipi e reattivi alle dinamiche di mercato e nel settore del PE/VC, gli investitori esteri hanno mantenuto un impegno significativo, anche di fronte a condizioni più sfidanti, rispetto ai loro omologhi italiani.

---

<sup>1</sup>Gli investitori istituzionali sono soggetti a particolari obblighi di segnalazione secondo le regole della Consob, soprattutto quando detengono partecipazioni significative in società quotate. Tuttavia, se la loro partecipazione supera il 10% del capitale di una società, non vengono classificati come investitori istituzionali ai fini di alcuni report ma come investitore strategico o rilevante. Per rendere la serie di dati comparabile nel tempo, le partecipazioni degli asset managers private equity e venture capital sono incluse se superiori al 5%, mentre altri investitori sono inclusi se la loro partecipazione è superiore alla soglia iniziale di divulgazione del 3%.

## Cambiamenti nella regolamentazione della struttura di voto delle azioni

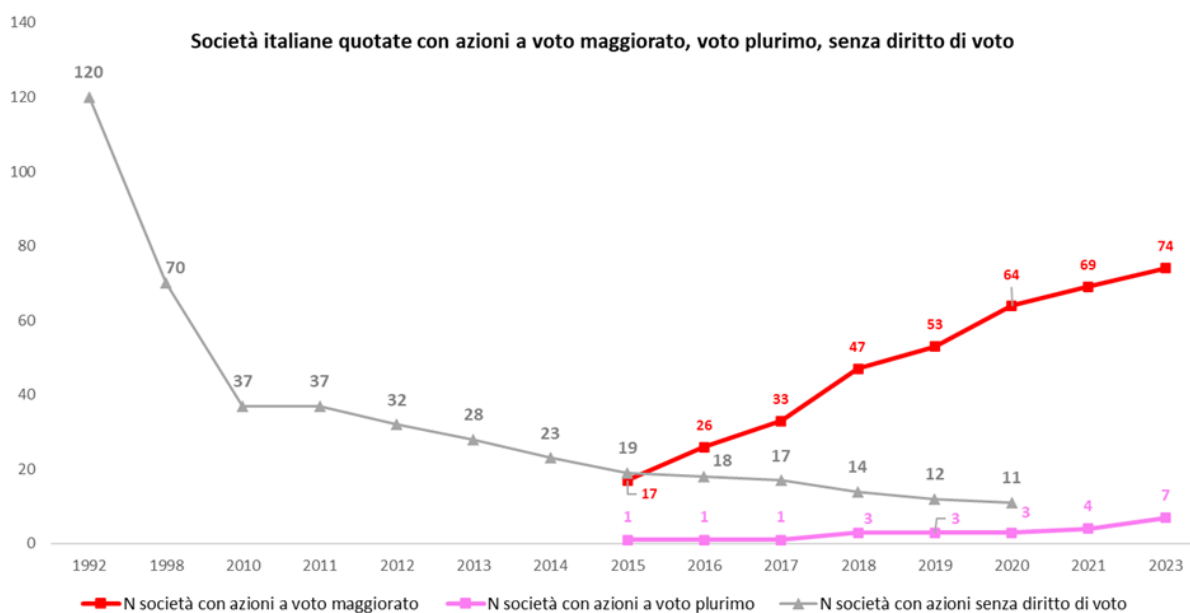


Figura 3.9: Trend anni 1992-2023 del numero società quotate in Italia che adottano azioni che modificano la struttura dei diritti di voto

Fonte: ricreazione personale tramite dati Consob

Negli ultimi trent'anni, poiché le azioni con diritti di voto ridotti erano viste con sospetto come possibile strumento di espropriazione degli azionisti (Zingales, 1994), il numero di società che emettono azioni senza diritto di voto secondo i report della Consob è costantemente diminuito da 120 a 11 aziende tra il 1992 e il 2020 (Fig.3.9).

Nel 2014, il governo italiano ha introdotto la legge 116/2014, che permette alle aziende di emettere azioni con diritti di voto potenziati, come le azioni a voto multiplo e le azioni a voto maggiorato (loyalty shares). L'intento era favorire lo sviluppo e la liquidità del mercato azionario, incentivando i proprietari di piccole e medie imprese a quotarsi in borsa, garantendo loro il mantenimento del controllo della società anche dopo l'IPO.

Tuttavia, da allora è scaturito una serie di dibattiti in quanto entrambi gli strumenti permettono agli azionisti di controllo di conservare saldamente il comando della società, anche in caso di diluizione della loro partecipazione azionaria. Favorendo la separazione tra proprietà e controllo questi tipi di azioni aumentano il divario tra la quota di capitale posseduta da un azionista e il suo reale potere di voto. Ciò può accentuare il rischio di una possibile divergenza di interessi tra gli azionisti di controllo e gli altri investitori come azionisti di minoranza poiché chi detiene una quota ridotta si vede ancora più ridotto il suo ruolo di influenzare decisioni fondamentali per l'azienda.

Se le azioni a voto plurimo rimangono ancora un fenomeno raro nel nostro paese con una lieve crescita solo negli ultimi quattro anni, dal 2015 al 2023 c'è stato un aumento significativo del numero di società che utilizzano azioni a voto maggiorato, passando da 17 nel 2015 a 74 nel 2023 (aumento di oltre il 400%). Questo indica una crescente preferenza delle società italiane per questo strumento per rafforzare il controllo degli azionisti di riferimento.

Vedremo se l'effetto del moltiplicatore di voto da 2X fino a 10X (scandito temporalmente con 1 voto ogni 12 mesi) del Decreto Capitali contribuirà ad espandere questo fenomeno e l'appello che esso riverserà sugli investitori soprattutto quelli internazionali.

## **Evoluzione delle Top 20 aziende sul mercato italiano per fatturato negli ultimi anni**

Le prime venti posizioni della classifica sono occupate da otto aziende di proprietà statale, quattro aziende private italiane e otto aziende private di proprietà straniera. Dodici di queste aziende operano nel settore energetico (petrolio/gas o elettricità), dove lo Stato italiano ha mantenuto la sua posizione dominante sia nel 2018 che nel 2023. Questo mostra una chiara strategia governativa di controllo in settori chiave.

In particolare, rispetto all'ultima analisi del quadro nel 2018 si ha un incremento nella top 20 di aziende appartenenti al settore energetico (9 nel 2018 vs 12 nel 2023) mentre rimane invariato il numero di quelle quotate in borsa nonostante il cambio di aziende in classifica cosa che dimostra che gli effetti delle nuove leggi e emendamenti di Governance su azioni con voto plurimo e azioni di fedeltà (che aiutano a mantenere separati controllo e proprietà) devono ancora essere osservati per quanto riguarda il fenomeno dell'incentivazione alla quotazione di nuove aziende.

Il panorama è cambiato leggermente. FCA Italy è diventata parte di Stellantis, un conglomerato multinazionale, segnando una perdita di controllo nazionale. Luxottica si è fusa con Essilor, un'azienda francese, formando EssilorLuxottica, una multinazionale con una governance più internazionale. La tendenza verso una maggiore proprietà estera si è consolidata, Telecom Italia continua ad essere controllata da Vivendi e da altri investitori esteri, e nuove aggiunte come Engie Italia (parte del gruppo francese Engie) sono diventate rilevanti. Saipem ha visto un aumento della partecipazione estera, anche se Eni continua a mantenere una quota significativa.

La crescita della proprietà estera in alcuni settori riflette una globalizzazione crescente e la fusione di entità italiane con multinazionali straniere. Mentre alcune aziende italiane hanno mantenuto la loro proprietà domestica, altre sono diventate parte di conglomerati multinazionali, segnando una riduzione della presenza italiana nelle decisioni strategiche.

Il 2023 mostra una stabilità nella proprietà statale, una riduzione nella presenza italiana in alcune aziende private, e una maggiore penetrazione estera, riflettendo le dinamiche di un mercato sempre più globalizzato. Questo suggerisce un'internazionalizzazione dell'economia italiana, con una crescente integrazione nei mercati globali.

Ranking	Azienda	Settore	Fatturato (€bn)	Quotata	Owner
1	Eni	Energia/Oil	75.8	Q	Stato
2	Enel	Energia/Oil	73.1	Q	Stato
3	GSE	Energia/Oil	32.3		Stato
4	FCA Italy (Stellantis Europe)	Manifatturiero	27.2		Società privata italiana
5	Telecom Italia	Servizi	18.7	Q	Società privata italiana
6	Edizione	Holding finan.	12.6		Società privata italiana
7	Leonardo	Ing. Meccanica	12.2	Q	Stato
8	Ferrovie dello Stato	Trasporti	11.6		Stato
9	Saras	Oil & Gas	10.3	Q	Società privata italiana
10	Prysmian	Gomma e Cavi	10.1	Q	Società privata italiana
11	Esso Italiana	Oil & Gas	9.5		Società privata estera
12	Edison	Energia	9.2	Q	Società privata estera
13	Luxottica Group	Occhiali e lenti	8.9	Q	Società privata italiana
14	Poste Italiane	Servizi	8.8	Q	Stato
15	Saipem	Impiantistica	8.5	Q	Stato
16	Supermarkets Italiani	Retail	7.7		Società privata italiana
17	API	Oil & Gas	6.7		Società privata italiana
18	Kuwait Petroleum Italia	Oil & Gas	6.7		Società privata italiana
19	AZA	Energia	6.3	Q	Stato
20	Parmalat	Cibo	6.2	Q	Società privata estera

Figura 3.10: Top 20 Italian non-financial firms in 2018 by Sales

Fonte: Laura Abrardi e Laura Rondi Paper[1]+ dati di MedioBanca

Ranking	Azienda	Settore	Fatturato (€bn)	Variazione Ranking vs 2021	Quotata	Owner
1	Enel	Energia/Oil	135.7	-	Q	Stato
2	Eni	Energia/Oil	132.5	-	Q	Stato
3	GSE	Energia/Oil	120.6	-		Stato
4	Edison	Energia	29.6	5	Q	Società privata estera
5	FCA Italy (Stellantis Europe)	Manifatturiero	24.0	-1	Q	Società privata italiana
6	AZA	Energia	22.9	4	Q	Società privata italiana
7	Hera	Energia	20.0	4	Q	Stato
8	Prysmian	Gomma e Cavi	16.1	1	Q	Società privata italiana
9	Saras	Oil & Gas	15.8	5	Q	Società privata italiana
10	Telecom Italia	Servizi	15.5	-	Q	Società privata estera
11	Leonardo	Ing. Meccanica	14.7	-5	Q	Stato
12	Engie Italia	Energia	13.7	11		Società privata estera
13	Ferrovie dello Stato	Trasporti	13.2	-5		Stato
14	Esso Italiana	Oil & Gas	12.1	5		Società privata estera
15	Kuwait Petroleum Italia	Oil & Gas	11.9	3		Società privata estera
16	Isab	Energia	10.5	62		Società privata estera
17	Parmalat	Alimentare	10.1	-		Società privata estera
18	Saipem	Impiantistica	10.0	2	Q	Società privata estera
19	Poste Italiane	Servizi	9.4	-6	Q	Stato
20	Italiana Petroli	Oil & Gas	9.1	14		Stato

Figura 3.11: Top 20 Italian non-financial firms in 2023 by Sales

### 3.1.1 Piramidi Societarie e da FIAT a STELLANTIS

Cari lettori, in questo sotto capitolo vi proporrò un'analisi delle strutture piramidali, un fenomeno tipico del nostro paese, illustrando come un gruppo industriale possa organizzare le proprie partecipazioni in modo da ottenere il controllo con una quota di capitale relativamente ridotta. Come esempio, prenderò in considerazione il caso di FIAT, offrendo una panoramica della sua evoluzione da FIAT a FCA fino all'attuale STELLANTIS. Questa riflessione è fonte di ispirazione e arricchita dall'esperienza diretta che ho acquisito durante il mio stage degli ultimi sei mesi all'interno dell'azienda STELLANTIS come analista di pricing presso i brand americani Dodge & Ram. Nell'immagine in Fig3.14 qui sotto, troverete una panoramica dettagliata della struttura piramidale di FIAT:

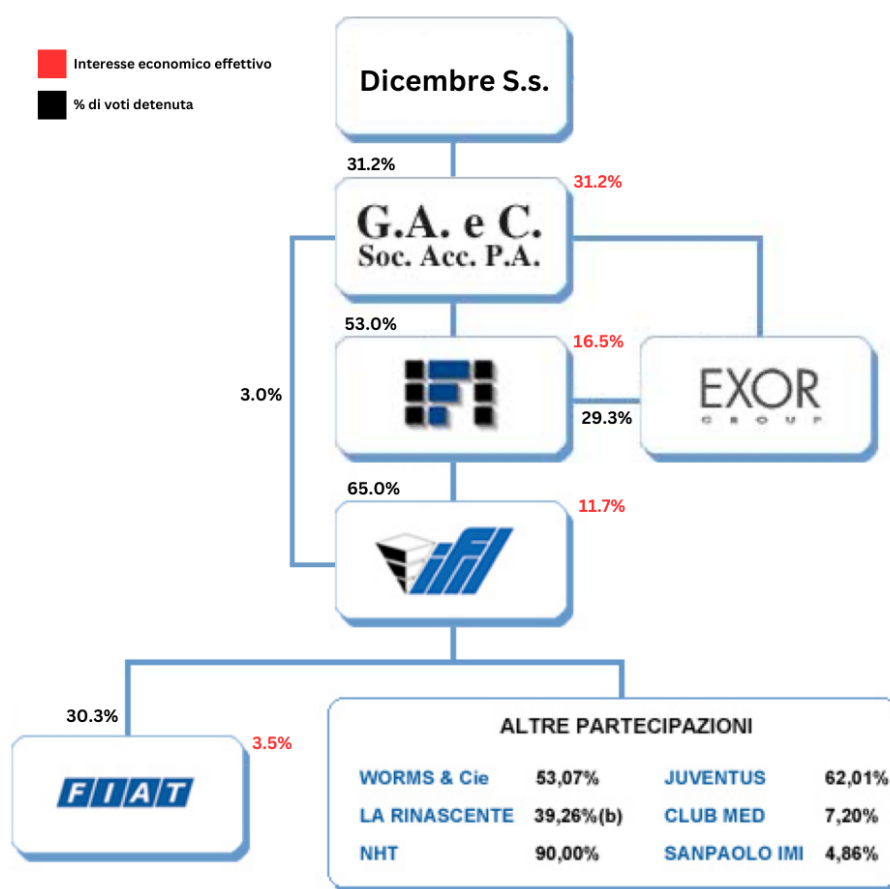


Figura 3.12: Suddivisione tipica della struttura piramidale nelle società italiane della Fiat nel 2006

Fonte: Prospetto informativo IFI

La base del potere della famiglia Agnelli è costituita da Dicembre Società Semplice, un'entità cruciale per il controllo di alcune delle note aziende a livello globale e cassaforte storica della famiglia Agnelli. Grazie a questa struttura, la famiglia esercita il suo controllo, attraverso Giovanni Agnelli & C, sulla prestigiosa holding finanziaria IFI (oggi EXOR che è oggi il principale azionista di importanti realtà industriali come Juventus, Ferrari e Stellantis).

IFI (Istituto Finanziario Industriale) è la holding finanziaria di controllo del gruppo che fa a capo alla Giovanni Agnelli & C. L'attivo della società è rappresentato sostanzialmente dalle partecipazioni dirette in:

- IFIL- Finanziaria di Partecipazioni S.p.A
- Exor Group 29.3% del capitale

Per quanto riguarda IFIL è la holding di partecipazioni operativa del Gruppo Agnelli con due distinte aree di attività: il presidio attivo di partecipazione di controllo in FIAT e la gestione dinamica di un portafoglio di altre partecipazioni in società di leader di settori diversificati. Nel 2006 la società Dicembre possedeva il 31.2% della GA&C, percentuale che in questo caso indicava sia i diritti di voto che di proprietà e che coincideva anche con l'investimento economico effettivo. La GA&C a sua volta controllava IFI con il 53% ma questa volta con interesse economico pari soltanto al 53% del 31.2% cioè, il 16.5%. Discorso simile per IFIL fino ad arrivare a FIAT in cui IFIL ne deteneva il controllo con il 30.3% dove ciò però significava che Dicembre all'inizio della catena aveva il controllo del gruppo FIAT con un investimento del 3.5% ! Per aggiornare la situazione di Fiat ai giorni nostri, va evidenziato che nel 2009, nell'ottica di semplificare la catena di controllo del gruppo, si è verificata la fusione per incorporazione di IFIL Investments in IFI, creando così Exor.

Nel 2013, Exor ha ulteriormente semplificato la sua struttura azionaria, riducendola a una sola classe di azioni ordinarie. Nel luglio 2016, è stato annunciato lo spostamento della sede di Exor ad Amsterdam, nei Paesi Bassi, avvenuto tramite la fusione per incorporazione di Exor S.p.A. in Exor Holding N.V., che è stata successivamente rinominata Exor N.V. Il titolo della holding è rimasto quotato sul mercato telematico di Piazza Affari fino al luglio 2022, quando è stato annunciato il trasferimento della quotazione a Euronext Amsterdam.

Oggi la holding guidata da John Elkann come CEO ha diversificato i propri investimenti negli ultimi anni, concentrandosi su settori come moda, tecnologia e salute (con un significativo investimento in Philips). Accanto alle sue storiche partecipazioni in Juventus, Ferrari e Stellantis (nata dalla fusione tra FCA, ex Fiat, e Peugeot), la holding mantiene anche investimenti in CNH e Iveco, oltre a sostenere startup e investimenti tramite Lingotto e Ventures.

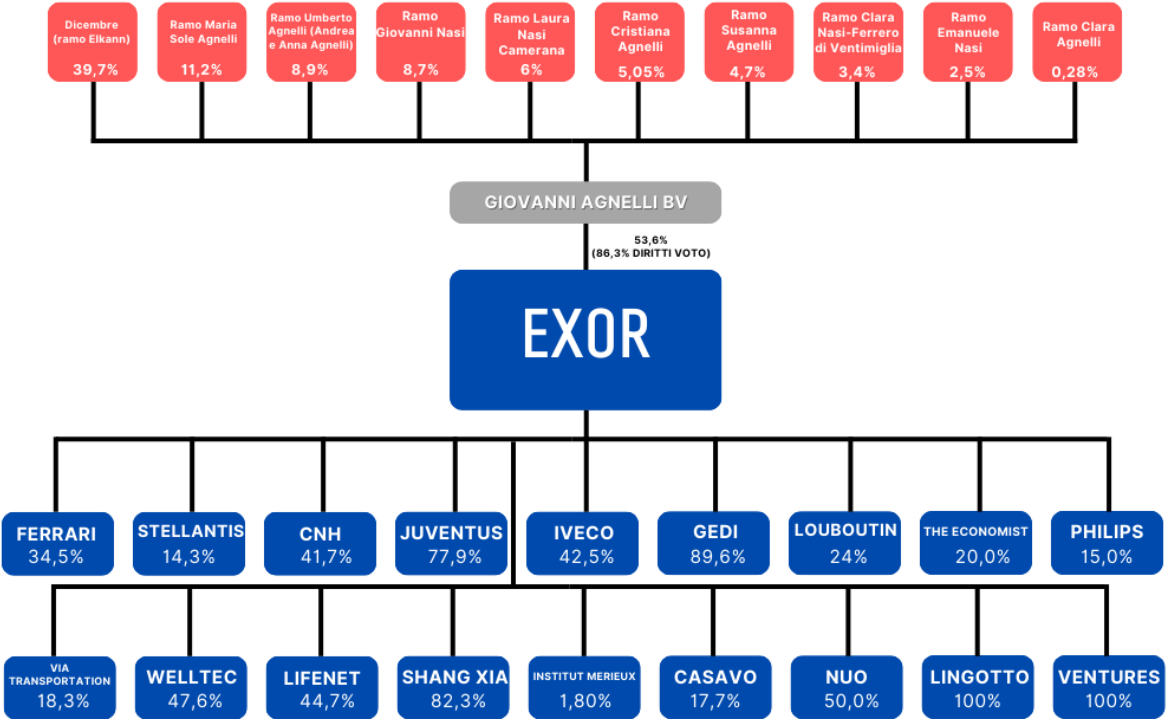


Figura 3.13: Suddivisione delle quote societarie della famiglia Agnelli nella sua holding Exor e in seguito le partecipazioni di Exor nelle società rilevanti

Fonte: Calcio.finanza ed Exor website



Figura 3.14: Gross Assett Value of Exor

Fonte: Marketscreener

Per quanto riguarda la società operativa della holding FIAT, il nuovo millennio si è aperto sotto la guida di Sergio Marchionne, considerato l'artefice della rinascita e del profondo rinnovamento del gruppo automobilistico italiano. Dopo il celebre accordo con GM, che includeva la clausola di put option, Marchionne compì un altro capolavoro nel 2009: l'acquisto della prima quota di partecipazione nel capitale sociale di Chrysler LLC, attraverso un'alleanza strategica tra le due società. Fiat si impegnò a fornire supporto tecnologico e manageriale, acquisendo inizialmente una quota del 20% nel capitale sociale di Chrysler LLC, con la possibilità di incrementarla progressivamente. Nello stesso anno, Marchionne venne nominato Chief Executive Officer del Gruppo Chrysler, e a novembre presentò un ambizioso piano che prevedeva il lancio di 16 nuovi modelli per Chrysler. Grazie a questa strategia, nel 2011 Chrysler tornò a registrare utili positivi dopo anni di difficoltà, e avviò il processo di rimborso dei debiti legati al chapter 11. Durante questi anni, la quota di partecipazione di FIAT crebbe fino a raggiungere il 58,5% del capitale sociale nel 2012.

Il 2014 fu un anno cruciale per il Gruppo Fiat, segnando l'acquisizione della quota rimanente nel capitale di Chrysler LLC e la successiva fusione che portò alla nascita di FCA. Il Consiglio di amministrazione di Fiat S.p.A. approvò il progetto di fusione depositando poi presso la SEC americana il Modello F-4, documento necessario per la quotazione del titolo al NYSE. Trattandosi di un'operazione societaria straordinaria, gli amministratori di Fiat S.p.A. convocarono un'assemblea straordinaria degli azionisti per il 1° agosto 2014, per sottoporre l'operazione alla loro approvazione. Quest'assemblea, di grande importanza storica, fu l'ultima tenutasi a Torino, segnando la fine di un'era durata 115 anni. Il 12 ottobre 2014 venne ufficializzata la fusione di Fiat S.p.A. in Fiat Investments N.V., una società interamente controllata da Fiat S.p.A., che assunse il nome di Fiat Chrysler Automobiles N.V. (FCA N.V.) al termine dell'operazione. Così, FCA N.V. divenne la nuova holding del gruppo automobilistico Fiat, comprendendo Fiat Group Automobiles S.p.A. (FGA) e Fiat North America LLC (FNA). Infine, i Cda delle società coinvolte nell'operazione hanno ritenuto vantaggioso stabilire la sede sociale di FCA N.V. in Olanda, sfruttando la normativa olandese che permette la creazione di azioni a voto multiplo, in cui il diritto di voto aumenta proporzionalmente con la durata del possesso (questo elemento, insieme ai benefici fiscali, considera l'attrattiva del capitale olandese che nel tempo ha attirato migliaia di holding europee.)

Alla base dell'operazione societaria vi erano varie ragioni economiche organizzative:



1. La fusione rappresenta un'alternativa **economicamente vantaggiosa rispetto a un'acquisizione**, poiché non richiede il pagamento di un corrispettivo, ma prevede l'assegnazione di azioni ai soci della società fusa incorporata.
2. **Sinergie** offerte dall'alleanza strategica che ha rappresentato un passo cruciale per mantenere la competitività del Gruppo italiano, consentendo di **raggiungere economie di scala** adeguate e di ampliare la propria presenza geografica.
3. Un'ulteriore motivazione alla base dell'operazione è stata la **possibilità di quotare le azioni FCA sulla tanto ambita Borsa americana**. Dopo la fusione, dal 13 ottobre 2014, FCA ha potuto vantare la doppia quotazione sia sul MTA che sul NYSE, aumentando la capitalizzazione e le opportunità di reperire liquidità.

Dal primo Annual Report di FCA N.V. al 31 dicembre 2014, emerge che Exor divenne immediatamente l'azionista di riferimento della nuova società, così come lo era stata per Fiat S.p.A. prima della fusione. Con il 29,19% dei diritti di voto nell'assemblea degli azionisti di FCA N.V., la holding acquisì la capacità di influenzare decisioni fondamentali, come la distribuzione dei dividendi, la nomina o la revoca dei dirigenti, e l'approvazione di operazioni straordinarie. Di conseguenza, attraverso Exor, gli eredi della famiglia Agnelli mantennero la loro influenza sulle decisioni assembleari sia di Fiat S.p.A. prima della fusione, sia di FCA N.V. successivamente, poiché Exor è controllata per oltre il 51% dalla Giovanni Agnelli & C. Questo riflette pienamente il modello di capitalismo latino discusso in precedenza, dove un unico azionista di riferimento è in grado di influenzare significativamente le decisioni assembleari nel capitale sociale.

Dopo la sua improvvisa scomparsa nel luglio 2018, Marchionne lasciò FCA con bilanci solidi e numeri positivi, ma anche con una pipeline di prodotti futura piuttosto limitata, soprattutto per i marchi italiani. Gli investimenti in nuovi prodotti non erano paragonabili, ad esempio, a quelli delle industrie automobilistiche tedesche. Dopo il fallito tentativo di fusione paritaria con il Gruppo Renault, il 15 luglio 2020 FCA N.V. e il gruppo PSA annunciarono il loro 'combination agreement' per l'operazione di fusione e la denominazione del nuovo gruppo nascente "STELLANTIS". Il nome deriva dal verbo latino "stello", che significa "essere illuminato dalle stelle", un omaggio alla storia e alle radici latine delle società fondatrici dei due gruppi coinvolti, Peugeot S.A. e Fiat S.p.A. Il 4 gennaio 2021, le assemblee straordinarie degli azionisti di PSA e FCA approvarono la fusione in streaming, e così il 16 gennaio, Stellantis nacque ufficialmente e si quotò alle borse di New York, Milano e Parigi con il ticker symbol "STLA". Stellantis comprende quattordici marchi automobilistici e dispone di stabilimenti in ventinove paesi, con oltre cinquanta impianti, sia di proprietà sia in joint venture tra Fiat Chrysler Automobiles e Groupe PSA.



Figura 3.15: Sergio Marchionne, CEO di FCA.



Figura 3.16: Il CEO Carlo Tavares (a sinistra) ed il presidente Jonh Elkann (a destra).

Il gruppo risultante dalla fusione vanta un portafoglio di brand iconici e consolidati, altamente complementari, con una gamma che include vetture di lusso, premium, autovetture familiari, SUV, camion e veicoli commerciali leggeri (Fig.3.17). Inoltre, Stellantis integrerà l'istituto di credito PSA Finance, specializzato nell'erogazione di finanziamenti. L'obiettivo principale della fusione fu quello di creare un gruppo con la leadership, le risorse e la dimensione necessarie per essere un pioniere nella nuova era della mobilità sostenibile. Una solida struttura di Governance, con John Elkann come presidente e Carlos Tavares (ex CEO PSA) come Amministratore Delegato (Fig.3.16) mentre agli azionisti di maggioranza dei due gruppi coinvolti nell'operazione fu concesso il diritto di nominare i propri rappresentanti nel Cda della società risultante dalla fusione.

I principali azionisti del gruppo alla data di conclusione della fusione erano:

- o Exor N.V. – 14,4% (famiglia Agnelli)
- o Famiglia Peugeot – 7,2% (con opzione per salire fino all'8,5%)
- o Stato francese (attraverso la banca pubblica d'investimento "Bpifrance") – 6,2%
- o Dongfeng Motor Corporation – 5,6%
- o Tiger Global – 2,4%
- o UBS Securities – 1,6%
- o The Vanguard Group – 0,96%

Così, la società risultante dalla fusione diventò in quell'anno il quarto produttore automobilistico al mondo per volumi di produzione e il terzo per fatturato a livello globale.



Figura 3.17: Brands Stellantis

Fonte: Stellantis website

## 3.2 EVOLUZIONE NORMATIVA IN ITALIA E DDL CAPITALI

### 3.2.1 Il quadro italiano negli anni Novanta: da SIM a TUF

Dopo aver esaminato l'evoluzione normativa negli Stati Uniti, ci spostiamo ora in Italia per esplorare l'emergere dei primi atti normativi relativi ai mercati e alla governance.

È solo nei primi anni Novanta che l'ordinamento del mercato mobiliare italiano raggiunge un livello di completezza comparabile con quello degli altri paesi capitalistici avanzati. Nel 1991 sono introdotte la legge sull'intermediazione mobiliare polifunzionale, la prima normativa completa sui mercati e la prima regolamentazione sull'insider trading. Nel 1992 è promulgata la prima legge sulle offerte pubbliche obbligatorie. La legge sulle SIM del 1991 è stata una pietra miliare che ha segnato "la fine del Far West nel sistema finanziario italiano". Questa legge ha portato le negoziazioni dalla sala delle grida a una piattaforma telematica, rappresentando un cambiamento significativo soprattutto dal punto di vista normativo. Per costituire una SIM, è necessaria un'autorizzazione specifica da parte della Consob, che ha istituito e mantiene un apposito registro. Questa legge:

- introduce una nuova figura di intermediario, la SIM (una società di intermediazione mobiliare) che svolge attività legate all'intermediazione mobiliare e offre servizi di investimento, rappresentando un esempio di società finanziaria (che non eroga finanziamenti a differenza delle banche) che sostituisce gli agenti di cambio;
- consente alle banche di svolgere direttamente una serie di attività di investimento e indirettamente, attraverso una SIM controllata, la negoziazione in Borsa;
- apporta innovazioni al funzionamento e alla governance della Borsa, ancora un ente pubblico con monopolio legale, ma con alcune funzioni attribuite al neoistituito Consiglio di Borsa;
- introduce, anche se con qualche ambiguità, la ripartizione dei compiti di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob sulla base delle finalità, con l'obiettivo di garantire sia la stabilità che la correttezza;
- istituisce il Fondo Nazionale di Garanzia (FNG che in Italia è un meccanismo creato per proteggere gli investitori in caso di insolvenza o inadempimento degli intermediari finanziari autorizzati, coprendo strumenti finanziari come azioni, obbligazioni, fondi comuni e derivati. Altri strumenti come i conti correnti e i conti deposito, che rientrano tra gli strumenti di risparmio, sono invece tutelati dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD). Il limite massimo dell'indennizzo è pari a ventimila euro).

Il decreto SIM gettò insomma le fondamenta per le necessarie predisposizioni per accogliere le innovazioni comunitarie, anticipandole in gran parte. Sarà quello tra il 1991 e il 1996 come è stato definito da Mario Draghi "un periodo di incubazione verso un sistema più maturo"

Proprio nel 1993, è emendata la direttiva europea sui servizi di investimento (Investment Services Directive, ISD), che rappresenta la principale fonte normativa comunitaria su cui si basa la struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei. La ISD si proponeva un duplice obiettivo: il riconoscimento reciproco delle autorizzazioni per svolgere attività di intermediazione a livello comunitario e la codificazione dell'idea che l'attività dei mercati regolamentati non sia più considerata una funzione pubblica, ma piuttosto il risultato di un'attività imprenditoriale, pur rimanendo soggetta al controllo pubblico. Per conseguire tali finalità, il legislatore europeo aveva proposto una sostanziale armonizzazione dei principi normativi applicabili agli intermediari autorizzati ad operare sui mercati mobiliari, stabilendo regole rigorose per le modalità di esecuzione degli scambi di strumenti finanziari. Nel corso degli anni, la direttiva sarà aggiornata e ampliata con versioni successive come la Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (MiFID) e MiFID II, che hanno ulteriormente sviluppato e dettagliato le normative sui servizi di investimento, inclusi i requisiti di trasparenza, la protezione degli investitori e la regolamentazione delle piattaforme di trading.

La prima versione di questo quadro normativo ISD fu recepita in Italia attraverso il decreto legislativo 415/1996, noto come Decreto Eurosim (successivamente integrato nel Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria mediante il decreto legislativo 58/1998.)

**Il Decreto Eurosim** stabilisce tre principi fondamentali:

1. In primo luogo, si abbandonano le restrizioni protezionistiche con il pieno riconoscimento delle imprese di investimento comunitarie, che possono operare liberamente sia attraverso la prestazione di servizi che con l'apertura di filiali nei Paesi dell'Unione, soggette alla supervisione delle rispettive autorità nazionali.
2. La direttiva elimina il divieto di ammissione diretta delle banche alla negoziazione di titoli, consentendo loro di svolgere tutte le attività mobiliari, inclusa la negoziazione diretta, non limitata ai titoli di Stato.
3. Le negoziazioni non sono più vincolate all'unico mercato ufficiale, ma possono avvenire anche su altri luoghi, come i mercati regolamentati e non ufficiali o i mercati elettronici, dando vita alla cosiddetta privatizzazione dei mercati. La regola della concentrazione delle negoziazioni in borsa degli strumenti finanziari quotati, introdotta dalla legge SIM, è inoltre alleviata, mantenendo coerenza con l'eliminazione di restrizioni.
4. Nuove e più coordinate procedure per lo svolgimento delle attività di vigilanza sui ei soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento ripartite fra Consob e Banca d'Italia

Questo decreto ha rappresentato un passo importante verso l'apertura delle aziende al mercato finanziario e l'integrazione dei mercati finanziari europei ed ha contribuito a creare un ambiente più uniforme e regolamentato per i servizi di investimento.

### **3.2.2 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)**

Il governo italiano perseguiva l'obiettivo di consolidare la normativa in materia di intermediazione finanziaria attraverso l'emanazione di un Testo Unico della Finanza (TUF). A tal fine, fu istituita una commissione tecnica presieduta dall'allora Direttore generale del Ministero del Tesoro, Mario Draghi, (per tale motivo il Testo Unico sulla intermediazione finanziaria è ricordato come legge Draghi), che compì l'opera con l'emanazione del decreto legislativo 58 del 1998. Durante la redazione del TUF, si lavorò con l'intento di raggiungere diversi obiettivi chiave. In primis, si mirava a creare una legislazione chiara, inserendo nella normativa primaria soltanto i principi generali e lasciando i dettagli tecnici all'autoregolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari. Si cercava poi di sviluppare una normativa italiana coesa e competitiva rispetto a quella degli altri Paesi dell'Unione Europea, al fine di evitare svantaggi competitivi per le imprese italiane. Un altro obiettivo era il potenziamento dei meccanismi di governance delle società, con una precisa definizione dei compiti degli organi societari e specifiche disposizioni in merito agli obblighi informativi. Questo approccio mirava a tutelare il mercato e gli azionisti di minoranza senza compromettere l'autonomia contrattuale delle imprese o ostacolare la loro capacità di generare ricchezza.

Il TUF si trovò poi a coordinare le norme provenienti dal Decreto Eurosim e la nuova riforma del diritto delle società quotate, regolando le interazioni tra i soggetti operanti nel mercato finanziario e disciplinando i principali aspetti dell'intermediazione finanziaria.

La struttura del TUF si presenta altamente articolata, essendo il documento legislativo suddiviso in sei parti, ognuna delle quali a sua volta frammentata in titoli, capi e sezioni. Questa complessità rende complesso un raggruppamento omogeneo delle tematiche trattate, poiché la regolamentazione del TUF abbraccia una vasta e variegata gamma di soggetti, attività e comportamenti. Questi elementi sono interconnessi sia dalla loro presenza e operatività nel settore finanziario, sia dal loro ruolo strutturale nel contesto complessivo del sistema normativo. Evitando dettagli normativi, fornirò una breve spiegazione delle sei sezioni principali secondo quanto riportato dal sito della Consob.

**Parte I (Disposizioni comuni):** presenta le norme comuni a tutti i capitoli della legge, focalizzandosi sulle definizioni della materia trattata, i rapporti con il diritto comunitario e il coordinamento con le autorità di vigilanza estere.

**Parte II (Disciplina degli intermediari):** contiene una disciplina organica degli intermediari finanziari. Inizialmente, sono delineate le disposizioni relative alla vigilanza, assegnata alla CONSOB e alla Banca d'Italia (titolo I). Successivamente, le norme sulla prestazione dei servizi e delle attività di investimento sono dettagliate nel titolo II. Queste disposizioni regolano i soggetti abilitati a fornire tali servizi, le modalità di svolgimento, il peculiare regime dell'offerta transfrontaliera e fuori sede, nonché l'applicabilità della class action agli interessi degli investitori. Il titolo III stabilisce le disposizioni riguardanti la gestione collettiva del risparmio, codificando i due soggetti autorizzati alla gestione in monte: le Società di Gestione del Risparmio (SGR) e le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV). Il titolo IV disciplina le situazioni di crisi degli intermediari e i provvedimenti ingiuntivi nei loro confronti.

**Parte III (Disciplina dei mercati):** racchiude la normativa relativa ai mercati finanziari e alla gestione centralizzata degli strumenti finanziari, Il titolo I delinea definizioni e principi di regolamentazione. Il titolo I-bis disciplina le diverse sedi di negoziazione, mentre il titolo I-ter affronta i servizi di comunicazione dati. I titoli II e II-bis sono dedicati alla regolamentazione, rispettivamente, delle controparti e dei depositari centrali, mentre il titolo II-ter gestisce l'accesso alle infrastrutture di post-trading.

**Parte IV (Disciplina degli emittenti):** include la normativa relativa agli emittenti, strutturata dopo le introduzioni generali (titolo I). Si articola nelle regole che disciplinano l'appello al pubblico risparmio (titolo II), suddividendosi negli istituti dell'offerta pubblica di strumenti finanziari e dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio (OPA). Il titolo III regola gli emittenti di strumenti finanziari, in particolare le società con azioni quotate, stabilendo norme specifiche sulla disclosure periodica, assetti proprietari, diritti dei soci (con particolare enfasi sulle modalità di esercizio del diritto di voto e sul regime delle azioni di risparmio), corporate governance e revisione legale dei conti.

**Parte V (Sanzioni):**dettaglia tutte le condotte penalmente rilevanti che possono verificarsi nei mercati finanziari, fornendo le rispettive sanzioni sia di carattere penale sia amministrativo. Tra le condotte di particolare rilevanza figurano i reati di abuso di informazioni privilegiate (insider trading) e manipolazione del mercato (precedentemente noto come aggio su strumenti finanziari).

**Parte VI (Disposizioni transitorie e finali):** costituisce la parte conclusiva del testo legislativo, trattando disposizioni di carattere transitorio e conclusivo.

### 3.2.3 Il Decreto 231/01 Responsabilità degli enti

Nei primi anni 2000, la normativa italiana ha introdotto una significativa innovazione con il Decreto 231/01, apportando un cambiamento sostanziale alla governance d'impresa. Questo decreto attribuisce all'impresa una responsabilità amministrativa/penale per determinati reati commessi dai suoi amministratori, dirigenti, dipendenti o terzi mandatari, qualora tali reati siano realizzati nell'interesse o a vantaggio dell'impresa stessa. Contrariamente al tradizionale principio "societas delinquere non potest," il Decreto 231 attribuisce al giudice penale la competenza per sanzionare non solo le persone fisiche che hanno commesso materialmente il reato, ma anche l'ente stesso. Il presupposto fondamentale del Decreto, seguendo le regolamentazioni straniere, in particolare i Compliance Programs statunitensi, è che ogni ente deve implementare internamente un'organizzazione adeguata, funzionale alla prevenzione del rischio di reato chiamata Modello 231 (noto anche come Modello di Organizzazione e Gestione). Questo sistema di organizzazione e gestione aziendale che, sebbene non sia obbligatorio e comporti certi costi, dovrebbe essere visto più come un investimento a lungo termine piuttosto che una spesa immediata. È importante considerare i vantaggi che possono derivare dalla sua implementazione. L'adozione di questo modello organizzativo non solo consente di monitorare i rischi aziendali, ma contribuisce anche a ottimizzare le risorse dell'impresa migliorandone la struttura. L'Organismo di Vigilanza (OdV) costituisce il secondo elemento cruciale nelle disposizioni del D.Lgs. 231/2001. Anche in presenza di un Modello organizzativo impeccabile, l'assenza di questo organo potrebbe vanificare gli sforzi compiuti. L'OdV è l'organo di controllo essenziale per garantire il rispetto adeguato del Modello 231 e delle relative norme. Si concentra in particolare sui soggetti più inclini a violare le norme di governance aziendale. È importante notare che l'OdV è un organo esterno, non eletto dall'assemblea dei soci, e i suoi poteri si limitano a attività di audit e riporto interno all'organo competente. La responsabilità principale della difesa della legalità nella gestione aziendale è affidata sempre al Collegio Sindacale. Solo nel 2011 è stata introdotta la possibilità per le società con un Modello di Organizzazione e Gestione e di delegare al Collegio Sindacale le funzioni proprie dell'Organismo di Vigilanza.

### 3.2.4 La Riforma del Diritto Societario (2003)

LA riforma del diritto societario del 2003 in Italia ad opera di colui che ne è considerato "il padre", Michele Vietti, fu introdotta con il Decreto Legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003.

La Riforma Vietti, lungamente attesa, si inserisce in un contesto storico di sessant'anni di profonde trasformazioni, dal periodo bellico alla globalizzazione. Durante questo arco di tempo, il tessuto socio-economico ha subito cambiamenti radicali, necessitando di strumenti giuridici più idonei a rispondere a interessi imprenditoriali mutati. Scopo fu quello di creare sostenere un sistema diventato più flessibile e competitivo, consentendo alle società di capitali italiane di adattarsi meglio al mercato globale e alle nuove esigenze economiche. Tuttavia, il focus rimaneva sulla trasparenza, sulla responsabilità degli amministratori e la protezione di investitori e creditori. Una delle principali novità introdotte dalla riforma riguarda la possibilità, per le società per azioni, di **scegliere tra tre modelli di governance differenti**: il modello tradizionale, che si basa sulla classica distinzione tra consiglio di amministrazione e collegio sindacale; il modello dualistico, che prevede un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza, ispirato al sistema tedesco; e infine il modello monistico, in cui le funzioni di gestione e controllo sono accentrate in un unico consiglio di amministrazione, supportato da un comitato interno per il controllo. Un'altra rilevante innovazione apportata dalla riforma riguarda le norme sul capitale sociale. Grazie ad essa, le società per azioni possono emettere una gamma più ampia di strumenti finanziari per raccogliere risorse. Tra le principali novità, vi è l'introduzione di *nuovi tipi di azioni*:

- **Azioni senza diritto di voto:** queste azioni non consentono agli azionisti di partecipare alle deliberazioni in assemblea, ma offrono vantaggi patrimoniali, come dividendi più alti rispetto alle azioni ordinarie.
- **Azioni con voto limitato:** attribuiscono il diritto di voto solo su determinate materie, come modifiche allo statuto, fusioni, scissioni o aumenti di capitale.

- **Azioni privilegiate:** conferiscono diritti patrimoniali preferenziali, come dividendi prioritari o il diritto di precedenza nel rimborso del capitale in caso di liquidazione. Inoltre, la riforma ha introdotto una maggiore flessibilità nell'emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni, come obbligazioni convertibili e strumenti partecipativi, al fine di rendere le società più competitive sui mercati finanziari.

Un altro elemento cardine della Riforma del 2003 riguarda i *patti parasociali*, ossia accordi tra soci che disciplinano specifici aspetti del loro rapporto, esterni allo statuto societario. Questi patti possono regolare vari ambiti, tra cui la distribuzione dei diritti di voto, la governance interna della società, le modalità di acquisto o vendita delle azioni (ad esempio attraverso clausole di prelazione o opzioni di acquisto), la gestione dei conflitti, nonché i criteri per la nomina degli amministratori o per l'adozione di decisioni strategiche. Se in precedenza, la giurisprudenza italiana trattava i patti parasociali come accordi tra privati, garantendo ai soci ampia libertà d'azione, il nuovo emendamento ha introdotto una prima regolamentazione chiara, riconoscendo esplicitamente la validità giuridica di tali accordi e stabilendo limiti e regole precise. Tra queste, vi è la durata massima di cinque anni, (salvo rinnovo esplicito tra le parti) e l'obbligo di comunicazione per le società quotate alla Consob, al fine di garantire trasparenza ed evitare manovre occulte.

Su questo profilo di correttezza e trasparenza la riforma del diritto societario del 2003 ha chiarito il concetto di "controllo" societario, distinguendo tra controllo diretto (maggioranza dei voti), controllo indiretto (influenza dominante tramite accordi) e controllo di fatto (influenza decisionale anche con meno del 50% delle azioni). Fu introdotta **la responsabilità degli amministratori della società controllante per i danni alla controllata**, rafforzando gli obblighi di bilancio consolidato per garantire una migliore visibilità dei rapporti finanziari e delle operazioni infragruppo, con l'obiettivo di evitare operazioni che possano nascondere perdite o trasferire illecitamente valore tra le società del gruppo. Maggiori tutele per i soci di minoranza delle società controllate, che spesso si trovavano in una posizione di svantaggio ed ora potevano agire per responsabilità nei confronti degli amministratori della società controllante (dimostrando che il comportamento della controllante ha leso il valore delle loro partecipazioni) ma avvenne anche l'introduzione di una responsabilità solidale tra la società controllante e la società controllata in caso di danni causati a terzi da azioni compiute nell'interesse del gruppo societario. Questo principio ha ampliato la tutela per i creditori, che possono richiedere il risarcimento sia alla controllante sia alla controllata, rendendo più sicuro operare con le società appartenenti a gruppi. Infine, sempre per le società per azioni son stati introdotti innovazioni per quanto riguarda il recesso del socio e le modalità di liquidazione della partecipazione e per quanto riguarda le procedure di fusione la riforma introdusse meccanismi più rapidi e flessibili per la riorganizzazione aziendale, favorendo l'efficienza operativa e la competitività delle imprese, soprattutto in un contesto di crescente globalizzazione dei mercati.[52][77]

### 3.2.5 Legge sul Risparmio 262/2005: la SOX l'italiana

In parallelo all'implementazione del Sarbanes-Oxley Act, anche in Italia furono adottati interventi normativi mirati a affrontare in maniera completa le ampie problematiche emerse nei noti scandali societari di Cirio e Parmalat. Questo obiettivo si concretizzò attraverso interventi sostanziali nelle regole di governance delle società quotate, nella disciplina dei controlli contabili, nell'ambito dell'offerta di prodotti finanziari e nella tutela dei risparmiatori.

Con l'emanazione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, nota come "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", l'obiettivo primario era mantenere un elevato grado di attenzione nei confronti della regolamentazione e della supervisione delle istituzioni finanziarie e dei mercati. Tra le innovazioni introdotte dalla normativa italiana rientrarono:

1. la disciplina della governance delle società quotate;
2. i profili di trasparenza nei rapporti con società estere;
3. le regole sulla circolazione degli strumenti finanziari;
4. la materia dei conflitti d'interesse nelle attività finanziarie;
5. le disposizioni in materia di servizi bancari, di regolamentazione dei mercati e informazione societaria;
6. la disciplina della revisione dei conti;



7. i rapporti fra le autorità di vigilanza e le regole relative ai procedimenti e all'organizzazione delle Autorità;
8. la disciplina delle sanzioni penali e amministrative.

Particolare rilevanza è attribuita al punto 6 per condurre un confronto con il Sarbanes-Oxley Act (SOX): in questa sezione, emerge la nuova disposizione dedicata alla "Redazione dei documenti contabili societari," delineata dall'articolo unico 154-bis.

Tale disposizione introduce il ruolo del Dirigente Preposto (DP) alla stesura di tali documenti. Il DP assume la responsabilità di attestare, mediante un'apposita relazione, la congruità e l'effettiva implementazione delle procedure amministrativo-contabili. Questa relazione deve essere inclusa nel bilancio d'esercizio, nel bilancio consolidato e nella relazione semestrale.

Il DP è altresì incaricato di verificare l'accuratezza della corrispondenza tra quanto dichiarato nel bilancio e le informazioni registrate nei libri e nelle scritture contabili. È tenuto a garantire che l'azienda segua la conformità ai principi contabili internazionali. In aggiunta, il DP fornisce una relazione sulla gestione che include un'analisi affidabile della situazione societaria e dell'andamento, con una descrizione dettagliata dei principali rischi a cui la società e il gruppo sono esposti.

Qui di seguito riporto una Tab3.1 presa dal sito del "AD&D Consulting" per delineare in modo esemplificativo e conciso le similitudini e le differenze riscontrabili alle due normative in questione:[2]

<b>Sarbanes-Oxley Act (2002)</b>	<b>Legge sul Risparmio 262/2005</b>
<b>Sez. 302:</b> Certificazione sull'accuratezza dei report annuali e trimestrali, dell'informativa di bilancio e degli altri documenti contabili da parte del CEO e del CFO.	<b>Art. 154-bis, comma 2 TUF:</b> Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari attesta la congruenza tra gli atti e le comunicazioni della società diffusi al mercato, inclusi quelli relativi all'informativa contabile anche infrannuale, e le risultanze documentali, i libri e le scritture contabili.
<b>Sez. 404:</b> Certificazione del sistema di controllo interno da parte del CEO, del CFO e degli auditor esterni.	<b>Art. 154-bis, comma 3 TUF:</b> Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari è incaricato della predisposizione di adeguate procedure amministrative e contabili per la preparazione del bilancio e di ogni altra comunicazione finanziaria.
<b>Internal Control Report:</b> Attesta la responsabilità del management nell'istituire e mantenere una struttura di controllo interno e di reporting finanziario adeguata. Include una valutazione sull'efficacia di questa struttura e delle procedure per la produzione dei report. La valutazione deve essere convalidata dalla società di revisione contabile che certifica lo stesso rapporto.	<b>Art. 154-bis, comma 5 TUF:</b> Gli organi amministrativi delegati e il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari attestano, mediante un'apposita relazione, l'adeguatezza e l'effettiva implementazione delle procedure. Confermano inoltre la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili, secondo le disposizioni emanate dalla CONSOB.



<p>Non esistono disposizioni specifiche per le società controllate.</p>	<p><b>Società controllate:</b> Per le società controllate con sede in paesi privi di adeguata trasparenza societaria (individuati tramite decreto ministeriale):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli atti e il bilancio della società estera controllata, allegati al bilancio della società italiana, devono essere sottoscritti dagli organi di amministrazione, dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili della società italiana. Questi soggetti attestano la veridicità e la correttezza della rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria, nonché del risultato economico dell'esercizio.</li> <li>• Il bilancio della società italiana controllante è accompagnato da una relazione degli amministratori riguardante i rapporti con la società estera controllata. La relazione deve essere firmata dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili della società italiana.</li> </ul>
<p>Diverse dal Sarbanes-Oxley Act (SOX), la legislazione italiana non richiede:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La verifica e l'attestazione da parte del revisore esterno per i processi e le procedure definiti dal management a supporto delle proprie dichiarazioni.</li> <li>• Non è necessario fornire indicazioni dettagliate sui requisiti minimi del sistema, dei processi e delle procedure soggetti all'attestazione da parte del management.</li> </ul>

Tabella 3.1: Confronto fra SOX e Legge Risparmio

### 3.2.6 Il Decreto competitività 2014: la disciplina del voto e OPA

Il Decreto Competitività del giugno 2014, successivamente convertito con modifiche nella legge n. 116 dell'11 agosto 2014, ha introdotto rilevanti modifiche alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni sostanzialmente superando il tradizionale principio "un'azione, un voto", che era in vigore fino a quel momento nel nostro paese.

Per le società non quotate, la modifica all'art. 2351 del Codice civile consente allo statuto di prevedere azioni con diritto di **voto plurimo**, fino a un massimo di tre voti. Questa novità potrà essere mantenuta anche in caso di futura quotazione delle società; tuttavia, da quel momento in poi non sarà più possibile attribuire voti aggiuntivi alle azioni. L'art 127 sexies del Tuf fa sì che resti inderogabile il principio che vieta alle società già quotate di emettere questo tipo di azioni salvo eccezione se lo statuto non dispone diversamente, possono però essere emesse azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già esistenti in caso di aumenti di capitale, fusioni e scissioni.

Un'altra novità introdotta dall'art. 127-quinquies del Tuf consente alle società quotate, o in fase di

quotazione, di inserire nei propri statuti il c.d. **voto maggiorato**. Sotto il profilo sostanziale, la norma affida all'autonomia statutaria le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti:

- Quantitativo: la maggiorazione può arrivare fino a un massimo di due voti per ciascuna azione.
- Temporale: le azioni a cui viene assegnato il voto maggiorato devono essere state detenute dallo stesso soggetto per un periodo continuativo non inferiore a due anni, a partire dalla data di iscrizione in un apposito elenco istituito dalle società.

Se il voto plurimo facilita il raggiungimento della maggioranza dei voti senza possedere la maggioranza del capitale sociale, ed è spesso adottato quando un gruppo gestionale attivo è supportato da investitori finanziari interessati ai risultati economici, ma non alla gestione operativa della società le azioni a voto maggiorato, invece, non sono una categoria speciale di azioni come le precedenti, ma fungono più come un "premio fedeltà" per gli azionisti a lungo termine di società quotate e incentivarne la stabilità. Una citazione offerta di un report di Assogestioni ci pone in luce gli effetti negativi e positivi di queste nuove introduzioni sul diritto di voto:

*"introdotta in Italia con l'idea di dare risposta al fenomeno dello short-termism evidenziatosi durante le crisi finanziarie, è stato letto fin da subito più come un mezzo per perpetuare il controllo, in un'ottica di conservazione dello status quo, che come un rimedio a una distorsione, con il conseguente "ingessamento" del mercato del controllo societario e un effetto di lock-up sull'azionista incumbent."*

Il precedente assetto IS1V, fondato sul voto proporzionale, garantiva una tutela per gli investitori più consistenti, ma presentava l'inconveniente di non favorire l'apertura del capitale. Il timore di perdere il controllo dissuadeva molte imprese dalla quotazione, portando a una rinuncia a potenziali fonti di finanziamento. Al contrario, il voto maggiorato a prima vista offre vantaggi significativi, consentendo di ammortizzare i costi fissi delle operazioni di quotazione o aumento di capitale grazie al collocamento di una percentuale maggiore di azioni, mantenendo il controllo societario. Inoltre, questa pratica può fidelizzare gli investitori a lungo termine che credono nel progetto aziendale, scoraggiando iniziative speculative e rafforzando la struttura dell'azionariato. Tuttavia, c'è anche un altro lato della medaglia: la limitazione della contendibilità del controllo, che potrebbe rendere le società che adottano questo strumento meno appetibili per il mercato e soprattutto per investitori che sfruttano la contendibilità come strumento di monitoraggio di una bad performance. Infatti, dal punto di vista matematico, un azionista potrebbe mantenere il controllo con appena il 26% del capitale riuscendo a difendersi più facilmente da tentativi di scalata.

Il Decreto Competitività ha introdotto alcune modifiche alla disciplina dell'OPA nel Testo Unico della Finanza (TUF) e nel Regolamento Emittenti, con l'obiettivo di proteggere le minoranze azionarie e di prevenire l'uso improprio dei nuovi strumenti legati al diritto di voto. In particolare, l'obbligo di OPA non scatta più semplicemente al superamento della soglia del 30% della partecipazione azionaria detenuta, ma al superamento del 30% dei diritti di voto, poiché nelle società con azioni a voto plurimo o maggiorato queste due grandezze possono non coincidere. Un'altra importante novità è stata l'introduzione di un sistema di soglie OPA differenziato in base alla struttura proprietaria della società quotata. Per le società contendibili (ossia quelle senza un azionista che detenga più del 25% del capitale), è stata prevista una soglia OPA inferiore. In base al nuovo comma 1-bis dell'articolo 106 del TUF, nelle società contendibili la soglia rilevante per l'OPA obbligatoria viene abbassata dal 30% al 25%, a condizione che il superamento di tale soglia avvenga mediante acquisti (anche concertati) e non a seguito della maggiorazione dei diritti di voto.

Altre modifiche alla disciplina delle società quotate apportate dal Decreto Competitività riguardano l'introduzione di una precisa definizione di PMI, definite come *"le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro"*.

Nell'ottica di favorire e semplificare l'accesso al mercato dei capitali di rischio delle PMI a proprietà familiare, il Decreto ha introdotto per esse un regime più flessibile per consentire alla singola società di stabilire il proprio grado di contendibilità desiderato in funzione delle proprie specifiche esigenze: si lascia in autonomia statutaria della PMI la facoltà di prevedere una soglia OPA diversa da quella "ordinaria" del 30%, purché compresa tra il 25% e il 40%.

A tutela delle minoranze azionarie, è stato giustamente previsto il diritto di recesso per i soci che non

hanno partecipato all'approvazione della delibera che modifica la soglia OPA rispetto al regime ordinario, qualora tale modifica venga introdotta nello statuto dopo la quotazione. Sono invece escluse dal criterio di calcolo basato sul numero complessivo dei diritti di voto esercitabili in assemblea le soglie del 90% per l'OPA residuale e del 95% per l'OPA di squeeze-out. Queste soglie continueranno a essere determinate esclusivamente in base al numero di azioni detenute dall'azionista rispetto al totale dei titoli emessi dalla società.

### 3.2.7 Evoluzione del Codice Autodisciplina

Le prime modifiche chiave al Codice Preda si sono verificate nel 2002 con l'introduzione di un articolo sulle operazioni con parti correlate (quelle in cui gli amministratori sono coinvolti con un interesse potenziale o indiretto). In seguito nel 2006, importanti modifiche a livello di contenuto hanno riguardato gli azionisti e i rapporti con gli investitori istituzionali, con la riforma che ha abrogato l'articolo sulle assemblee e rivisto quello sui rapporti con gli investitori, rinominandolo "Rapporti con gli azionisti" e integrando i contenuti precedenti sulle raccomandazioni in materia assembleare.

La riforma invece del 2010 si è posta due obiettivi principali: adeguarsi alle normative nazionali e comunitarie recenti e introdurre best practice basate sull'esperienza internazionale. Tra le modifiche apportate, si evidenziano:

- la distinzione tra le remunerazioni degli amministratori esecutivi e non esecutivi,
- l'individuazione di condizioni per le stock option,
- il contenimento delle indennità per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione (paracadute d'oro)
- la definizione delle funzioni del Comitato per la remunerazione e la composizione del Comitato stesse, con garanzie per decisioni più corrette.

Son però le nuove disposizioni di autodisciplina introdotte nel Codice del 2011 che hanno rappresentato un cambiamento di notevole importanza, determinando una riconfigurazione fondamentale dei meccanismi di controllo all'interno delle società. La **focalizzazione** principale è stata posta **sul Consiglio di amministrazione (Cda)**, con l'obiettivo di potenziarne l'efficacia. Ciò è stato realizzato attraverso la promozione di comportamenti finalizzati a migliorarne l'efficienza e intervenendo sulla sua composizione. Un'attenzione particolare è stata dedicata al rafforzamento della disciplina dell'**indipendenza**, particolarmente legata agli amministratori indipendenti, i quali sono diventati elementi fondamentali all'interno di tutti i Consigli di amministrazione in conformità con la Legge sul risparmio del 2005 (art. 147 ter, TUF).

Riporto da un Discussion papers (documenti di analisi e ricerca per la CONSOB che ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale) redatto da S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano le innovazioni più significative:

[4]

- **Rinnovo dell'organo del Cda:** una caratteristica essenziale di un Consiglio di Amministrazione (CdA) organizzato in modo efficiente è l'eterogeneità degli amministratori. Il Codice promuove questa diversità e, per migliorare il funzionamento dell'organo, consente al CdA di esprimere, al momento del rinnovo, la richiesta di figure ritenute opportune per completare le competenze dell'organo di amministrazione. Per garantire un'ottimale funzionalità, il Codice impone agli amministratori di valutare, al momento dell'accettazione della carica, se dispongono del tempo necessario per adempiere diligentemente al compito assegnato, considerando anche l'impegno connesso alle proprie attività lavorative o professionali. Per quanto riguarda la composizione, il Codice richiede almeno due membri indipendenti nel CdA, rappresentanti almeno 1/3 del totale per le società quotate

nell'indice FTSE-Mib. Una novità significativa riguarda l'attribuzione e la nomina del Lead Independent Director, un amministratore indipendente incaricato di coordinare gli amministratori non esecutivi, in particolare quelli indipendenti, collaborando con il Presidente del CdA per garantire una comunicazione tempestiva e completa a tutti gli amministratori.

- **Valorizzazione delle riunioni consiliari:** il dovere degli amministratori di agire informati è sottolineato dalla raccomandazione, che prevede che il Presidente del CdA oltre a convocare il Consiglio e fissarne l'ordine del giorno, debba coordinarne i lavori secondo l'art. 2381 c.c. e affinché tutti i consiglieri siano adeguatamente informati sulle questioni in agenda, il Presidente deve garantire che siano fornite informazioni adeguate. Nella gestione dell'informativa pre-consiliare, il Presidente deve assicurarsi che gli amministratori (e i sindaci) ricevano la documentazione relativa alle tematiche all'ordine del giorno con un congruo anticipo rispetto alla data della riunione del Consiglio.
- **Contenuti dell'informativa da rendere al mercato:** il documento di autovalutazione del Cda deve includere informazioni sulla composizione del Consiglio stesso, indicando la qualifica di ciascun membro, il ruolo eventualmente ricoperto (come Chief Executive Officer), e la loro professionalità e anzianità nella carica. Inoltre, dovrebbe fornire la durata media delle riunioni del Cda e la partecipazione individuale di ogni membro. Infine, dovrebbero essere riportati i servizi forniti da consulenti esterni che hanno supportato il Cda nella procedura di autovalutazione.
- **Procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno delle informazioni societarie:** è stata introdotta all'interno delle disposizioni sull'organizzazione del CdA una singola raccomandazione concernente il trattamento di tutte le informazioni aziendali, privilegiate e non. In modo specifico, è stato stabilito che il CdA, su proposta dell'amministratore delegato o del Presidente dello stesso Consiglio di amministrazione, deve adottare una procedura per la gestione interna e la comunicazione esterna di tutte le informazioni relative alla società, con particolare attenzione a quelle privilegiate. Tale procedura è volta a garantire la corretta gestione di tali informazioni, evitando divulgazioni intempestive o selezionate, incomplete o inadeguate.
- **Ruolo e peculiarità della componente non esecutiva del CdA:** il Consiglio di amministrazione deve essere costituito da amministratori sia esecutivi che non esecutivi, ossia coloro che non sono direttamente coinvolti nella gestione operativa dell'emittente. La presenza di amministratori non esecutivi nell'organo decisionale contribuisce, grazie alle loro specifiche competenze, a prendere decisioni consapevoli, soprattutto in ambiti in cui potrebbero sorgere conflitti di interessi.
- **Introduzione del divieto di cross directorship:** per migliorare la trasparenza nella gestione delle società quotate e evitare conflitti di interesse, il Codice ha vietato il cross directorship, ovvero la partecipazione di amministratori di società quotate in Cda di altre società non appartenenti allo stesso gruppo. Il cross directorship può creare problemi di conflitto di interessi, poiché l'individuo che la effettua, potrebbe trovarsi a dover prendere decisioni che influenzano due aziende concorrenti o con relazioni commerciali tra loro.
- **Istituzione del Comitato per le nomine** il Comitato per le nomine svolge un ruolo consultivo e dinamico, formulando pareri sulla dimensione e composizione del Consiglio di amministrazione e fornendo raccomandazioni sulle figure professionali ritenute opportune. In particolare, è responsabile di proporre candidati per la carica di amministratore indipendente in caso di sostituzione durante il mandato. Inoltre, se il Cda decidesse di implementare un piano di successione per gli amministratori esecutivi, il Comitato per le nomine è incaricato dell'istruttoria relativa.

Il 31 dicembre 2020, il Comitato per la Corporate Governance ha approvato il nuovo Codice di Corporate Governance. Se la prima edizione del Codice Preda del 1999 era caratterizzata da principi generali e regole applicative poco vincolanti, con un'adesione prudente da parte delle società, si è passati alla versione del 2006, che ha svolto una funzione più educativa per le aziende e i rispettivi Consigli di amministrazione. Questo ha favorito lo sviluppo di una vera e propria cultura orientata al perseguimento delle best practices in ambito di governance aziendale rivendicata con l'edizione del 2011 e il suo focus sui rapporti ed il ruolo del Cda.

Oggi col nuovo codice si ritiene che il mercato sia sufficientemente maturo per adottare un modello basato su un processo di armonizzazione tra i principali sistemi angloamericani ed europei, integrando le nuove tematiche emerse negli ultimi anni e il ruolo economico della governance. Il nuovo codice evidenzia chiaramente una convergenza tra diversi ordinamenti, affrontando aspetti come l'indipendenza degli amministratori, i sistemi di controllo e la tutela degli interessi degli stakeholder. Una delle novità più significative del Codice 2020 è l'introduzione del concetto di **“successo sostenibile”**, inteso come obiettivo primario per la creazione di valore a lungo termine per gli azionisti, che va oltre il mero profitto monetario e considera anche gli interessi altri stakeholder rilevanti per la società.

In particolare, il principio della sostenibilità è un elemento centrale della Corporate Social Responsibility (CSR), che rappresenta una forma di autoregolamentazione aziendale volta a integrare considerazioni sociali e ambientali nella gestione del business. Questo approccio ha avuto origine negli Stati Uniti con l'introduzione del modello delle Benefit Corporation e l'attenzione ai fattori Environmental, Social, Governance (ESG) ma è oggi realtà integrante ormai in molte società italiane.

Un punto di forza del nuovo Codice è senza dubbio la semplificazione: suddiviso in sei sezioni (rispetto alle dieci del Codice precedente), precedute da una sezione dedicata alle Definizioni, l'opera presenta Articoli, ognuno focalizzato sugli aspetti fondamentali della Corporate Governance:

- I. Ruolo dell'organo di amministrazione (art. 1),
- II. Composizione degli organi sociali (art. 2),
- III. Funzionamento dell'organo di amministrazione e ruolo del presidente (art. 3),
- IV. Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione (art. 4),
- V. remunerazione (art. 5),
- VI. Sistema di controllo interno e gestione dei rischi (art. 6).

Ogni articolo del Codice è articolato in principi, che stabiliscono gli obiettivi di una buona governance, e in raccomandazioni, che suggeriscono i comportamenti considerati adeguati a raggiungere tali obiettivi. Le società che adottano il Codice devono fornire nella relazione sul governo societario informazioni precise, chiare e complete, sebbene concise, riguardo alle modalità di applicazione del Codice.

Per quanto riguarda il ruolo del Cda si sottolinea sin da subito anche qui che chi guida la società ha l'obiettivo del successo sostenibile per poi delinearne i compiti. Compiti chiave dell'organo di amministrazione includono:

- **Approvazione del piano industriale** e monitoraggio periodico dei risultati rispetto agli obiettivi.
- **Definizione del livello di rischio** compatibile con gli obiettivi strategici, considerando il successo sostenibile.
- **Valutazione del sistema di governance**, controllo interno e gestione dei rischi.
- **Deliberazione sulle operazioni rilevanti** per la società e sue controllate.
- Gestione della comunicazione interna ed esterna delle informazioni, con particolare attenzione alle informazioni privilegiate.

Con particolare analiticità e precisione si definiscono funzioni e doveri del chief executive officer (CEO), del comitato di controllo e rischi (SCGIR), del responsabile della funzione di internal audit (RIA):

1. Il SCIGR ha il fine di contribuire al successo sostenibile della società
2. Il SCGIR è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente.
3. L'organo di amministrazione definisce i principi di coordinamento dei flussi informativi tra i soggetti coinvolti nel SCIGR, per evitare duplicazioni e promuovere efficacia/efficienza
4. Si precisa che è il CEO il soggetto che deve istituire e mantenere il SCIGR e riferire anche in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività
5. Il RIA deve verificare il disegno e il funzionamento del SCIGR ma anche che lo stesso sia coerente con le linee di indirizzo definite dall'organo di amministrazione (ruolo più strategico)
6. il RIA non è responsabile di alcuna area operativa e dipende gerarchicamente dall'organo di amministrazione.

Per concludere per quanto riguarda la composizione del board, il Codice si basa su tre principi chiave: **indipendenza, professionalità e parità di genere**. Son affrontate con precisione le situazioni che compromettono, o sembrano compromettere, l'indipendenza dei membri del board.

Invece per la remunerazione cito direttamente il Codice Autodisciplina 2020:

*“La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e vede un bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile adeguato e coerente con gli obiettivi strategici e la politica di gestione dei rischi della società, tenuto conto delle caratteristiche dell'attività d'impresa e del settore in cui essa opera. Con riferimento, invece, alla politica per la remunerazione degli Amministratori non esecutivi, si prevede la determinazione al suo interno di un compenso, svincolato da ogni obiettivo di performance finanziaria o legata ad obiettivi ESG, adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesti dai compiti”*

Il cuore dell'innovazione introdotta dal Codice di Corporate Governance del 2020 è il **concetto di successo sostenibile**, che diventa il fulcro del nuovo sistema di autodisciplina e del modo di gestire una società quotata, oltre a rappresentare un cambiamento nel modo di fare impresa a livelli più elevati. La sostenibilità assume un'importanza centrale, soprattutto in relazione alle politiche di remunerazione e ai compiti del comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi. L'idea che gli amministratori debbano considerare gli interessi degli stakeholder amplia la loro discrezionalità, poiché le scelte aziendali devono tenere conto di un dialogo continuo con i portatori di interessi, laddove in passato l'attenzione era focalizzata esclusivamente sugli azionisti.[15]

### 3.2.8 DDL Capitali

Se ad ottobre 2023 si iniziavano a sentire i primi rumors su una possibile riforma italiana in ambito di Corporate Governance, solo cinque mesi più tardi, lo scorso 12 marzo il c.d. “DDL Capitali” è diventato legge grazie alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della legge 5 marzo 2024, n. 21 con ingresso in vigore a far data dal 27 marzo 2024.

**La Legge Capitali** ha conferito al Governo una delega, da esercitare entro 12 mesi, per attuare diverse modifiche al Testo Unico della Finanza e al Codice civile, così da permettere di allinearsi alle raccomandazioni del Rapporto OCSE del 2020 sul mercato dei capitali italiano e al Libro Verde del MEF del 2022. Il mercato dei capitali italiano mostra un ritardo cronico rispetto ad altre economie avanzate, poiché dipende ancora principalmente dal sistema bancario tradizionale per le esigenze finanziarie delle imprese. Le nuove disposizioni mirano a eliminare vincoli normativi e operativi che ostacolano l’accesso delle imprese al mercato dei capitali e ad incentivare sia l’offerta che la domanda di capitali tramite la promozione di canali finanziari alternativi e garantendo la tutela degli investitori.

Il disegno di legge introduce misure finalizzate a facilitare l’accesso delle imprese di dimensioni minori ai mercati, promuovendo una regolamentazione più proporzionata e snella. In questo contesto, sono eliminati alcuni casi di goldplating<sup>1</sup>, riducendo il carico normativo e semplificando le procedure per le imprese. Il testo include anche disposizioni che incentivano la partecipazione degli investitori ai mercati dei capitali, rafforzando gli strumenti del voto plurimo e del voto maggiorato, con l’obiettivo di prevenire il trasferimento delle società verso paesi con regimi più flessibili in termini di separazione tra rischio di capitale e potere di governo, incentivando al contempo il ritorno in Italia di quelle che hanno già scelto questa strada.

Il riferimento che da sempre è aria di dibattito principale è all’Olanda, dove alcune importanti aziende italiane hanno da tempo spostato le loro sedi legali, rendendo poco probabile un’inversione di rotta.

Inoltre, è disciplinata la facoltà del Consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate di presentare una propria lista di candidati, promuovendo una continuità amministrativa. Per poi parlare delle norme volte a semplificare lo svolgimento delle assemblee societarie, sia per le società quotate che non quotate, contribuendo a migliorare l’efficienza decisionale interna. Questi sono solo alcuni degli aspetti trattati dal Decreto Capitali, di cui allego il testo completo insieme a un approfondimento. Le nuove normative si concentrano su quattro principali aree di intervento:

[20]

1. Misure volte a favorire l’accesso delle società al mercato dei capitali
2. Misure relative alla corporate governance
3. Riforma della disciplina degli strumenti finanziari diffusi
4. Misure inerenti ai procedimenti sanzionatori gestiti dalla Consob

In questo paragrafo, mi focalizzerò sugli elementi fondamentali relativi alle prime due aree, mantenendo coerenza con i temi sviluppati nella mia tesi.

---

<sup>1</sup>Nota: si definisce gold plating l’introduzione o mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive europee negli stati membri

### 3.2.8.1 Principali novità volte a favorire l'accesso delle società al mercato dei capitali

La legge capitali introduce una serie di misure volte a favorire la raccolta dei capitali sul mercato, sia incentivando la quotazione di nuove imprese sia semplificando le regole rivolte alle società già quotate, anche attraverso la rimozione di alcune forme di gold plating.<sup>1</sup>

Per favorire il nostro mercato dei capitali innanzitutto l'**articolo 1** del decreto introduce un'esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede per determinate situazioni. Normalmente, l'offerta fuori sede implica la promozione di strumenti finanziari o servizi di investimento in luoghi diversi dalla sede legale, soggetta a rigide regole per proteggere gli investitori, tra cui un periodo di riflessione di sette giorni per recedere dal contratto senza penali. Con la nuova eccezione, le società possono offrire i propri strumenti finanziari (come azioni) direttamente tramite dirigenti o amministratori per importi di almeno 250.000 euro, se le loro azioni sono quotate in mercati regolamentati o MTF in Italia o nell'UE. L'obiettivo è semplificare le operazioni di offerta, riducendo la burocrazia, poiché si presume che non ci sia lo stesso bisogno di protezione per gli investitori in questi casi. Tuttavia, l'esenzione non si applica a strumenti emessi da SICAV<sup>2</sup> e SICAF<sup>3</sup>, che rimangono soggetti alle normative tradizionali sull'offerta fuori sede. Le PMI costituiscono uno dei principali focus del DDL Capitali in ragione dell'importanza che questo tipo di società ricopre nel tessuto imprenditoriale italiano. Si provvede ad ampliare la platea delle PMI aumentando la soglia di definizione con la capitalizzazione che ora va da 500 milioni a 1 miliardo di euro, ampliando i benefici della disciplina agevolata.

L'**articolo 2** prevede un innalzamento della soglia delle partecipazioni rilevanti da comunicare dal 3% al 5% e consente alle PMI di escludere l'obbligo di OPA da consolidamento per i primi cinque anni dopo la quotazione. Questa opzione di opt-out offre flessibilità alle nuove società quotate nel gestire le acquisizioni iniziali senza l'onere immediato di lanciare un'OPA.

L'**art. 3** della Legge Capitali riguarda le Società a Responsabilità Limitata classificate come PMI introduce la possibilità di dematerializzare le proprie quote sulla base di scritturazioni informatiche presso un intermediario tramite le quali saranno registrate. La dematerializzazione delle quote societarie semplificherà gli scambi eliminando la necessità di intervento notarile per la sottoscrizione. Questo significa che, se scelto, il titolo di una "Srl-Pmi" può essere trattato in forma scritturale, simile alle azioni dematerializzate delle società per azioni quotate in Borsa. L'obiettivo principale è aumentare la circolazione e incentivare la quotazione delle società in Borsa, rendendo più accessibile, liquido e conveniente il processo di scambio delle quote. Le S.r.l. le cui quote saranno dematerializzate dovranno però istituire il libro soci per registrare le diverse operazioni sulle partecipazioni, non essendo prevista la loro comunicazione presso il Registro delle Imprese.

Il DDL Capitali (**articolo 6**) elimina poi la facoltà della Consob di intervenire sul flottante di una società quotata (quando un soggetto detiene oltre il 90% ) del capitale. Attualmente, secondo l'articolo 108 del TUF, chi possiede più del 90% delle azioni è obbligato ad acquistare le rimanenti azioni su richiesta degli azionisti, a meno di ripristinare un flottante adeguato entro 90 giorni, per garantire una negoziazione regolare. La modifica proposta considera superfluo questo potere della Consob, ritenuto potenzialmente fonte di incertezze per gli emittenti, e mira a uniformare le normative italiane a quelle di altri Paesi europei.

<sup>1</sup>Nota: si definisce gold plating l'introduzione o mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive europee negli stati membri

<sup>2</sup>Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), introdotte in Italia nel 1992, rientrano negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) insieme ai fondi comuni d'investimento. La peculiarità delle SICAV, che rappresenta anche la differenza rispetto ai fondi comuni, è che l'investitore diventa azionista della società e, quindi, acquisisce una serie di diritti patrimoniali (diritto agli utili e al rimborso del capitale a seguito della richiesta di riscatto) e amministrativi. Le SICAV sono organismi di tipo aperto: un investitore può sempre sottoscrivere nuove azioni e chiedere il rimborso delle stesse. Da ciò si evince anche la differenza principale rispetto alle società per azioni: il capitale sociale non è fisso, ma è pari al patrimonio netto, che varia in funzione delle nuove sottoscrizioni e dei rimborsi.

<sup>3</sup>sono collettori di capitali sia tramite il collocamento delle proprie azioni che anche attraverso altri strumenti finanziari a differenza delle prime. Le SICAF hanno un capitale fisso che non può variare, in quanto non è previsto il diritto di riscatto delle azioni da parte degli azionisti. Offrono un approccio più stabile e a lungo termine, ma con meno opportunità di liquidità.



**L'articolo 7** del DDL Capitali semplifica l'emissione di obbligazioni, riducendo i costi per le società, pur mantenendo le necessarie tutele per i piccoli investitori, dato che le agevolazioni si applicano solo a operazioni tra professionisti.

- Per le S.p.a., è eliminato il limite attuale che impedisce l'emissione di obbligazioni oltre il doppio del capitale sociale e delle riserve, a condizione che i titoli siano destinati a investitori professionali. Inoltre, viene abolito l'obbligo di garantire la solvibilità della società tramite un altro investitore vigilato.
- Per le S.r.l., che possono emettere obbligazioni solo per investitori professionali, si elimina l'obbligo di garantire la solvibilità nel caso in cui i titoli siano riservati esclusivamente a questi investitori.

Infine, **l'articolo 26** amplia l'operatività del Patrimonio Destinato<sup>1</sup>istituito dal decreto Rilancio durante il periodo Covid, che prevederebbe la maggioranza semplice<sup>2</sup> per gli aumenti di capitale anziché la maggioranza per 2/3. Il Patrimonio Destinato può avere effetti negativi sui soci di minoranza, tra cui la diluizione della loro partecipazione, che riduce il potere decisionale all'interno dell'azienda. Inoltre, gli aumenti di capitale potrebbero escluderli dall'acquisto di nuove azioni, facendo perdere loro l'opportunità di mantenere la propria quota. Queste operazioni possono favorire un gruppo ristretto di azionisti, rendendo difficile per i soci di minoranza influenzare le decisioni aziendali.

---

<sup>1</sup>Il Patrimonio Destinato è uno strumento finanziario istituito dal decreto-legge n. 34 del 2020 (decreto Rilancio) per sostenere l'economia italiana in risposta all'emergenza COVID-19. Esso si configura come un fondo pubblico gestito dalla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e ha come obiettivo il rafforzamento patrimoniale delle imprese. Il Patrimonio interviene principalmente attraverso la sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, la partecipazione ad aumenti di capitale delle imprese e l'acquisto di azioni sul mercato secondario in caso di operazioni strategiche. Opera in totale esenzione fiscale, il che significa che non sono dovute imposte sui redditi derivanti dalle sue attività ed inoltre, gli interessi e altri proventi derivanti dai titoli emessi dal Patrimonio e dai suoi comparti sono soggetti a un'imposta sostitutiva agevolata con un'aliquota del 12,5%

<sup>2</sup>La maggioranza semplice favorevole del 50% + 1 è più comune per le decisioni ordinarie, come la nomina degli amministratori o approvazioni di bilanci. La maggioranza dei 2/3 viene invece richiesta in assemblee straordinarie, quando si devono prendere decisioni che influenzano in maniera rilevante la società, come aumenti di capitale, fusioni, scissioni o modifiche allo statuto.

### 3.2.8.2 Principali novità relative alla Corporate Governance

Sicuramente, questa sezione è la più rilevante per il mio lavoro di tesi, ma è anche quella che ha suscitato le maggiori controversie, dibattiti e articoli sulle testate giornalistiche.

Partiamo con l'abrogazione degli obblighi di comunicazione delle operazioni di internal dealing<sup>1</sup> (**art. 10**) per gli azionisti rilevanti: non è più obbligo degli azionisti di controllo, detentori di almeno il 10% del capitale sociale, di segnalare alla Consob e al pubblico le operazioni effettuate sulle azioni dell'emittente o su strumenti finanziari correlati, anche per interposta persona. Questa modifica richiederà alla Consob di aggiornare le relative disposizioni nel Regolamento Emittenti e agli emittenti. La logica alla base di questo cambiamento è di allinearsi alle normative degli altri Paesi dell'UE, rimuovendo una regola che spesso sollevava dubbi tra gli investitori internazionali e limitava l'interesse dei grandi fondi di private equity nel mercato italiano.

Il DDL Capitali (**art. 11**) affronta l'evoluzione del modello decisionale delle società quotate, evidenziando come l'assemblea stia perdendo il suo ruolo informativo e di confronto, poiché molti soci decidono il proprio voto prima dell'assemblea stessa. Inoltre, il decreto trae spunto dalle esperienze maturate durante la pandemia. Per le società che prevedono o intendono introdurre modalità di voto a distanza, è prevista la possibilità di adottare, attraverso una specifica disposizione statutaria, il ricorso esclusivo al rappresentante designato per la partecipazione e il voto in assemblea. In questo caso, le deleghe e sub-deleghe saranno conferite a tale rappresentante. Se una società opta per questo modello assembleare, non sarà consentita la presentazione di proposte di deliberazione durante l'assemblea. Queste proposte riguardano decisioni specifiche che i soci desiderano siano approvate, come l'approvazione del bilancio, la distribuzione dei dividendi o modifiche statutarie. L'adozione di assemblee tramite il rappresentante designato potrebbe facilitare la partecipazione di alcuni investitori, in particolare quelli istituzionali, e ridurre i costi associati alle assemblee tradizionali.

Indubbiamente la più discussa delle disposizioni Capitali riguarda la nuova regolamentazione per l'**elezione Cda (art. 12)** e le azioni a voto plurimo e maggiorato (art. 13-14) che influenzano la struttura dei diritti di voto.

Innanzitutto, non è obbligatorio per il consiglio uscente presentare una propria lista, ma è lasciata alla sua discrezione la decisione di proporla e in tal caso deve essere depositata e resa pubblica entro il quarantesimo giorno precedente la data dell'Assemblea convocata per deliberare sulla nomina dei componenti del Consiglio. Le condizioni necessarie per la creazione della lista sono:

1. Il Consiglio di amministrazione uscente deve approvare la presentazione della lista con il voto favorevole dei 2/3 dei suoi membri.
2. La lista deve contenere un numero di candidati pari al numero dei componenti da eleggere aumentato 1/3.

Se la lista del consiglio uscente ottiene il maggior numero di voti, l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale per ogni candidato. I candidati con il maggior numero di voti verranno progressivamente eletti in base ai posti disponibili per quella lista. Tuttavia, rimane valida la regola del TUF, secondo cui alcuni membri del Cda devono essere eletti dalle liste di minoranza che hanno ottenuto il maggior numero di voti e non siano in alcun modo collegate ai soci che hanno presentato o votato la lista vincente.

---

<sup>1</sup>L'internal dealing si riferisce alle transazioni di acquisto e vendita di titoli di una società quotata effettuate da soggetti con elevate responsabilità, come amministratori, sindaci, dirigenti di alto livello e azionisti di maggioranza. Le loro operazioni sono particolarmente significative per il mercato: ad esempio, un acquisto da parte di questi soggetti può indicare fiducia nelle prospettive aziendali, mentre una vendita può essere interpretata in modo diverso.

L'elezione dei *componenti di minoranza* avviene secondo quanto segue:

- a) Se le due liste di minoranza più votate in assemblea raccolgono una percentuale  $\leq 20\%$  del totale dei voti espressi, ciascuna di queste liste partecipa alla ripartizione dei seggi in modo proporzionale ai voti ottenuti, garantendo comunque un numero di seggi non inferiore al 20% del totale dei membri del Cda
- b) Se le due liste di minoranza più votate in assemblea raccolgono una percentuale  $> 20\%$  del totale dei voti espressi, ciascuna lista di minoranza che ha ottenuto almeno il 3% delle preferenze partecipa alla ripartizione dei seggi in modo proporzionale ai voti ricevuti. I voti delle liste di minoranza che hanno ottenuto meno del 3% delle preferenze vengono redistribuiti proporzionalmente tra le liste di minoranza che hanno raggiunto questa soglia.

Il meccanismo previsto per la presentazione della lista da parte del consiglio uscente solleva questioni delicate. Secondo la CONSOB, nelle public companies nel caso descritto nel paragrafo (a), gli statuti potrebbero prevedere che le liste di minoranza ottengano un numero di seggi pari o superiore al 20%, anche se i voti ricevuti sono inferiori a questa soglia, garantendo così una rappresentanza più che proporzionale rispetto alla partecipazione e ai voti raccolti. Nel caso delineato nel paragrafo (b), se le prime due liste di minoranza ottenessero complessivamente più del 20% dei voti in assemblea, l'applicazione del criterio proporzionale previsto determinerebbe una composizione dell'organo più aderente alle votazioni assembleari ma comunque avrebbe il difetto di non attribuire un premio di maggioranza alla lista vincente. Di conseguenza, potrebbe verificarsi il caso in cui la lista del consiglio uscente non ottenga la maggioranza dei consiglieri, pur avendo ottenuto la maggioranza relativa dei voti.

L'articolo 12 presenta alcune problematiche applicative, l'incertezza sulla procedura di ripartizione dei seggi nel caso in cui la lista del Cda uscente non ottenga la maggioranza dei voti in assemblea e se il posto in consiglio che la legge attribuisce ai soci di minoranza possa essere tratto da tale lista. Sarà necessario attendere l'emissione delle disposizioni attuative da parte della Consob per chiarire questi aspetti.

Per quanto riguarda questa modifica legislativa i critici evidenziano che si potrebbero osservare diversi scenari come quello di un consolidamento del potere che potrebbe limitare il rinnovamento e l'introduzione di nuove prospettive nel CdA ma d'altra parte uno scenario in cui si favorisce la continuità e la stabilità aziendale, specialmente se il CdA ha avuto successo nel passato e ha il sostegno degli azionisti per continuare la sua gestione.

Gli **articoli 13 e 14** del DDL Capitali prevedono un aumento del fattore moltiplicativo dei diritti di voto plurimo e maggiorato. Il fattore moltiplicativo per il voto plurimo è incrementato da 3 a 10, ma questa disposizione si applica solo alle nuove quotazioni. Ricordo che le azioni a voto plurimo possono essere introdotte solo nella fase pre-quotazione poiché una società quotata non ha la possibilità di emettere questi tipi di azioni.

Per quanto riguarda il voto maggiorato la nuova disciplina fa sì che, come dal decreto competitività, gli statuti possono prevedere l'attribuzione di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione detenuta dallo stesso soggetto per almeno ventiquattro mesi consecutivi. La novità consiste nel fatto che ora gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto aggiuntivo al termine di ogni periodo di dodici mesi, fino a un massimo totale di 10 voti per azione. Questa modifica statutaria a differenza della modifica soprastante conferisce il diritto di recesso agli azionisti assenti o dissenzienti

Il potenziamento del voto maggiorato per le società quotate e il voto plurimo per le società pre-quotazione mirano a contrastare la tendenza delle società italiane di trasferirsi verso giurisdizioni più permissive come i Paesi Bassi. Tuttavia, non sono mancati dibattiti riguardo all'equità del sistema, soprattutto riguardo al rapporto tra gli azionisti di breve vs lungo termine, accentuando le differenze tra gli azionisti definiti "entrepreneurs" e quelli definiti "investors". Si ricorda come le modifiche relative al voto maggiorato e plurimo possono influenzare il potere decisionale, proteggere la società da acquisizioni ostili, garantire una rappresentanza equa degli azionisti, favorire lo sviluppo strategico e formalizzare accordi societari.

Un unicum nel panorama normativo europeo è l'abrogazione della norma che attribuiva la responsabilità per informazioni false o per omissioni in grado di influenzare le decisioni di un investitore ragionevole all'intermediario incaricato del collocamento. L'unico modo per escludere tale responsabilità era dimostrare di aver adottato tutte le misure necessarie per accertare che le informazioni fornite nel prospetto fossero accurate e prive di omissioni che potessero alterarne il significato. **L'art 9** del DDL Capitali rischia di rendere ancora più difficile ottenere il risarcimento del danno per chi ha acquistato strumenti finanziari sulla base di informazioni false.

**L'articolo 17** del DDL Capitali consente a un gestore di portafogli di esercitare i diritti di voto per più assemblee, contrariamente alle norme del Codice Civile che lo limitavano a una singola assemblea, evidenziando un fenomeno di gold-plating della disciplina italiana. La norma è parte dell'implementazione della Direttiva Shareholder Rights II (SRD II), mirata a favorire l'esercizio dei diritti degli azionisti, inclusi quelli di voto.

Secondo il Governo, l'adozione di questa misura è fondamentale per promuovere un coinvolgimento attivo dei gestori di attivi nella governance delle società partecipate, contribuendo così alla creazione di valore a lungo termine e rispondendo alle sfide della sostenibilità.

## Criticità DDL Capitali

Il Financial Times critica esplicitamente nell'articolo "How Meloni's new 'Capital Bill' could backfire on corporate Italy" il provvedimento perché di fatto mantiene lo status quo e perché è un assist ai grandi gruppi imprenditoriali familiari e uno schiaffo agli hedge fund.

Il giornale inglese individua il principale beneficiario del Ddl Capitali, quel Francesco Gaetano Caltagirone che nell'articolo viene definito un alleato fondamentale per la Meloni.[72]

*"Nel 2022 il suo gruppo detentore di una partecipazione del 6.1% ha presentato una lista di candidati per il consiglio di Generali che è stata sostenuta anche da Delfin, la holding del compianto Leonardo Del Vecchio, che possiede circa il 10% del famoso leone delle assicurazioni. L'iniziativa è stata sconfitta rispetto alla lista del consiglio uscente.*

*Una battaglia simile si sta preparando per il rinnovo del consiglio di Mediobanca a fine ottobre 2024 e sarà riproposta per rinnovo nell'aprile 2025 del board delle Generali, una delle chiavi per l'assetto del capitalismo italiano. Ricordiamo che Mediobanca è il più grande investitore in Generali con una quota del 13% mentre Delfin e Caltagirone sono i due maggiori azionisti di Mediobanca. Possiedono rispettivamente una partecipazione del 20% e del 10%.*

*I nuovi emendamenti del DDL Capitali son visti come troppo tempestivi per quegli azionisti come Caltagirone, uscito perdente dall'assemblea del 2022 in tandem con Leonardo Del Vecchio, che si prepara a tornare alla carica del Leone indirettamente, con una cartuccia in più garantita dalle nuove regole di governance delle società quotate. Secondo il FT Caltagirone sta cercando di aumentare la sua influenza sia in Generali che in Mediobanca. La sua strategia include la presentazione di liste di candidati per i Consigli di amministrazione e il tentativo di modificare le politiche di governance aziendale per nominare in Generali un Cda che fosse di sua espressione. Caltagirone è un alleato fondamentale per la Meloni: possiede giornali influenti nelle regioni dove la premier ha il consenso maggiore."*

Riporto altre critiche da un articolo di Luca Enriques (presidente della CONSOB 2012-2017) che fa notare alcune ombre delle proposte di riforma del Ddl vanno nella direzione sbagliata:[79]

*"La prima proposta discutibile è l'eliminazione della presunzione di colpa in capo al responsabile del collocamento in un'offerta al pubblico per il caso di informazioni false nel prospetto. La sua eliminazione rende ancora più difficile ottenere il risarcimento del danno per chi ha acquistato strumenti finanziari sulla base di informazioni false. Il Ddl elimina poi l'obbligo per gli azionisti di controllo di comunicare al mercato il proprio trading sulle azioni. Ma in un mercato azionario come il nostro, caratterizzato dalla presenza di azionisti di controllo che, anche quando non siedono nel Cda della quotata, inevitabilmente hanno accesso a informazioni privilegiate, non ha senso circoscrivere l'obbligo ai soli amministratori. Non a caso, in entrambi i mercati azionari con maggiore tradizione, gli Stati Uniti e il Regno Unito, l'obbligo si estende ai soci di controllo. " In terzo luogo, il Ddl ripropone una norma dell'emergenza Covid, che consentirebbe di procedere nuovamente ad aumentare il capitale sociale a maggioranza semplice invece che con quella dei due terzi. Gli aumenti di capitale, se eseguiti con conferimenti in natura o senza diritto d'opzione, sono operazioni rischiose per i soci di minoranza,"*

Ultimo un articolo di Milano Finanza dove si legge "Il provvedimento sembra positivo ma in realtà ha un approccio protezionistico potenzialmente scoraggiante per gli investitori internazionali. Secondo la premier, invece, la norma dà più poteri ai soci senza mettere a rischio la gestione delle aziende, oltre a piacere ai mercati e quindi attirare maggiori investimenti."

Osserveremo solo col tempo gli effetti di questo nuovo emendamento volto a influenzare la Corporate Governance italiana e anche gli investitori.



# Conclusioni

La corporate governance ha un ruolo centrale nel garantire l'efficacia e l'integrità della gestione aziendale, ma i suoi meccanismi presentano sfide e complessità che necessitano di un'attenta valutazione. La struttura del Cda e la CEO chair duality, ad esempio, hanno dimostrato limiti significativi nel bilanciamento tra supervisione e gestione, in particolare nei casi in cui il Consiglio di amministrazione è influenzato da relazioni interne e conflitti di interesse. Sebbene si cerchi di affidare a tale organo la responsabilità del controllo, le dinamiche sociali e le pressioni esterne spesso ostacolano la sua capacità di agire in modo completamente indipendente. Anche il legame tra la retribuzione dei CEO e le performance aziendali, pur concepito per allineare gli incentivi dei dirigenti agli interessi degli azionisti, rischia di generare distorsioni. L'eccessiva enfasi sulle stock options, infatti, può portare a un comportamento manageriale volto ad aumentare temporaneamente il valore azionario piuttosto che creare un valore a lungo termine per l'azienda. Sebbene un certo livello di incentivazione sia necessario per attrarre e mantenere dirigenti qualificati, è fondamentale che la struttura di governance preveda controlli adeguati a evitare derive opportunistiche. Il ruolo degli intermediari finanziari, come società di revisione e agenzie di rating, non è immune da problematiche. Gli scandali degli ultimi anni hanno mostrato come tali istituzioni possano fallire nel loro compito di controllo, spesso a causa di conflitti di interesse intrinseci e di pressioni commerciali. Per ripristinare la fiducia degli investitori, è indispensabile adottare regolamentazioni più rigide che separino le attività di revisione da quelle di consulenza, mitigando i rischi di influenze indebite. Il mercato del controllo societario e la struttura dei diritti di voto restano meccanismi fondamentali per garantire la contendibilità del controllo aziendale. Tuttavia, la loro efficacia dipende dalla configurazione dei diritti di voto, con il modello "one-share one-vote" che generalmente favorisce un ricambio manageriale efficiente. Eccezioni possono essere tollerate solo in casi specifici, laddove siano in grado di massimizzare il valore collettivo. Sebbene i meccanismi di corporate governance abbiano subito significativi miglioramenti, rimane fondamentale un approccio dinamico e flessibile che tenga conto delle evoluzioni del mercato e delle specificità settoriali. Solo un sistema di governance ben bilanciato e vigilato, capace di affrontare le sfide dell'indipendenza e dell'allineamento degli incentivi, potrà garantire una gestione aziendale sostenibile e trasparente nel lungo termine.

# Corporate Governance in Italia: Riforme, Meccanismi e Confronto con il Modello Americano

Federico Terziano

October 2024



# Bibliografia

- [1] Laura Abrardi e Laura Rondi. «Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms». In: *Journal of Industrial and Business Economics* 47.4 (2020), pp. 613–643.
- [2] ADD Consulting. *Il Sarbanes-Oxley Act e la normativa italiana: l'impatto sulle imprese*. Recuperato da. 2010. URL: [https://addconsulting.it/2010/01/20/il-sarbanes-oxley-act-e-la-normativa-italiana-limpatto-sulleimprese/#:~:text=La%20Legge%20sul%20Risparmio%20italiana,e%20non\)%20inclusa%20nel%20bilancio](https://addconsulting.it/2010/01/20/il-sarbanes-oxley-act-e-la-normativa-italiana-limpatto-sulleimprese/#:~:text=La%20Legge%20sul%20Risparmio%20italiana,e%20non)%20inclusa%20nel%20bilancio) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [3] Affaritaliani.it. *Il Financial Times affossa il DDL capitali, ma sbaglia: ecco perché*. Accessed: 2024-10-06. 2024. URL: <https://www.affaritaliani.it/economia/il-financial-times-affossa-il-ddl-capitali-ma-sbaglia-ecco-perche-894744.html>.
- [4] S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano. *L'autodisciplina in materia di corporate governance*. Quaderni Giuridici Consob. 2013. URL: <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg2.pdf/47a2d9ce-6165-4d1f-a746-62d5bbe889e1> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [5] Assistenza Legale Imprese. *D.lgs. n. 231/2001: La responsabilità degli enti*. Recuperato da. URL: <https://assistenza-legale-imprese.it/d-lgs-n-231-2001-responsabilita-enti/> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [6] Assogestioni. *Position paper sul voto plurimo*. Accessed: 2024-10-05. 2023. URL: [https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/assogestioni\\_positionpaper\\_votomultiplo\\_giugno2023.pdf](https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/assogestioni_positionpaper_votomultiplo_giugno2023.pdf).
- [7] Assonime. *Interventi e note di aggiornamento sulla Corporate Governance*. Recuperato da. 2024. URL: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%204-2024.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%204-2024.pdf) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [8] Assonime. *Report adozione Codice di Corporate Governance*. Recuperato da. 2024. URL: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2024.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2024.pdf) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [9] Assonime. *Scheda di sintesi Legge Capitali*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.assonime.it/Stampa/Documents/scheda%20di%20sintesi%20Legge%20Capitali.pdf>.
- [10] Banca d'Italia. *Intervento del Vice Direttore Generale Vincenzo Ciocca sulla riforma del risparmio*. Recuperato da. 2006. URL: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2006/ciocca\\_07\\_06\\_06.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2006/ciocca_07_06_06.pdf) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [11] Massimo Belcredi. *Rapporto FIN-GOV 2022*. Accesso: 7 Ottobre 2024. 2022. URL: [https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-%5Bebook%5DBelcredi\\_RapportoFIN-GOV\\_2022u.pdf](https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-%5Bebook%5DBelcredi_RapportoFIN-GOV_2022u.pdf).
- [12] Marcello Bianchi e Magda Bianco. «Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?». In: *ECGI-Finance Working Paper* 144 (2006).
- [13] Marcello Bianchi, Magda Bianco e Luca Enriques. «Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy». In: (2001).
- [14] Borsa Italiana. *Capitalizzazione FTSE MIB: Stellantis vale oltre 77 miliardi e Ferrari quasi 69 mld*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.borse.it/articolo/ultime-notizie/capitalizzazione-ftse-mib-stellantis-vale-oltre-77-miliardi-e-ferrari-quasi-69-mld-ecco-la-classifica#:~:text=Teniamo%20infatti%20presente%2C%20come%20detto,dei%20700%20miliardi%20di%20euro..>

- [15] Borsa Italiana. *Codice di Corporate Governance 2020*. Recuperato da. URL: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [16] Borsa Italiana. *Il voto maggiorato: norme e implicazioni*. Accessed: 2024-10-05. 2014. URL: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/voto-194.htm>.
- [17] Borsa Italiana. *Nasdaq: caratteristiche e funzioni*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/nasdaq.htm>.
- [18] M. Boyer. «Understanding the SEC». In: *Investopedia* (2021). Accessed: 2024-10-05. URL: <https://www.investopedia.com/articles/investing/112914/understanding-sec.asp>.
- [19] Calcio e Finanza. «Patrimonio John Elkann: cosa c'è nel bilancio di dicembre». In: (feb. 2024). Accessed: 2024-10-05. URL: [https://www.calcioefinanza.it/2024/02/13/patrimonio-john-elkann-cose-la-dicembre/?refresh\\_ce](https://www.calcioefinanza.it/2024/02/13/patrimonio-john-elkann-cose-la-dicembre/?refresh_ce).
- [20] Camera dei Deputati. *Dossier: DDL esteso*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/FI0027c.pdf>.
- [21] Carpenter Wellington. *NYSE vs NASDAQ: Key Similarities and Differences*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://carpenterwellington.com/post/nyse-nasdaq-key-similarities-differences/#:~:text=The%20NYSE%20is%20known%20for,companies%20listed%20on%20the%20NYSE..>
- [22] Cleary Gottlieb. *DDL Capitali: Misure a sostegno della competitività del mercato dei capitali*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2024/ddl-capitali-misure-a-sostegno-della-competitivit-del-mercato-dei-capitali.pdf>.
- [23] Clifford Chance. *Client Briefing: DDL Capitali*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2024/03/client-briefing-ddl-capitali.pdf>.
- [24] Risk & Compliance. *Codice di Autodisciplina 2020 di Borsa Italiana: SCIGR e Internal Audit, le novità*. Recuperato da. 2020. URL: <https://www.riskcompliance.it/news/codice-di-autodisciplina-2020-di-borsa-italiana-scigr-e-internal-audit-le-novita/> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [25] Confcommercio. *È legge la riforma del risparmio*. Recuperato da. URL: <https://www.confcommercio.it/-/e-legge-la-riforma-del-risparmio> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [26] CONSOB. *Attività della CONSOB*. Recuperato da. URL: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/attivita> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [27] CONSOB. *Profilatura e valutazione di adeguatezza*. Recuperato da. URL: <https://www.consob.it/web/investor-education/profilatura-e-valutazione-di-adequatezza> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [28] CONSOB. *Relazione finale di vigilanza - Caso Berruti*. Recuperato da. URL: [https://www.consob.it/documents/1912911/1980258/relazione\\_berruti.pdf/34933618-23b6-03d1-1aa4-f0ca659e0d9d](https://www.consob.it/documents/1912911/1980258/relazione_berruti.pdf/34933618-23b6-03d1-1aa4-f0ca659e0d9d) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [29] CONSOB. *Struttura organizzativa e funzioni della CONSOB*. Recuperato da. URL: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/struttura-organizzativa-con-relative-funzioni#:~:text=L'organigramma%20della%20Consob%20si,garantisce%20il%20coordinamento%20delle%20strutture> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [30] CONSOB. *Unità organizzative e divisioni della CONSOB*. Recuperato da. URL: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/unita-organizzative-divisioni> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [31] Contenzioso Bancario. *MiFIR: Nuove disposizioni sui mercati degli strumenti finanziari*. Recuperato da. 2017. URL: <https://www.contenzioso-bancario.it/documento/it/news/dirittoecontenziosobancario.it/2017/mifir> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [32] Venture Law Corporation. *Listing Requirements for Nasdaq*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://venturelawcorp.com/listing-requirements-nasdaq/>.
- [33] Venture Law Corporation. *Listing Requirements of the New York Stock Exchange*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://venturelawcorp.com/listing-requirements-of-the-new-york-stock-exchange/>.

- [34] Corriere della Sera. «Exor, dalla cassaforte di famiglia 53 milioni per gli Agnelli: Elkann corrono Stellantis e Ferrari, Juve in rosso». In: (apr. 2024). Accessed: 2024-10-05. URL: [https://www.corriere.it/economia/finanza/24\\_aprile\\_11/exor-dalla-cassaforte-di-famiglia-53-milioni-per-gli-agnelli-elkann-corrono-stellantis-e-ferrari-juve-in-rosso-f95ee994-ae35-45db-b818-624c895d8x1k.shtml?refresh\\_ce](https://www.corriere.it/economia/finanza/24_aprile_11/exor-dalla-cassaforte-di-famiglia-53-milioni-per-gli-agnelli-elkann-corrono-stellantis-e-ferrari-juve-in-rosso-f95ee994-ae35-45db-b818-624c895d8x1k.shtml?refresh_ce).
- [35] CriptoSociety. *Cos'è la SEC (Securities and Exchange Commission)?* 2023. URL: <https://criptosociety.net/cose-la-sec-securities-and-exchange-commission/> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [36] *Cross-Border Listings Guide*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-guide/north-america/new-york-stock-exchange/topics/quick-summary>.
- [37] DeJalex. *Legge Capitali 2024: Novità PMI e Corporate Governance*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.dejalex.com/2024/04/legge-capitali-2024-novita-pmi-corporate-governance/?lang=it>.
- [38] Diritto Economia Impresa. *MiFID: Cambiamenti nei mercati degli strumenti finanziari*. Recuperato da. URL: <https://www.dirittoeconomiaimpresa.it/mifid-cambiamenti-nei-mercati-degli-strumenti-finanziari> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [39] Dirittobancario.it. *Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: il ruolo dell'organo di amministrazione*. Recuperato da. 2020. URL: <https://www.dirittobancario.it/art/il-successo-sostenibile-nel-codice-di-autodisciplina-2020-ruolo-dell-organo-di-amministrazione/> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [40] Dirittobancario.it. «Il voto maggiorato alla luce delle ultime novità del decreto competitività». In: (2014). Accessed: 2024-10-05. URL: <https://www.dirittobancario.it/art/il-voto-maggiorato-alla-luce-delle-ultime-novita-del-decreto-competitivita/>.
- [41] Dirittobancario.it. «Nuovi profili di OPA obbligatoria: Decreto competitività e recenti modifiche al regolamento emittenti». In: (2014). Accessed: 2024-10-05. URL: <https://www.dirittobancario.it/art/nuovi-profili-opa-obbligatoria-decreto-competitivita-e-recenti-modifiche-regolamento-emittenti/>.
- [42] *Documentazione pubblicata*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: [https://www.gop.it/doc\\_pubblicazioni/1123\\_b2ssn9k8b7\\_ita.pdf](https://www.gop.it/doc_pubblicazioni/1123_b2ssn9k8b7_ita.pdf).
- [43] Exor. *Increase of share capital*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: [https://www.exor.com/sites/default/files/IFI\\_cap%20increase\\_03.pdf](https://www.exor.com/sites/default/files/IFI_cap%20increase_03.pdf).
- [44] Faster Capital. *Milan Stock Exchange vs. Other European Markets: A Comparative Analysis*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://fastercapital.com/content/Milan-Stock-Exchange-vs--Other-European-Markets--A-Comparative-Analysis.html#Understanding-the-Milan-Stock-Exchange>.
- [45] *Final IPO Listing Venue Comparative Guide: NYSE, HKEX, and Others*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://www.dorsey.com/-/media/files/uploads/images/finalipo-listing-venue-comparative-guide-nylohk-20.pdf?la=en&hash=C2EB6BCD8F2D270D80655010E6136FE8>.
- [46] Rivista Corporate Governance. *Codice di Corporate Governance*. Recuperato da. 2020. URL: [https://www.rivistacorporategovernance.it/Article/Archive/index\\_html?ida=52&idn=6&idi=-1&idu=-1#:~:text=Conclusioni%20%2D%20NOTE-,1.,%E2%80%9CCodice%20di%20Corporate%20Governance%E2%80%9D](https://www.rivistacorporategovernance.it/Article/Archive/index_html?ida=52&idn=6&idi=-1&idu=-1#:~:text=Conclusioni%20%2D%20NOTE-,1.,%E2%80%9CCodice%20di%20Corporate%20Governance%E2%80%9D). (visitato il giorno 05/10/2024).
- [47] *Initial Listing Guide*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>.
- [48] Investire.biz. *CONSOB: Cosa è, origini, storia, sviluppo e funzioni*. Recuperato da. URL: <https://investire.biz/economia-e-finanza/consob-cosa-e-origini-storia-sviluppo-funzioni> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [49] Investire.biz. *SEC: Origini, Storia e Sviluppo della Commissione di Borsa USA*. 2023. URL: <https://investire.biz/economia-e-finanza/sec-origini-storia-e-sviluppo-della-commissione-di-borsa-usa#:~:text=LA%20SEC%20svolge%20una%20serie,facilitare%20la%20formazione%20del%20capitale>. (visitato il giorno 05/10/2024).
- [50] Michael C Jensen e William H Meckling. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». In: *Corporate governance*. Gower, 2019, pp. 77–132.

- [51] *Legge di Riforma dei Mercati di Capitale*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: [https://ddfzdmww8urne.cloudfront.net/wp-content/uploads/2024/03/15162733/FT-ECM\\_legge-capitali\\_20240314-1.pdf](https://ddfzdmww8urne.cloudfront.net/wp-content/uploads/2024/03/15162733/FT-ECM_legge-capitali_20240314-1.pdf).
- [52] Paola Leone e altri. *Le società di capitali a vent'anni dalla riforma. Questioni di diritto interno e profili internazionali*. Accesso il: 5 ottobre 2024. Giuffrè, 2023. URL: [https://books.google.it/books/about/Le\\_societ%C3%A0\\_di\\_capitali\\_a\\_vent\\_anni\\_dall.html?id=kVm5EAAAQBAJ](https://books.google.it/books/about/Le_societ%C3%A0_di_capitali_a_vent_anni_dall.html?id=kVm5EAAAQBAJ).
- [53] Lexia. *DDL Capitali: Approvato*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.lexia.it/2024/03/01/ddl-capitali-approvato/>.
- [54] Luxury Academy. *Stellantis*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: <https://www.luxuryacademy.online/risorsegratuite/stellantis>.
- [55] Jonathan R Macey. *Corporate governance. Quando le regole falliscono*. IBL libri, 2010.
- [56] Alessandro Minichilli e Alessandro Zattoni. «Corporate governance. Non solo regole». In: *Economia & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi* 4 (2017), pp. 45–49.
- [57] *NYSE Initial Listing Standards Summary*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: [https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE\\_Initial\\_Listing\\_Standards\\_Summary.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf).
- [58] OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. Paris: OECD Publishing, 2023. DOI: 10.1787/ed750b30-en. URL: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.
- [59] S. Peikin. *Remarks at the 2018 Securities Regulation Institute*. Speech delivered by the SEC. 2018. URL: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-peikin-100318> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [60] Pictet. *Gli indici di borsa mondiali: Cosa sono e cosa misurano*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/gli-indici-di-borsa-mondiali-cosa-sono-e-cosa-misurano>.
- [61] PwC. *Listing in the US: A guide to the process*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://www.pwc.com/kz/en/capital-markets/assets/listing-in-the-us-kz-en.pdf>.
- [62] Risparmio Gestito. *Abuso di mercato: sanzioni penali e amministrative*. Recuperato da. URL: <https://risparmiogestito.money.it/abuso-di-mercato-sanzioni-penali-e-amministrative> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [63] Rivista 231. *D.lgs. 231/2001: Responsabilità amministrativa degli enti e organizzazioni*. Recuperato da. URL: [https://www.rivista231.it/Pagine/Pagina.asp?Id=1420#:~:text=231%2F2001%2C%20il%20quale%20sancisce,b\)%22%20](https://www.rivista231.it/Pagine/Pagina.asp?Id=1420#:~:text=231%2F2001%2C%20il%20quale%20sancisce,b)%22%20) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [64] Rivista di Diritto Societario. *Il dirigente preposto alla redazione di documenti contabili*. Recuperato da. URL: <https://www.rivistadirittosocietario.com/dirigente-preposto-alla-redazione-di-documenti-contabili> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [65] Autore non specificato. *Capitalizzazione Piazza Affari: Stellantis al top, seguono Ferrari e Intesa*. Accesso: 6 Ottobre 2024. 2024. URL: <https://www.finanzaonline.com/rubriche/capitalizzazione-piazza-affari-stellantis-al-top-seguono-ferrari-e-intesa>.
- [66] La Stampa. *DDL capitali: Marattin, non si scassa un sistema di governance per esigenze contingenti*. Accessed: 2024-10-06. 2024. URL: <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/06/ddl-capitali-marattin-non-si-scassa-un-sistema-di-governance-per-esigenze-contingenti/MTU3XzIwMjQtMDItMDZfVExC>.
- [67] Stellantis. *Stellantis 2023 CSR Report*. Accessed: 2024-10-05. 2023. URL: <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/sustainability/csr-disclosure/stellantis/2023/Stellantis-2023-CSR-Report.pdf>.
- [68] Stellantis. *Stellantis 2023 Remuneration Report*. Accessed: 2024-10-05. 2023. URL: <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/stock-and-shareholder-info/shareholder-meetings/agm-2024/Stellantis-2023-Remuneration-Report.pdf>.
- [69] Stellantis. *Summary prospectus of FCA and Groupe PSA merger*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: [https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/EU\\_Prospectus\\_Summary.pdf](https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/EU_Prospectus_Summary.pdf).

- [70] Studio Legale Tofani. *Diritto Bancario - Sanzioni CONSOB*. Recuperato da. URL: <https://www.studiolegaletofani.it/wp-content/uploads/2021/04/Diritto-Bancario-Sanzioni-Cons.pdf> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [71] Studio Marino. *Diritto societario*. Accessed: 2024-10-05. n.d. URL: [https://www.studiomarino.it/studiomarino\\_dirittosocietario.htm](https://www.studiomarino.it/studiomarino_dirittosocietario.htm).
- [72] Financial Times. “*Non è il modo di affrontare i problemi delle imprese*”. Accessed: 2024-10-06. 2024. URL: <https://www.ft.com/content/5472fd6d-9de6-45a3-b584-a43cb49780ff>.
- [73] Tipalti. *Advantages and Disadvantages of Going Public*. Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://tipalti.com/go-ipo/advantages-and-disadvantages-of-going-public/>.
- [74] Tipalti. *How Big Should a Company Be to Go Public?* Accessed: 2024-10-05. 2024. URL: <https://tipalti.com/go-ipo/how-big-should-a-company-be-to-go-public/>.
- [75] Unione Europea. *European Securities and Markets Authority (ESMA)*. Recuperato da. URL: [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-securities-and-markets-authority-esma\\_it](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-securities-and-markets-authority-esma_it) (visitato il giorno 05/10/2024).
- [76] Università di Verona. *Materiale didattico - Corporate Governance e Società di capitali*. Recuperato da. URL: <https://www.corsi.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid994430.pdf> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [77] Michele Vietti. *La riforma del diritto societario: lavori preparatori, testi e materiali*. Giuffrè Editore, 2006.
- [78] Vita.it. *Legge sul Risparmio in Gazzetta: Ecco cosa prevede*. Recuperato da. URL: <https://www.vita.it/legge-sul-risparmio-in-gazzetta-ecco-cosa-prevede/> (visitato il giorno 05/10/2024).
- [79] La Voce. *DDL capitali: forse il gioco non vale la candela*. Accessed: 2024-10-06. n.d. URL: <https://lavoce.info/archives/100979/ddl-capitali-forse-il-gioco-non-vale-la-candela/>.

# Elenco delle figure

2.1	Numero medio di amministratori indipendenti e di minoranza nelle società quotate italiane	
	Ftse Mib vs Mid Cap . . . . .	18
2.2	Composizione LTI nei vari assetti di controllo delle società italiane . . . . .	20
2.3	CEO pay-mix nei vari assetti di controllo delle società italiane . . . . .	21
2.4	Average annual compensation for CEOs at the top 350 U.S. firms . . . . .	22
2.5	CEO pay per mercato e settore in Italia . . . . .	23
2.6	Top manager, i più pagati in Italia nel 2022 . . . . .	24
2.7	Cambiamenti negli anni della CEO chair-duality negli Stati Uniti . . . . .	25
2.8	Trade off tra costi d’agenzia e indebitamento . . . . .	28
2.9	Struttura tipica di un fondo di Private Equity . . . . .	29
2.10	Rilevanti fondi Hedge Fund . . . . .	32
2.11	Rilevanti fondi Private Equity . . . . .	32
2.12	Evoluzione del HHI index nel mercato di Accounting . . . . .	40
2.13	Concentrazione di mercato delle agenzie di Rating in EU . . . . .	41
2.14	Big Four Accounting. . . . .	41
2.15	LE più rilevanti Agenzie del Rating . . . . .	41
2.16	Adozione del codice di Autodisciplina nel mercato italiano . . . . .	44
2.17	SEC organigramma . . . . .	47
2.18	CONSOB organigramma . . . . .	51
2.19	Classifica per market cap delle società quotate su FTSE MIB . . . . .	61
2.20	Requisiti IPO Borsa italiana per indice di mercato . . . . .	63
2.21	Requisiti on-going Borsa italiana per indice di mercato . . . . .	63
2.22	Andamento azionario degli indici NYSE vs NASDAQ . . . . .	64
2.23	Nasdaq Global Select Market: Financial Requirements . . . . .	65
2.24	Nasdaq Global Select Market: Liquidity Requirements . . . . .	65
2.25	NYSE: Financial Requirements . . . . .	65
2.26	NYSE: Liquidity Requirements . . . . .	65
2.27	Mappa con i maggiori indici a livello mondiale . . . . .	68
3.1	Concentrazione della proprietà nelle aziende quotate italiane dal 1990 al 2023 (medie ponderate per valore di mercato; percentuali sulla capitalizzazione totale per anno) . . . . .	71
3.2	Trend anni 1996-2019 del modello di controllo in uso nel numero di società quotate in Italia	72
3.3	Trend anni 1996-2019 del modello di controllo in uso pesato sulla capitalizzazione di mercato nelle di società quotate in Italia . . . . .	73
3.4	Identità dell’azionista di controllo nelle società italiane quotate negli anni 1996-2023 . . . . .	74
3.5	Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane . . . . .	75
3.6	Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: a) Assett managers . . . . .	75
3.7	Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: b) Banche e Assicurazioni . . . . .	76
3.8	Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane divisi per tipologia: c) PE VC e Fondi . . . . .	76
3.9	Trend anni 1992-2023 del numero società quotate in Italia che adottano azioni che modificano la struttura dei diritti di voto . . . . .	78
3.10	Top 20 Italian non-financial firms in 2018 by Sales . . . . .	80
3.11	Top 20 Italian non-financial firms in 2023 by Sales . . . . .	80
3.12	Suddivisione tipica della struttura piramidale nelle società italiane della Fiat nel 2006 . . . . .	81

3.13	Suddivisione delle quote societarie della famiglia Agnelli nella sua holding Exor e in seguito le partecipazioni di Exor nelle società rilevanti . . . . .	82
3.14	Gross Assett Value of Exor . . . . .	83
3.15	Sergio Marchionne, CEO di FCA. . . . .	84
3.16	Il CEO Carlo Tavares (a sinistra) ed il presidente Jonh Elkann (a destra). . . . .	84
3.17	Brands Stellantis . . . . .	85

# Elenco delle tabelle

1.1	Definizioni di Corporate Governance . . . . .	4
2.1	Reati e sanzioni secondo il TUF . . . . .	53
2.2	Capitalizzazione di mercato FTSE MIB pesata per settore . . . . .	61
3.1	Confronto fra SOX e Legge Risparmio . . . . .	92