

**POLITECNICO DI TORINO**

**Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria  
Gestionale**



**Tesi di Laurea Magistrale**

**Corporate Governance e paga dei CEO:  
analisi empirica su un campione di banche  
europee**

**Relatore**

**Candidato**

**Prof.ssa Laura RONDI**

**Martina FAGIOLI**

**Anno accademico 2020/2021**



# Ringraziamenti

Prima di tutto, vorrei esprimere la mia più sincera gratitudine alla mia relatrice, la Professoressa Laura Rondi, per avermi dato la possibilità di lavorare su un argomento molto interessante, seguendo il mio lavoro e dandomi consigli utili e compiti stimolanti.

Inoltre vorrei ringraziare la mia famiglia che mi ha sempre sostenuto durante questo incredibile viaggio. In particolare devo dire grazie a mia madre e a mio padre per avermi dato l'opportunità di vivere e studiare in un'altra città, senza chiedere nulla in cambio.

Infine un ringraziamento ai miei amici di sempre e a coloro che ho conosciuto in questi due anni e che, anche se distanti, sono comunque stati fondamentali e di supporto.



# Indice

<b>Elenco delle tabelle</b>	VII
<b>Elenco delle figure</b>	VIII
<b>Acronimi</b>	X
<b>1 Introduzione</b>	1
<b>2 La Corporate Governance</b>	4
2.1 Problemi alla base della Corporate Governance . . . . .	5
2.2 Meccanismi esterni . . . . .	6
2.2.1 La scalata . . . . .	7
2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni . . . . .	11
2.2.3 Competizione sul mercato dei manager . . . . .	12
2.2.4 Contesto istituzionale . . . . .	13
2.3 Meccanismi interni . . . . .	15
2.3.1 Il Consiglio di Amministrazione . . . . .	15
2.3.2 La remunerazione dei dirigenti . . . . .	18
2.3.3 Blockholders e investitori istituzionali . . . . .	19
2.3.4 La struttura di capitale . . . . .	21
2.4 Concentrazione della proprietà . . . . .	22
2.5 Corporate Governance nelle imprese familiari . . . . .	24
<b>3 Il Sistema bancario italiano</b>	32
3.1 Dal 1865 alla legge bancaria del 1926 . . . . .	33
3.2 Dalla legge bancaria del 1926 alla legge bancaria del 1936-1938 . . .	35
3.3 Dalla legge bancaria del 1936-1938 al 1985 . . . . .	38
3.4 Il periodo successivo al 1985 . . . . .	40
3.5 Corporate Governance negli istituti bancari . . . . .	44
3.5.1 Opacità delle banche . . . . .	46
3.5.2 Regolamentazione delle banche . . . . .	47

3.5.3	Ruolo delle banche nel governo societario delle imprese non finanziarie . . . . .	49
3.6	Struttura proprietaria delle banche . . . . .	50
<b>4</b>	<b>La crisi finanziaria</b>	<b>55</b>
4.1	Deregolamentazione e politica monetaria . . . . .	55
4.2	Lo strumento della cartolarizzazione . . . . .	56
4.3	I mutui subprime e la bolla immobiliare statunitense . . . . .	59
4.4	La crisi dei mutui subprime . . . . .	60
4.5	Azioni di vigilanza . . . . .	63
4.5.1	Provvedimenti adottati in Europa . . . . .	64
4.5.2	Provvedimenti adottati negli USA . . . . .	65
<b>5</b>	<b>Chief Executive Officer</b>	<b>67</b>
5.1	Il ruolo del CEO . . . . .	67
5.2	Mansioni del CEO . . . . .	68
5.3	Potere del CEO . . . . .	70
5.4	Reputazione del CEO . . . . .	72
5.5	CEO-Chair Duality . . . . .	75
5.5.1	Agency theory . . . . .	76
5.5.2	Stewardship theory . . . . .	78
<b>6</b>	<b>La remunerazione del CEO</b>	<b>81</b>
6.1	Optimal contract or rent extraction? . . . . .	82
6.2	Composizione della paga del CEO . . . . .	83
6.2.1	Stipendio base . . . . .	84
6.2.2	Bonus . . . . .	86
6.2.3	Premi azionari . . . . .	89
6.2.4	Stock options . . . . .	89
6.2.5	Fringe benefits . . . . .	91
6.2.6	Rischio di licenziamento . . . . .	91
6.3	Migliorare la trasparenza . . . . .	93
6.3.1	Raccomandazioni . . . . .	93
6.3.2	Decreto 169 . . . . .	94
<b>7</b>	<b>Analisi empirica</b>	<b>97</b>
7.1	Il campione di banche analizzate . . . . .	97
7.2	Variabili di analisi . . . . .	98
7.2.1	Variabili di performance . . . . .	100
7.2.2	Variabili di governance . . . . .	100
7.2.3	Variabili relative alla figura del CEO . . . . .	102
7.2.4	Variabili relative alla remunerazione dei CEO . . . . .	104

7.3	Modello di regressione . . . . .	105
7.4	Risultati ottenuti . . . . .	106
7.4.1	Regressioni con capitalizzazione di mercato . . . . .	106
7.4.2	La CEO Duality . . . . .	108
7.4.3	Regressioni con ROA . . . . .	109
7.4.4	Regressioni con ROE . . . . .	111
7.4.5	Altre regressioni effettuate . . . . .	112
7.4.6	Il CEO turnover . . . . .	116
<b>8</b>	<b>Conclusioni</b>	<b>120</b>
	<b>Bibliografia</b>	<b>123</b>
	<b>Sitografia</b>	<b>129</b>

# Elenco delle tabelle

7.1	Definizione e misura delle variabili considerate . . . . .	99
7.2	Variabili di performance, elaborazione dati . . . . .	100
7.3	Variabili di governance, elaborazione dati . . . . .	101
7.4	Variabili specifiche del CEO, elaborazione dati . . . . .	103
7.5	Variabili riguardanti la remunerazione del CEO, elaborazione dati .	104
7.6	Risultati regressioni con capitalizzazione di mercato . . . . .	107
7.7	Risultati regressioni con duality e sua interazione . . . . .	109
7.8	Risultati regressioni con ROA . . . . .	110
7.9	Risultati regressioni con ROE . . . . .	111
7.10	Risultati regressioni con capitalizzazione di mercato (2) . . . . .	113
7.11	Risultati regressioni con ROA (2) . . . . .	114
7.12	Risultati regressioni con ROE (2) . . . . .	115
7.13	Risultati regressioni con CEO turnover (1) . . . . .	117
7.14	Risultati regressioni con CEO turnover (2) . . . . .	118



# Elenco delle figure

2.1	Trade off tra massimizzazione del profitto e della crescita . . . . .	8
2.2	Concentrazione della proprietà . . . . .	23
2.3	Catena di controllo della famiglia Agnelli . . . . .	27
2.4	Assetto proprietario di LVMH nel 2005 . . . . .	28
4.1	Variazioni dei prezzi delle case nel periodo 2004-2007 . . . . .	59
4.2	Trend della concessione dei mutui subprime negli USA nei 5 anni precedenti la crisi . . . . .	60
4.3	Il mercato dei mutui negli Stati Uniti nel decennio precedente la crisi. (Dati in miliardi di dollari) . . . . .	61
6.1	Strutture e livelli retributivi del CEO in 23 Paesi del mondo nel 1997	82
6.2	Composizione dei compensi dei CEO per dimensione di azienda . .	85
6.3	Piano di incentivo annuale tipico . . . . .	86
6.4	Departure Rate CEO S&P 500 nel periodo 1970-1994 . . . . .	92
7.1	Diagramma a torta del campione utilizzato per Stato di provenienza	98
7.2	Carica ricoperta in base al genere . . . . .	102
7.3	Età media dei CEO per Stato . . . . .	103
7.4	Remunerazione media dei CEO nel decennio 2011-2020 . . . . .	105



# Acronimi

**ABS**

Asset Backed Securities

**AD**

Amministratore Delegato

**BNL**

Banca Nazionale del Lavoro

**CdA**

Consiglio di Amministrazione

**CDO**

Collateralized Debt Obligation

**CDS**

Credit Default Swap

**CEO**

Chief Executive Officer

**CICR**

Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio

**FED**

Federal Reserve System

**IAS**

International Accounting Standards

**IMI**

Istituto Mobiliare Italiano

**IRI**

Istituto per la Ricostruzione Industriale

**OCSE**

Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico

**OPA**

Offerta Pubblica di Acquisto

**OTC**

Over The Counter

**PPIP**

Public-Private Investment Program

**ROA**

Return On Asset

**ROE**

Return On Equity

**ROI**

Return On Investment

**SEC**

Securities and Exchange Commission

**TARP**

Troubled Assets Relief Program

**T.U.**

Testo Unico

**TUF**

Testo Unico della Finanza

# Capitolo 1

## Introduzione

L'obiettivo del seguente elaborato è studiare la relazione esistente tra la retribuzione degli amministratori delegati e la performance degli istituti bancari da essi guidati. Il compenso sarà suddiviso nelle sue componenti principali, ovvero salario, bonus, benefici non monetari e stock option mentre le prestazioni delle banche saranno valutate attraverso la capitalizzazione di mercato, il fatturato ed altri indicatori chiave.

La tesi si compone di due sezioni: la prima, di natura teorica, è necessaria per una migliore comprensione del lavoro, mentre la seconda è di tipo sperimentale e consiste nell'analisi empirica dei dati per mettere in pratica quanto è stato spiegato concettualmente. In particolare, per quanto riguarda la prima parte, viene innanzitutto introdotto il tema della Corporate Governance ed esaminati i meccanismi, interni ed esterni, che è possibile utilizzare per eliminare, o quanto meno per mitigare, i conflitti d'interesse che si possono verificare nelle imprese. Un altro aspetto considerato è quello delle imprese familiari, nelle quali il proprietario può approfittare della sua posizione dominante mettendo in atto alcuni comportamenti scorretti. Il secondo capitolo approfondisce il sistema bancario italiano rivolgendo particolare attenzione alle varie norme che si sono susseguite negli anni e che disciplinano il settore finanziario; viene poi analizzato il governo societario e la struttura proprietaria delle banche. Il terzo capitolo spiega invece le principali motivazioni che hanno condotto alla crisi finanziaria del 2007 e i provvedimenti più importanti che sono stati adottati in Europa e negli Stati Uniti. Il quarto capitolo è dedicato alla figura dello *Chief Executive Officer*, al suo ruolo, alle principali mansioni che deve svolgere e alla sua reputazione. Infine viene preso in considerazione il tema della CEO-duality esponendo il parere contrastante di due diverse teorie: la teoria dell'agenzia e la teoria della gestione. Nel quinto capitolo vengono esaminati gli elementi che costituiscono la remunerazione dei dirigenti e alcune azioni che essi potrebbero intraprendere per migliorare la trasparenza e la comunicazione con le altre parti interessate.

Nella seconda parte viene descritto il campione preso come riferimento, il modello di regressione e le variabili utilizzate nello studio. Inoltre sono stati sviluppati i dati precedentemente raccolti, sono state effettuate le regressioni tramite il software STATA e sono stati mostrati i risultati conseguiti volti a comprendere le principali determinanti che influenzano la relazione presente tra pay e performance.



## Capitolo 2

# La Corporate Governance

*“La Corporate Governance è l’insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi-rendite generate da un’impresa.”*  
(Zingales, 1997)

*“La Corporate Governance ha a che vedere con il modo in cui i fornitori di capitale all’impresa si assicurano dei ritorni dal loro investimento.”*  
(Shleifer e Vishny, 1997)

Per Corporate Governance si intende il complesso delle leggi, degli strumenti, delle regole, delle relazioni e più in generale di tutti quei processi finalizzati ad una corretta gestione di un’impresa. Essa identifica l’insieme di meccanismi e di principi che disciplinano il funzionamento di una società o di un ente ed esprime i procedimenti e le norme in base alle quali si prendono le decisioni.

Secondo l’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (1999): “la Corporate Governance implica una serie di relazioni tra il management di una società, gli azionisti, il Consiglio di Amministrazione e le altre parti interessate. Inoltre, fornisce la struttura attraverso la quale vengono determinati gli obiettivi della società e specificati gli strumenti necessari per raggiungerli.”

L’OCSE ha inoltre definito dei principi di Corporate Governance che dovrebbero essere seguiti, con l’obiettivo di garantire che le società impieghino il proprio capitale adeguatamente, assicurare che tengano conto degli interessi delle comunità in cui operano e fare in modo che il loro Consiglio sia responsabile nei confronti della società stessa e degli azionisti.

Di seguito vengono riportati i principi di Corporate Governance più importanti:

- **Trasparenza:** le aziende dovrebbero rendere note in modo chiaro e preciso le responsabilità del Consiglio di Amministrazione e della dirigenza, per



permettere a tutti gli *stakeholder* di usufruire delle informazioni più rilevanti, per potere gestire il loro rapporto con l'azienda nel tempo. Si tratta di indicazioni che l'impresa ha a disposizione ma che solitamente non comunica all'esterno ritenendo che si tratti di dati riservati. Inoltre, la raccolta e l'organizzazione delle informazioni faciliterebbe il monitoraggio dei rischi e della gestione con l'obiettivo di una crescita aziendale stabile nel tempo.

- Etica di comportamento: nelle aziende dovrebbero esserci delle norme per incentivare amministratori e dirigenti ad adottare condotte responsabili.
- Interessi degli stakeholders: le società dovrebbero considerare gli impegni presi con tutti i soggetti portatori di interesse.
- Diritti degli *shareholders*: le aziende, ad esempio attraverso la comunicazione di informazioni accessibili e chiare, dovrebbero sostenere gli shareholders per fare in modo che esercitino i loro diritti.
- Responsabilità del CdA: i membri del Consiglio di Amministrazione dovrebbero disporre delle competenze e delle conoscenze necessarie per fronteggiare i pericoli del mercato e per monitorare e incentivare le prestazioni dei dirigenti.

Se gli interessi degli stakeholders non sono allineati, diviene necessaria l'introduzione di regole per cercare di risolvere queste divergenze.

## 2.1 Problemi alla base della Corporate Governance

Hart (1995) afferma: “in un'azienda nascono problemi di Corporate Governance in presenza di due condizioni: quando esiste un problema di agenzia riguardante i soggetti dell'organizzazione e quando i costi di transazione sono tali, che questo conflitto di interessi non può essere eliminato tramite un contratto.”

Il problema della governance aziendale, quindi, non può essere risolto efficacemente attraverso la contrattazione completa, a causa delle informazioni asimmetriche, della considerevole incertezza e dei costi contrattuali riguardanti il rapporto tra fornitori di capitale e addetti ai lavori.

Tutte le definizioni di Corporate Governance possiedono, esplicitamente o implicitamente, alcuni aspetti comuni: si riferiscono alla presenza di conflitti di interesse tra *insider* e *outsider*, con un'attenzione a quelli provenienti dalla divisione di proprietà e controllo (Jensen e Meckling, 1976).

Adam Smith, già a partire dal 1776, aveva intuito che se chi dirige un'impresa e chi la possiede sono soggetti diversi, allora è plausibile che i primi, gestendo denaro altrui, non si impegnino come se dovessero amministrare il proprio. Questo accade ancora oggi e lo si può osservare soprattutto nelle società che possiedono un'elevata frammentazione proprietaria.

Nel 1964 infatti Marris mise in evidenza come, nell'impresa capitalistica manageriale, la separazione tra proprietà e controllo porti alla nascita di problemi riguardanti la gestione e gli obiettivi dei diversi soggetti. I proprietari, essendo l'azionariato diffuso e frazionato, possiedono una piccola quota della società e quindi il loro incentivo a monitorare il manager è esiguo. In questo modo si sviluppa un conflitto di interessi tra gli azionisti, la cui funzione di utilità vede prevalere la massimizzazione del profitto dell'impresa e i manager, il cui obiettivo invece è massimizzare la crescita.

Ci sono principalmente due motivi per cui i problemi che possono sorgere da questi potenziali conflitti sono difficili da risolvere:

1. La presenza di asimmetrie informative tali per cui le informazioni non sono possedute allo stesso modo dai vari soggetti ed una delle parti può approfittarne ed ottenere un vantaggio. Due problemi di opportunismo sono l'informazione nascosta che genera il fenomeno della selezione avversa nella fase precontrattuale e l'azzardo morale che si riferisce invece all'azione nascosta e si verifica in seguito alla firma del contratto.
2. Il costo di *monitoring* dei manager è elevato a causa del *free-riding* e dell'opportunismo tra gli investitori. Infatti, l'azionista non ha alcun incentivo a monitorare il manager, poiché i benefici che otterrebbe dall'azione di controllo sarebbero divisi tra la collettività, mentre il costo sarebbe tutto sostenuto dall'azionista che compie il monitoraggio.

Lo scopo della Corporate Governance è quello di mitigare i problemi provenienti dalla separazione tra proprietà e controllo e di regolare i conflitti di interesse tra i soggetti coinvolti: per farlo, esistono diversi meccanismi che, a seconda della loro origine, vengono suddivisi in esterni ed interni.

## 2.2 Meccanismi esterni

I principali meccanismi esterni di Corporate Governance sono quattro e saranno approfonditi di seguito.

### 2.2.1 La scalata

La scalata è il meccanismo esterno che permette il trasferimento dei diritti residuali di controllo e può diventare uno strumento di autodisciplina e di comportamento per il manager: anche la sola minaccia di scalata può essere sufficiente. Nel modello teorizzato da Marris, come già detto nel paragrafo precedente, si verifica il conflitto di interessi tra azionisti, il cui obiettivo è la massimizzazione del profitto ovvero dei dividendi che intascano, e il manager che cerca invece di massimizzare la crescita la quale gli consentirebbe di aumentare potere, prestigio, *perquisites* e remunerazione. Un ulteriore obiettivo del manager è la sicurezza del posto e del proprio ruolo che dipende dai risultati che riesce a conseguire e dal giudizio degli azionisti circa il suo operato.

Sotto le assunzioni che l'impresa è quotata in Borsa e possiede un azionariato diffuso, che opera in concorrenza imperfetta e che adegua la sua capacità produttiva a quella della domanda, indicando con  $g_D$  il tasso di crescita della domanda e con  $g_S$  il tasso di crescita interna dell'offerta, l'impresa riesce a crescere in modo equilibrato quando  $g_D = g_S$ . Inoltre  $g_D$  è funzione del tasso di diversificazione con successo  $d_S$ , che a sua volta dipende dal tasso di profitto  $P$ , pari al rapporto tra il profitto  $\pi$  e il capitale investito  $K$ . Quindi,  $g_D = f_1(f_2(P))$  oppure nella forma inversa  $P = P(g_D)$ .

Il tasso di crescita interna dell'offerta, detto anche tasso di investimento dell'impresa  $g_S = \frac{I}{K}$  è finanziato da fonti interne, cioè profitti non distribuiti  $\rho * \pi$  e da fonti esterne, vale a dire debito  $\epsilon * I$ . Il vincolo di bilancio è rappresentato dall'uguaglianza tra gli impieghi e le fonti di finanziamento:

$$I = \rho * \pi + \epsilon * I \quad (2.1)$$

$$\pi = \frac{(1 - \epsilon)}{\rho} * I \quad (2.2)$$

Dividendo per  $K$ :

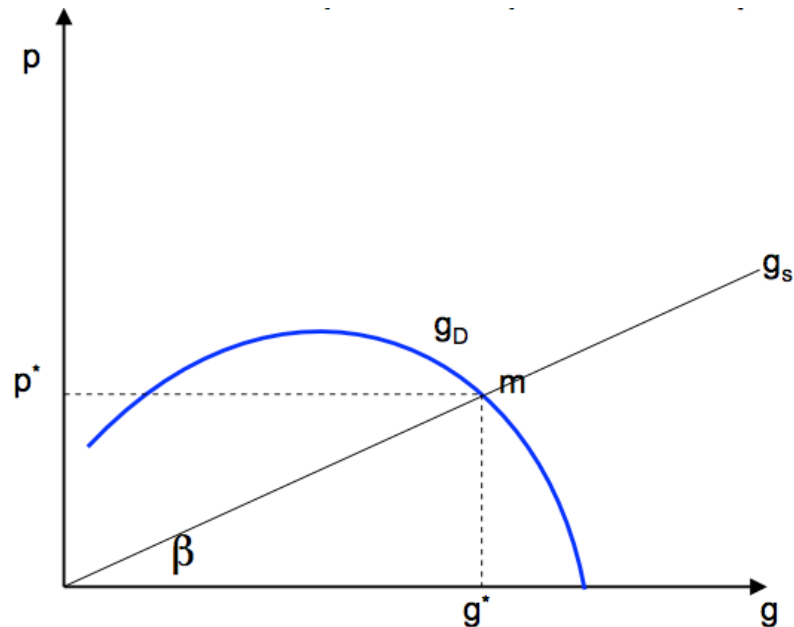
$$\frac{\pi}{K} = \frac{(1 - \epsilon)}{\rho} * \frac{I}{K} \quad (2.3)$$

Si ottiene così:

$$P = \beta * g_S \quad (2.4)$$

Con  $\beta$  che esprime il vincolo finanziario alla crescita.

L'equilibrio tra la crescita della domanda e l'aumento dell'offerta si realizza in corrispondenza di un tasso di profitto tale per cui  $g_D = g_S = g^*$ , dove  $P(g_D)$  incontra  $\beta * g_S$ .



**Figura 2.1:** Trade off tra massimizzazione del profitto e della crescita

Se il manager aumenta troppo il tasso di crescita rispetto al tasso di profitto  $P$  gli azionisti non saranno soddisfatti, ma non avranno incentivi a monitorare il manager e farlo licenziare poiché, a causa dell'azionariato disperso e del fenomeno del free-riding, è complicato e costoso. Per gli azionisti è più facile vendere le azioni così che il prezzo scenda. I manager temono il cambio di proprietà: oltre al tasso di crescita, sono attenti ad un altro indicatore, il *valuation ratio*  $V$ , definito dal rapporto tra il valore attuale del flusso atteso dei dividendi della società ed il suo valore di libro.

$$V = [P(g) - g] * \left[ \frac{1 + i}{i - g} \right] \quad (2.5)$$

Se il valuation ratio è superiore ad 1 il mercato valuta l'impresa più del suo valore contabile e le azioni sono "care", altrimenti il mercato indica una bassa valutazione e l'impresa è scalabile. Il manager deve quindi riuscire a mantenere  $V \geq 1$ , altrimenti gli azionisti venderanno le proprie azioni ed i nuovi proprietari cambieranno il management. Tale meccanismo, detto *market for corporate control*, può risolvere il

conflitto di interessi tra manager e azionisti poiché pone un vincolo alla discrezionalità del manager e ne limita i poteri, tutelando gli interessi degli azionisti. Infatti consente all'imprenditore capace di acquisire il controllo e agli azionisti scontenti di vendere le azioni.

L'efficacia della scalata dipende, oltre che dal mercato del controllo delle imprese, anche dalla presenza di *Large Shareholders* e dalla struttura dei diritti di voto, la quale deve essere compatibile con il trasferimento del controllo. Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, dove i *Large Shareholders* sono meno diffusi, la scalata è tra i meccanismi maggiormente impiegati per consolidare la proprietà.

Tuttavia tale meccanismo è caratterizzato da diverse problematiche: infatti come evidenziato da Grossman e Hart (1980) gli azionisti potrebbero rifiutarsi di vendere le proprie azioni e approfittare così del progresso della società ad opera dello scalatore. La scalata risulta onerosa a causa di diverse tipologie di costi ad esempio spese legali, spese per la raccolta fondi, spese per il premio ricevuto dagli azionisti e spese necessarie per un riassetto organizzativo post acquisizione. Un meccanismo che può accompagnare o anche sostituire la scalata è rappresentato dalla guerra delle deleghe o *proxy fight*: il *raider* si fa attribuire la delegazione di voto dagli azionisti di minoranza per poter installare una nuova direzione a favore del *takeover*, in modo da non pagare il premio per il controllo. È una pratica considerata più economica e meno dolorosa rispetto alla scalata ed è conveniente per l'azionista che possiede già una quota considerevole dell'impresa. I raider che utilizzano le deleghe non devono necessariamente detenere azioni della società: per ottenere il controllo chiedono la fiducia agli azionisti, promettendo un miglior governo societario e per questo beneficiano di una minore credibilità rispetto a coloro che invece provano a conseguire il controllo tramite una classica acquisizione, mettendo a rischio il capitale proprio.

Anche le regole e gli ordinamenti istituzionali del Paese non devono intralciare: si tratta di norme interne ed esterne all'impresa che rendono più o meno difficoltoso agli scalatori compiere la scalata e avvantaggiare o espropriare gli azionisti di minoranza.

Il trasferimento del controllo deve essere voluto e votato dalla maggioranza degli azionisti. Le norme interne sono delle tattiche organizzate dagli amministratori per difendersi da un possibile scalatore. Sono delle clausole che devono essere esplicitate nello Statuto e che rendono il controllo più o meno contendibile. Tali strategie difensive dovrebbero essere autorizzate dagli azionisti ma non sempre questo accade. Le più importanti sono descritte di seguito:

- Pillole avvelenate: viene utilizzata per aumentare il costo della scalata, ma è

necessaria l'autorizzazione dell'Assemblea degli azionisti. Ce ne sono di tre tipi:

1. *Flip in*: appena il raider si affaccia all'orizzonte, vengono offerte azioni ai soci esistenti ad un prezzo favorevole, attraverso un aumento di capitale. In questo modo, incrementando il numero di azioni che lo scalatore deve acquistare, si rende più costoso e complicato il takeover.
  2. *Flip over*: se la scalata ha successo consente agli azionisti della società target di comprare azioni della società acquirente a prezzi scontati, mentre lo scalatore dovrebbe acquistarle a prezzo pieno.
  3. *Suicide pill*: per evitare che la scalata abbia successo, il management della società target intraprende azioni rischiose che possono condurre alla bancarotta o alla chiusura dell'attività.
- Terra bruciata: viene impiegata per ridurre il valore dell'impresa e consiste nel dare un'opzione a qualcuno, se cambia il controllo, per acquistare asset dell'azienda a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato.
  - *Greenmail*: il management della società target, dopo essere venuto a conoscenza dell'acquisto di un pacchetto di azioni per conto di un'altra impresa e dopo aver capito le intenzioni ostili dell'acquirente, lancia un'offerta su quel pacchetto di azioni, per comprarlo ad un prezzo superiore rispetto a quello di mercato. Così facendo, per l'azienda acquirente può diventare conveniente vendere quel pacchetto di azioni e rinunciare alla scalata, in cambio di profitto. Questa tecnica sfavorisce gli azionisti della società oggetto di scalata, poiché l'acquisto avviene impiegando i fondi dell'impresa stessa, e a vantaggio del management, che evita così un potenziale cambio ai vertici in seguito all'acquisizione.
  - Consiglio di Amministrazione ristretto: solo una parte degli amministratori è eletta ogni anno dagli azionisti.
  - Limiti al trasferimento delle azioni o restrizioni ai diritti di voto.
  - Maggioranza qualificata in Assemblea: può essere richiesta una percentuale di voti più elevata per stabilire un cambio di controllo.
  - Paracadute d'oro: buonuscita che i dirigenti percepirebbero sottoforma di bonus, benefici non monetari e stock options, qualora cambiasse il controllo. Protegge i manager dal cambiamento e li incentiva a non ostacolare il cambio di controllo nel caso si verificasse. A differenza delle altre questa non è una strategia difensiva, ma ha come obiettivo quello di facilitare il cambio di controllo.

- Struttura dei diritti di voto: il modello ottimale per facilitare il cambio del management è avere una sola classe d'azioni con analoghi diritti di voto e di dividendo.
- Struttura proprietaria: se la proprietà è concentrata è più difficile eseguire la scalata.

Le regole esterne all'impresa invece sono delle norme che si è dato il Paese e che sono in vigore sui mercati finanziari per tutelare gli investitori. Ad esempio:

- Leggi che regolano le scalate: ne sono presenti tre tipologie:
  1. *Passivity rule*: sono vietate azioni difensive anti-scalata se non sono state autorizzate dall'Assemblea. È un provvedimento da adottare in seguito all'offerta di scalata.
  2. *Break-through rule*: le regole interne preventive contro la scalata non hanno più efficacia quando l'OPA è in corso. Questa norma invece riguarda la fase precedente all'offerta.
  3. Clausole di reciprocità tra Paesi dell'UE: le regole devono valere in tutti i Paesi coinvolti nella scalata, sia in quelli che la fanno, sia in quelli che si difendono.
- Codici di autodisciplina: non sono obbligatori e utilizzano la *moral suasion* per convincere gli amministratori a sottoscriverli. Tra questi si ricordano il Codice Preda (1999) in Italia e il *Cadbury Report* nel Regno Unito (1992).
- Efficacia degli organi di controllo e dei tribunali: è importante il corretto funzionamento di autorità come la Consob, la Banca Centrale e il Consiglio di Borsa.

### 2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni

La competitività caratterizzante il mercato dei beni rappresenta il secondo meccanismo esterno di governo societario. Rispetto ai monopoli, a settori protetti da concorrenza estera, a settori maturi o scarsamente innovativi, un mercato maggiormente concorrenziale favorisce la diminuzione degli sprechi e incentiva a non spendere liquidità e risorse aziendali in benefici privati non monetari. Quando il manager è esterno o detiene soltanto una quota dell'impresa, infatti, è probabile che egli provi a massimizzare il suo benessere aumentando i benefici non monetari dal momento in cui il costo è completamente a carico della società. Si verifica così l'azione nascosta, chiamata *consumption on the job*, che genera inefficienza ex-post e che comporta una riduzione del valore dell'impresa. Inoltre il manager ha minori incentivi ad impegnarsi poiché i progetti maggiormente profittevoli sono

quelli ad alto rischio e che richiedono uno sforzo superiore; questo porta ad una scelta sub-ottimale degli investimenti e genera il problema della selezione avversa con conseguente inefficienza ex-ante. Tuttavia, come sottolineato da Hart (1983), i manager sono più incentivati a sforzarsi nei casi in cui il livello di concorrenza nel mercato dei beni sia elevato. Il fatto che il mercato funga da vincolo alla massimizzazione della ricchezza dei dirigenti è evidenziato anche nel lavoro effettuato nel 2016 da Graziano e Rondi riguardante il compenso che i CEO delle imprese familiari italiane riescono ad ottenere: nei settori maggiormente competitivi la relazione tra pay e performance è più significativa e in queste situazioni il mercato riesce a fare in modo che i CEO abbiano minori possibilità di appropriarsi di benefici privati. Jensen (1986) però afferma che tali considerazioni valgono soprattutto per le attività presenti sul mercato da molto tempo e che riescono a conseguire profitti elevati. Per le altre imprese è bene fare affidamento su metodi di monitoraggio alternativi che potrebbero risultare più adatti.

### 2.2.3 Competizione sul mercato dei manager

La competizione sul mercato del lavoro permette di sostituire velocemente amministratori incapaci con altri più efficienti e volenterosi. Si ha concorrenza quando la remunerazione è connessa all'abilità del manager, che a sua volta è stabilita tramite le prestazioni e gli output che la società riesce ad ottenere. Proprio su tale approccio si basa il metodo *Pay for Performance* (Jensen e Murphy 1990, Fama 1980), secondo il quale i dirigenti devono essere pagati in funzione dei risultati che realizzano e questo consente di scegliere e trattenere i dirigenti migliori. Un manager competente, avendo i giusti incentivi, può svolgere prestazioni soddisfacenti.

Per Fama (1980):

- Una società può sempre assumere nuovi manager ma essi devono realizzare buone performance per evitare di essere sostituiti.
- Ogni manager monitora le prestazioni dei suoi colleghi e prova ad incoraggiarli a lavorare nel miglior modo possibile e ad ottenere risultati soddisfacenti, poiché questi determinano in parte il suo stipendio.
- Un manager con scarse prestazioni potrebbe perdere valore sul mercato ottenendo così una remunerazione più bassa. Un dirigente con una visione sul lungo periodo capisce che la perdita di valore nel futuro stipendio è associata ad un costo superiore rispetto ai benefici che potrebbe guadagnare tenendo un comportamento opportunistico: si allinea, quindi, con gli obiettivi degli azionisti.
- Performance negative della società si ripercuotono sulla reputazione del manager sul mercato riducendo le sue possibilità di occupazione.



Secondo Fama un mercato manageriale perfetto dovrebbe stabilire la retribuzione ottima dei dirigenti: per prima cosa, il manager dovrebbe ricevere come minimo una paga tale da impedirgli di operare in un'altra azienda; in secondo luogo, non dovrebbe ottenere un compenso superiore a quello che potrebbe conseguire lavorando per un'impresa affine.

Un ruolo importante viene assunto anche dalla reputazione, nonostante a fine carriera abbia minore validità, poiché il manager non ha più nulla da dimostrare e non ha il bisogno di assicurarsi impieghi futuri. L'evidenza empirica mostra che c'è una relazione più forte tra remunerazione e dimensione dell'impresa anziché tra retribuzione e performance.

## 2.2.4 Contesto istituzionale

L'ultimo meccanismo esterno di Corporate Governance riguarda il contesto istituzionale in cui la società si trova ad operare, che attraverso una serie di Codici e norme, mira a risolvere i diversi conflitti che possono presentarsi. Alcuni esempi possono essere:

- Il sistema legale: assicura la protezione dei diritti di proprietà e degli investitori. Ne esistono di due tipi: *civil law* e *common law*.
- Il diritto d'impresa: norma i diritti degli azionisti, dei creditori, la *law enforcement*, la qualità e la trasparenza negli standard contabili.
- La rapidità e l'efficacia del sistema giuridico.
- I Codici di Autodisciplina: determinano le norme comportamentali per regolare le potenziali ostilità.
- Le associazioni professionali: stabiliscono le regole per revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari che, anche se non lavorano all'interno dell'impresa, offrono comunque delle prestazioni.

Il common law è un modello di ordinamento giuridico, con origini britanniche, formato da giudici che risolvono determinate polemiche e basato soprattutto sui precedenti giurisprudenziali piuttosto che su leggi ed ulteriori norme definite dagli organi politici, situazione che si verifica nel modello del civil law, discendente dal diritto romano, che si è evoluto sotto Napoleone (1807) e Bismark (1897) ed è oggi il sistema maggiormente diffuso nel mondo. È nato per proteggere lo Stato e per fortificare il governo nazionale e i suoi diritti, non per facilitare la negoziazione e la contrattazione finanziaria. Gli studiosi identificano solitamente tre famiglie legali, che sono quelle più sviluppate nel diritto civile: francese, diffusa in 21 Paesi tra i

quali anche l'Italia, tedesca, presente in 6 Paesi, e scandinava, utilizzata invece in 4 Paesi.

Alcuni studi, pubblicati dalla metà degli anni '90, contengono elementi significativi sul ruolo che le istituzioni e i sistemi legali hanno avuto sullo sviluppo economico e finanziario delle imprese. Ad esempio La Porta, Lopez-de-Sinanes, Shifler, Vishny (1998) hanno studiato le norme riguardanti i diritti degli azionisti e dei creditori, come vengono fatte rispettare tali leggi, il grado di trasparenza e la concentrazione della proprietà in 49 Paesi di tutto il mondo, tramite il calcolo di indici quantitativi. Secondo questi studi, Paesi con mercati azionari più sviluppati, hanno nel lungo periodo tassi di crescita e di investimento più elevati, una produttività superiore e tutto ciò comporta una maggiore crescita economica. I risultati hanno mostrato come le leggi si differenzino considerevolmente fra i vari Paesi, anche se nella maggior parte delle situazioni offrano agli investitori una serie abbastanza limitata di diritti: queste differenze hanno un impatto anche sulla struttura proprietaria e sul tasso di innovazione tecnologica. In particolare, i Paesi che adottano il common law offrono la migliore protezione giuridica agli azionisti e ai creditori, mentre la civil law francese è la peggiore; i Paesi scandinavi e il civil law tedesco si trovano invece in una posizione intermedia. Questo conferma l'ipotesi degli autori secondo cui essere un investitore in ordinamenti legali differenti determina protezioni diverse. La law enforcement viene misurata per mezzo dell'efficienza del sistema giuridico, del principio di legalità, della corruzione, del rischio d'esproprio, della possibilità di ripudio per opera delle autorità governative e della qualità dei principi di contabilità di un Paese. Le evidenze mostrano che gli Stati più ricchi e agiati, come quelli scandinavi o tedeschi, hanno una maggiore qualità di law enforcement; i Paesi francesi sono invece i peggiori, infatti gli investitori sono poco protetti sia dalla legge che dal sistema che la impone. La differente protezione degli investitori nel mondo spiega la diversa struttura proprietaria nei vari Paesi. Le imprese ad azionariato frammentato sono diffuse soprattutto nei Paesi in cui la protezione degli azionisti e dei creditori è più robusta; qualora i diritti degli investitori fossero minori, sarebbe più probabile una maggiore concentrazione della proprietà e la presenza di un numero superiore di imprese familiari o controllate dallo Stato. Infatti si è dimostrato che buoni standard contabili sono associati ad una minore concentrazione proprietaria.

Il Codice di Autodisciplina contiene alcune importanti raccomandazioni che costituiscono un riferimento di *"best practice"* per l'organizzazione e per il corretto funzionamento delle società a cui si riferiscono. Tali regole non sono vincolanti, ma le società devono informare non solo il mercato, ma anche gli azionisti, riguardo la struttura di governo che hanno deciso di adottare ed il livello di adesione al Codice; inoltre qualora l'impresa decida di non seguire questi suggerimenti comportamentali,

è necessario spiegarne il motivo ed il metodo alternativo che è stato utilizzato. Nel Codice sono numerosi gli argomenti trattati: tra questi i principali sono la composizione ed il ruolo del CdA, la presenza di amministratori indipendenti, come dover trattare le informazioni riservate e le relazioni con gli altri soci; l'obiettivo principale è quello di migliorare la trasparenza verso l'ambiente esterno e riuscire così ad aumentare la fiducia degli investitori.

Jensen e Meckling (1976) inoltre affermano che le associazioni professionali, ad esempio i revisori, i sindaci, i gestori o gli analisti finanziari, tramite la loro costante attività di monitoraggio, pongono un vincolo alla possibilità che i manager hanno di ottenere eccessivi benefici pubblici ma soprattutto privati; possono essere quindi considerati degli strumenti di disciplina e di comportamento per i dirigenti. L'assenza di tali figure spingerà il manager a non concentrarsi abbastanza sull'investimento in progetti con valore attuale netto positivo e sulla massimizzazione del valore dell'impresa. Tuttavia, alcune aziende non sono soggette a questa potenziale forma di controllo: le imprese seguite da analisti finanziari di solito sono quelle più grandi e le cui azioni sono più liquide e disperse; le società che non soddisfano queste caratteristiche dovranno probabilmente utilizzare meccanismi di monitoraggio differenti.

## 2.3 Meccanismi interni

I meccanismi interni di Corporate Governance sono chiamati così perché possono essere facilmente ricondotti a decisioni interne dell'impresa, in particolar modo a scelte riguardanti il proprio governo. Questi meccanismi sono quattro e saranno analizzati di seguito.

### 2.3.1 Il Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione, detto anche *Board of Directors*, è l'unità di rappresentanza della democrazia degli azionisti, il cui compito, come dice la parola stessa, è quello di amministrare la società. In particolare deve occuparsi della nomina e della revoca dei manager, controllarne l'operato, stabilirne la retribuzione e deve prendere decisioni che non possono essere delegate, riguardanti ad esempio determinate scelte strategiche. La gestione dell'impresa può essere affidata ad un solo amministratore oppure a più soggetti, che costituiscono il CdA, il cui numero è deciso dallo Statuto, che tuttavia potrebbe prevedere soltanto un minimo e un massimo di amministratori e allora la determinazione spetterà all'Assemblea; in ogni caso gli amministratori devono sempre operare in modo informato e consapevole. Secondo quanto riportato nel TUF e nel Codice di Autodisciplina, i CdA sono mediamente composti da dieci membri; tra questi all'incirca la metà sono

indipendenti. Il presidente del Consiglio d'Amministrazione può essere eletto dallo stesso Board oppure dai soci, ha il compito di convocare le riunioni, dirigerne l'esecuzione e proclamare poi i risultati finali dei processi di voto e solitamente è anche a capo della società.

I Consigli di Amministrazione possono assumere differenti strutture in base al modello di governo che decidono di utilizzare. I principali sono tre:

- **Modello tradizionale:** è chiamato anche ordinario e prevede la partecipazione di un organo per la gestione e un organo per il controllo, entrambi nominati dall'Assemblea Ordinaria. In particolare l'organo di gestione nelle società quotate è il Consiglio di Amministrazione, mentre nelle società chiuse può essere o un amministratore unico o lo stesso Board. L'organo di gestione è invece il Collegio Sindacale il cui compito è quello di controllare che venga pienamente rispettato l'atto costitutivo. Il sistema tradizionale prevede quindi una separazione tra l'attività amministrativa e di controllo. L'Assemblea Ordinaria inoltre può nominare una figura esterna che si occupa della revisione dei conti, ma soprattutto nelle piccole società tale compito viene svolto dal Collegio Sindacale. È il modello adottato dalla maggioranza delle società italiane quotate.
- **Modello monistico:** l'Assemblea Ordinaria nomina il CdA, il quale internamente elegge il Comitato per il Controllo sulla Gestione, che ha gli stessi compiti del Collegio Sindacale nel modello tradizionale ed è costituito da amministratori che devono possedere alcuni requisiti specifici per poter espletare il controllo sulla gestione. È quindi compito del Consiglio di Amministrazione nominare e revocare i diversi membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Il principale vantaggio è che l'organo di controllo lavora dall'interno ed ha quindi un'influenza diretta sulle scelte del Board. Anche in questo caso l'Assemblea può nominare un revisore o una società di revisione qualora ne ravvisi la necessità. Questo modello è tipico del sistema anglosassone e americano, mentre in Italia è quello meno diffuso.
- **Modello dualistico:** è stato introdotto in Germania nel 2003 ed è caratterizzato dalla presenza dell'organo assembleare che, a differenza di quanto accade nel sistema tradizionale, si limita a nominare l'organo di controllo, il cosiddetto Consiglio di Sorveglianza, che a sua volta designa i componenti del Consiglio di Gestione. Qui l'organo di controllo ha un ruolo centrale, ha una supervisione più marcata di quello che avviene nell'organo deputato alla gestione. Si parla di sistema dualistico poiché spetta al Consiglio di Sorveglianza non soltanto il compito di controllare l'operato dell'organo di gestione ma anche quello di presiedere la direzione strategica dell'impresa; ecco quindi che la funzione

amministrativa è spalmata su due organi. Il controllo contabile può essere effettuato da un soggetto esterno, nominato dall'Assemblea.

La composizione e la struttura del CdA sono caratteristiche molto importanti per garantire una buona Corporate Governance.

Un primo aspetto riguarda il fatto che il responsabile della gestione (CEO) o l'azionista di controllo, possono anche essere il presidente del Consiglio di Amministrazione; se si verifica questa condizione, chiamata *CEO-Chair duality*, è necessario nominare il cosiddetto *Lead independent director*. Questa pratica tuttavia è sconsigliata a causa dell'eccessivo potere detenuto da un'unica persona.

Un altro elemento da tenere in considerazione è la dimensione del Board: alcune analisi hanno messo in evidenza una relazione negativa tra il numero di amministratori appartenenti al CdA e le prestazioni della società.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da: amministratori con e senza azioni; amministratori esecutivi e non esecutivi: in particolare i primi, che a differenza dei secondi sono anche manager della società, sono maggiormente informati, svolgono compiti all'interno dell'impresa con l'obiettivo di prendere decisioni consapevoli ponendo particolare attenzione alle aree in cui è più probabile la manifestazione di conflitti di interesse; amministratori esterni o indipendenti. Questi ultimi devono operare esclusivamente nell'interesse dell'organizzazione e non dei dirigenti o degli azionisti e per garantire ciò devono rispettare determinati requisiti personali:

- Non essere stato un amministratore esecutivo o dipendente della società negli ultimi tre anni.
- Non avere rapporti commerciali o professionali con la società, quindi non possono avere compensi aggiuntivi oltre il gettone per la carica.
- La loro carica può essere al massimo di nove anni.
- Non appartenere al Board delle società controllate.
- Non possedere alcun legame con le società di revisione.

Teoricamente dovrebbero rappresentare uno strumento di monitoring e pressione sul management per difendere gli interessi dell'impresa e implicitamente degli azionisti di minoranza che vengono poco considerati. Tuttavia nella realtà, gli amministratori indipendenti possiedono un minore numero di informazioni, sono remunerati dalla società e il loro incarico deve essere riconfermato dal management: sono quindi "catturabili" dal dirigente.

Secondo il Codice Autodisciplina devono esserci almeno due amministratori indipendenti; il loro numero deve essere proporzionato alla dimensione del CdA; nelle società quotate alla Borsa di Milano, gli amministratori indipendenti devono rappresentare almeno un terzo della totalità degli amministratori presenti.

Evidenze empiriche mostrano che la presenza degli amministratori indipendenti aumenta la probabilità di licenziamento del manager dopo aver ottenuto pessimi risultati e che il prezzo delle azioni ha una reazione positiva dopo la loro nomina. Non si è però dimostrata una correlazione forte tra presenza di indipendenti e performance. Inoltre, uno studio effettuato da Santella, Drago e Paone (2006, 2007) evidenzia che in Italia, su 284 indipendenti tra le prime 40 società quotate, solamente cinque rispettavano alla lettera, tutti i requisiti del Codice Preda. Tra le richieste meno rispettate ci sono il non avere un numero eccessivo di impegni professionali contemporaneamente, non avere relazioni d'affari con la società, non restare nello stesso Consiglio per troppi anni e non partecipare al CdA di altre società controllate dall'emittente.

### 2.3.2 La remunerazione dei dirigenti

Il secondo meccanismo interno di Corporate Governance riguarda la remunerazione dei dirigenti. Le teorie degli incentivi e dell'agenzia consigliano di legare la retribuzione dei manager alle performance aziendali, per ottenere un allineamento degli obiettivi dei dirigenti e degli azionisti. La remunerazione tipica di un manager si compone principalmente di cinque parti:

- Stipendio: ovvero una somma pagata durante l'anno e stabilita da contratto. Costituisce la parte fissa del compenso.
- Bonus: somma variabile collegata a prestazioni a breve termine.
- Premi azionari: ossia azioni cedute o vendute al dirigente con notevole sconto.

Queste tre tipologie di remunerazione fanno riferimento a risultati di breve periodo e per questo possono indurre il manager a rinunciare a progetti che generano una profittabilità futura, rispetto a quelli che portano una redditività immediata.

- *Stock options*: riguarda il diritto di acquistare, entro uno specifico periodo di tempo, anche di diversi anni, azioni a un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta. Il compenso è determinato dalla differenza tra il prezzo di mercato delle azioni al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal dirigente.

Questa componente della remunerazione, invece, è quella che meglio risponde alla compatibilità degli incentivi e rispecchia il lungo periodo: infatti incoraggia il

manager ad investire su progetti che generano redditività a lungo termine rispetto a quelli che portano profittabilità immediata. Tuttavia, con le stock options i manager potrebbero diventare disonesti e amanti del rischio: infatti potrebbero essere incentivati ad innalzare il prezzo delle azioni al termine del periodo di durata dell'opzione, ad esempio corrompendo analisti e revisori, falsificando libri contabili o retrodatando le opzioni ad una data che precede l'aumento del corso del titolo. Sono ancora poche le imprese italiane che sfruttano questo meccanismo.

- Benefici non monetari: come commissioni, rimborsi, utilizzo di beni aziendali.

Uno studio effettuato da Brunello, Graziano e Parigi nel 2001 sulla pay-performance e sul turnover manageriale, sottolinea come la quota di compenso legata alla performance sia bassa e come sia presente una scarsa sensibilità tra remunerazione e risultati: ad esempio un aumento dei profitti reali pari a 500000 euro comporta un innalzamento del compenso di soli 16 euro. È stata osservata un'elasticità pay-performance più alta per le imprese quotate, per le imprese straniere o partecipate da multinazionali estere. Inoltre è stato riscontrato che il manager viene sostituito in caso di risultati non soddisfacenti, ma soltanto se non è l'azionista dominante. Per migliorare la trasparenza, da circa un ventennio, il CEO deve scrivere sul bilancio il suo stipendio base, eventuali bonus monetari e non monetari ed altri compensi che riceve; dal 2012 deve anche riportare informazioni molto più dettagliate su stock option e benefits.

### 2.3.3 Blockholders e investitori istituzionali

Sebbene la definizione di *blockholder* sembri essere fondamentale per qualsiasi analisi teorica od empirica, gli articoli spesso risultano vaghi su tale argomento. Ciò che distingue un blockholder da un semplice azionista è la dimensione della sua partecipazione. A quale percentuale di proprietà un azionista diventa blockholder? Alcuni studi, come quello effettuato da Shleifer e Vishny (1986) ritengono significativo il 50,1%, altri utilizzano una soglia del 10% o 20% per classificare il blockholder ed altri ancora del 5%, ma questo perché la maggior parte dei Paesi, compresi gli Stati Uniti, impongono la divulgazione pubblica a tale livello. Secondo lo studio di Boss (2013), i blockholders possono essere suddivisi in tre categorie: famiglia, società e Stato. Disponendo di una quantità considerevole di strumenti finanziari, il blockholder può avere una forte influenza sul management di un'organizzazione, ad esempio utilizzando i diritti di voto oppure minacciando la vendita delle azioni, incidendo così negativamente nel prezzo. Tuttavia il loro impatto dipende da fattori differenti: coloro che possiedono una percentuale maggiore di azioni hanno un'importanza superiore; un altro aspetto da considerare è da quanto tempo detengono quel blocco di azioni. Anche se tutti gli azionisti dovrebbero tenere sotto controllo l'operato dei manager, i vantaggi che i singoli azionisti hanno nel farlo, dipendono

dalla percentuale di azioni possedute (Shleifer e Vishny, 1997; Jensen e Meckling, 1976). Infatti, quando la proprietà è ampiamente dispersa, il singolo azionista avrà difficoltà economiche a sostenere costi di monitoraggio significativi, perché riceverà solo una piccola parte dei benefici (problema del free-riding): è quindi più difficile per gli azionisti controllare le azioni manageriali. I Large Shareholders sono incentivati ad esercitare il monitoring, per non subire danni economici derivanti da una gestione inadeguata. Da diversi studi emerge che i blockholders assumono un ruolo rilevante nella Corporate Governance e che aiutano ad allineare gli interessi degli azionisti e dei manager. La letteratura evidenzia anche la necessità che gli azionisti si controllino a vicenda, poiché potrebbero sfruttare la loro posizione per un compenso maggiore o per l'appropriazione indebita di beni. Nasce quindi l'esigenza di avere almeno un secondo blockholder che svolga attività di monitoraggio per mezzo di azioni simili a quelle utilizzate per controllare i dirigenti. Shleifer e Vishny, nel *Journal of Political Economy* del 1986, sostengono che i grandi azionisti potrebbero essere incentivati a raggiungere i propri obiettivi svantaggiando altri azionisti minori. Gli stessi autori, infine, affermano che la presenza di Large Shareholder accresce il valore dell'impresa e che è una condizione necessaria per il verificarsi di takeover positivi, al contrario di quanto invece dichiarato dagli studiosi Lehn e Demsetz nel 1985.

Molti blockholders sono investitori istituzionali ovvero sono degli operatori economici di intermediazione finanziaria che dispongono di elevate quantità di denaro ed effettuano rilevanti investimenti in maniera sistematica e cumulativa finendo così per possedere quote ingenti in una moltitudine di società. Fanno parte di questa categoria banche, società assicurative, società di gestione del risparmio, fondi d'investimento, fondi speculativi, fondi pensione, fondazioni e associazioni senza scopo di lucro, enti pubblici territoriali, istituti di credito.

Gli investitori istituzionali possono svolgere diverse funzioni: tra le più importanti, oltre ad esercitare un intenso monitoraggio per ridurre l'opportunismo dei manager e trovare così una soluzione al problema del free-riding, possono anche comunicare le informazioni ricevute dal management ai mercati finanziari, possono partecipare al processo di gestione, trovando maggiore coinvolgimento nel Board e promuovendo idee degli azionisti. Inoltre agevolano i takeovers.

Tra gli svantaggi gli investitori istituzionali possono allearsi con gli insiders sfavorendo gli azionisti di minoranza e sono sovente passivi non attivi dato che utilizzano il "*vote with their feet*", ovvero vendono le azioni di quelle società che credono possano avere rendimenti non soddisfacenti.

Negli ultimi anni però, l'ingresso di investitori istituzionali, come gli *Hedge Funds*



e fondi di *Private Equity*, ha permesso l'attuazione di un ruolo attivo di controllo e di disciplina dei manager.

### 2.3.4 La struttura di capitale

L'ultimo meccanismo interno di Corporate Governance è rappresentato dalla struttura di capitale, in particolar modo dal ricorso al debito. Quest'ultimo, ha un ruolo di disciplina, può infatti incentivare l'imprenditore a fornire il massimo sforzo e può rappresentare una soluzione ai problemi di agenzia del capitale proprio. Secondo Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) i costi associati al debito consistono in spese opportunità, dovute all'impatto che il debito ha sulle scelte di investimento della società, spese di monitoraggio e spese di fallimento e di riorganizzazione.

L'incremento del debito comporta una maggiore probabilità di bancarotta e quindi per l'impresa aumentano le possibilità di pagare il costo di fallimento. I costi diretti di fallimento riducono il valore dei beni che gli investitori riusciranno a ricevere; in media ammontano a circa il 4% del valore di mercato dell'attivo calcolato prima del fallimento e sono ad esempio perdite, costi legali e giudiziari oppure aumento dei tassi d'interesse. I costi indiretti, sono difficili da misurare accuratamente e la maggior parte delle volte sono più elevati rispetto a quelli diretti. Possono essere costi legati alla perdita di clientela, di fornitori o di personale, spese legate alla perdita di crediti o alla vendita degli asset o ancora, costi per i creditori e per i loro lunghi tempi di attesa. Anche i creditori potrebbero essere costretti a sostenere dei costi durante il processo di fallimento: potrebbero dovere aspettare molti anni per ricevere il pagamento del loro debito e potrebbero ritenere necessario assumere dei consulenti per avere assistenza.

Il costo di agenzia del debito riduce il valore dell'impresa. Si supponga che un manager imprenditore voglia finanziare la propria società con solo il 10% di capitale proprio e il 90% di debito. Egli avrà un forte incentivo ad investire in attività aventi un alto rendimento, ma anche molto rischiose, poiché se il progetto avrà successo incasserà tutto il profitto residuo, tuttavia, se dovesse fallire il manager non riuscirà a rimborsare il debito. L'imprenditore è insensibile alla rischiosità dei progetti e sceglierà quelli con elevati rendimenti attesi, scaricando il rischio sui finanziatori: la loro probabilità di essere rimborsati è tanto più bassa quanto maggiore è il beneficio atteso del manager. I finanziatori questo lo sanno e limitano il prestito concesso o lo rilasciano a tassi via via superiori.

I contratti di debito sono complessi: occorre inserire al loro interno delle clausole per ridurre la discrezionalità nella scelta del progetto, per garantire un flusso di informazioni sull'esecuzione e sui risultati (*covenants*) e fornire documentazione su

tutti i progetti. Per fare ciò è necessario sostenere dei costi di monitoraggio.

Per Jensen (1986) il debito comporta anche dei benefici:

- Pone un vincolo alla discrezionalità del manager: infatti il debito deve essere rimborsato e questo, insieme alla minaccia di fallimento, incentiva il manager a comportarsi in maniera efficiente, a non investire in attività con valore attuale netto negativo e a non indulgere in benefici non monetari.
- Riduce il fabbisogno di outside equity: con il debito, gli azionisti ottengono finanziamenti per i progetti in cui vogliono investire senza emettere nuove azioni. (Rondi, 2007). È preferibile mantenere elevata la quota dell'imprenditore, quindi l'*inside equity* e ricorrere al debito, se il margine di discrezionalità manageriale è alto, quindi è facile per la dirigenza comportarsi a sfavore degli azionisti poichè l'operato non è controllabile, se l'impegno del manager è determinante per il successo del progetto, se l'impresa ha poche opportunità di investimento oppure di crescita e se dispone di elevata liquidità (*free cash-flow*).
- Genera un vantaggio fiscale: le aziende godono di uno scudo fiscale pari al risparmio d'imposta, che aiuta a innalzare la ricchezza degli azionisti e che può essere ottenuto dalla deducibilità degli oneri finanziari.
- Riduce le asimmetrie informative attraverso un monitoraggio continuo da parte degli istituti bancari. Le informazioni a disposizione degli insider (management e azionisti) sono infatti differenti rispetto a quelle possedute dai finanziatori esterni (outsiders). Tale asimmetria influenza la scelta delle fonti di investimento e rende più costoso il ricorso alle emissioni azionarie piuttosto che al debito e alle fonti interne.
- Migliora i conflitti tra insider e outsiders.

## 2.4 Concentrazione della proprietà

In base ai dati forniti dalla Consob (2020), l'autorità italiana di vigilanza sulla Borsa, al termine del 2019 la grande maggioranza delle 228 società quotate sul Mercato Telematico Azionario era controllata da un unico azionista oppure da un numero maggiore di soggetti sottoscrittori di un patto parasociale. Gli assetti proprietari delle società in Italia sono caratterizzati da una grande concentrazione ma da una scarsa contendibilità del controllo. Rispetto allo scorso decennio è possibile osservare un aumento del numero e della capitalizzazione delle società *widely held*, al contrario di quanto accade per le società controllate da patti. Come negli anni precedenti, il sistema di controllo prevalente è ancora quello familiare,

seguito dallo Stato e dagli enti locali, mentre in termini di capitalizzazione complessiva le famiglie pesano meno delle imprese pubbliche e degli emittenti in cui non è possibile individuare l'*ultimate controlling agent*. A fine 2019 la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato rilevante delle società italiane è aumentata: in particolare gli investitori italiani sono solitamente azionisti di aziende minori e non hanno una preferenza per un determinato settore di attività, al contrario di quelli esteri che si trovano nelle imprese industriali e in società la cui dimensione è più diversificata. Anche gli investitori stranieri sono presenti in misura maggiore, mentre la pratica riguardante la diminuzione della quantità di partecipazioni di investitori italiani osservata negli ultimi dieci anni non è stata più evidenziata. Le società appartenenti ad un gruppo misto o verticale, equivalgono al 12,8% di quelle considerate, mentre la percentuale di organizzazioni non facenti parte di gruppi è arrivata ad essere leggermente superiore all'84%, rafforzando l'andamento positivo registrato precedentemente. Il modello prevalentemente adottato è ancora quello tradizionale. I membri dei comitati sono soprattutto amministratori indipendenti, in oltre la metà dei casi sono donne e manager, mentre raramente sono stranieri e family. La percentuale femminile nel Board si avvicina al 40% previsto dalla nuova normativa che può essere applicata ai sei rinnovi a partire dal 2020. Rimane tuttavia marginale la presenza di donne che ricoprono il ruolo di amministratore delegato e quello di presidente, mentre raddoppia il loro impiego come amministratori indipendenti, che raggiunge circa il 75%. Aumentano le donne nominate dalla minoranza, soprattutto nelle società più grandi.

Nell'articolo di Luca Enriques e Paolo Volpin realizzato nel 2007 e denominato "*Corporate Governance reforms in Continental Europe*" vengono riportate le principali differenze nella struttura proprietaria delle società nelle tre principali economie dell'Europa Continentale: Germania, Francia e Italia e vengono confrontate con quelle degli Stati Uniti e del Regno Unito.

	<i>Widely held</i>	<i>Family control</i>	<i>Pyramid control</i>	<i>Median largest voting block</i>	<i>Family wealth</i>
France	60%	20%	15%	20%	29%
Germany	50%	10%	20%	57%	21%
Italy	20%	15%	20%	55%	20%
United Kingdom	100%	0%	0%	10%	6%
United States	80%	20%	0%	5% (NYSE) 9% (Nasdaq)	N.A.

**Figura 2.2:** Concentrazione della proprietà

Fonte: La Porta, Lopez-De-Sinales, Shleifer, 1999

È bene ricordare che se un azionista possiede almeno il 20% dei diritti di voto di una società è considerato un azionista di controllo. La tabella mostra come, tra le venti maggiori imprese quotate in Francia, Germania, Italia, Regno Unito e USA, la proprietà diffusa, caratterizzata cioè dall'assenza di un azionista rilevante, è comune in USA e in UK mentre è più rara in Europa, con l'Italia che presenta la percentuale minore. Dalla seconda colonna si evince invece che, ad eccezione dell'UK, il controllo familiare è diffuso, oltre che nel vecchio continente, anche nelle grandi società americane; la proprietà piramidale è invece un fenomeno sviluppato solamente in Europa e può essere definita come una struttura proprietaria attraverso la quale un azionista controlla una società per mezzo della proprietà di almeno un'altra azienda quotata. È probabile che, le strutture a piramide non siano presenti negli Stati Uniti e nel Regno Unito per due motivazioni storiche legate alla regolazione: la prima sottolineata da Morck e Yeung (2004) riguarda il fatto che in USA la tassazione sui dividendi tra società, introdotta nel 1935, fece in realtà sparire le piramidi societarie, mentre la seconda evidenziata da Franks, Mayer e Rossi (2004) si riferisce all'introduzione nel 1968 dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, che potrebbe spiegare la mancanza di piramidi nel Regno Unito. Dalla quarta colonna si nota come la proprietà sia più concentrata in Germania e in Italia e più diffusa in USA e in UK, mentre la Francia ricopre una posizione intermedia. Sorprendentemente, nella metà delle società quotate tedesche e italiane, un blockholder possiede rispettivamente almeno il 57% e il 55% dei diritti di voto. Un'ulteriore valutazione della concentrazione della proprietà è la quota della capitalizzazione di mercato di uno specifico Stato detenuta dalle dieci famiglie più ricche. Questa misura, esposta nell'ultima colonna della tabella, evidenzia nuovamente come la proprietà societaria nell'Europa Continentale sia concentrata nelle mani di un ristretto numero di individui facoltosi.

## **2.5 Corporate Governance nelle imprese familiari**

La tematica della Corporate Governance in relazione alle imprese familiari non è sempre stata di attualità, in quanto ci si domandava se avesse senso analizzare il governo di una tipologia di imprese in cui nella maggior parte dei casi vi è sovrapposizione tra proprietà, management e controllo.

La famiglia proprietaria, possedendo una percentuale consistente di diritti di voto, può esercitare un controllo diretto sulla società e sui suoi azionisti. Spesso vengono impiegati alcuni strumenti per separare il controllo dalla proprietà e per avere una consolidazione dell'esercizio con possibili effetti negativi soprattutto per quanto riguarda gli azionisti di minoranza: tra questi si hanno i patti parasociali,

la presenza di due classi di azioni e le piramidi societarie.

I patti parasociali sono delle alleanze attraverso le quali un numero ristretto o anche tutti i soci si possono vincolare reciprocamente a tenere determinati comportamenti o a regolare alcuni ambiti relativi alla loro presenza nella società. I patti di sindacato non partecipano della natura organizzativa del contratto sociale ma sono semplici contratti che producono effetti soltanto tra le parti che aderiscono. Il loro scopo è quello di consolidare gli assetti proprietari e il governo di società: il vantaggio principale è che è possibile programmare politiche di medio-lungo termine ma al tempo stesso questo ha lo svantaggio di limitare la continuità della società, ovvero quando le risorse aziendali sono mal impiegate dagli amministratori, la stabilizzazione del controllo comporta l'impossibilità di sostituire l'amministratore inefficiente con uno più adeguato. Per i patti parasociali sono previsti dei limiti di durata proprio per il fatto che vincolano la libertà di movimento dei soci che li sottoscrivono: in particolare per le società quotate la durata prevista è di tre anni rinnovabili oppure possono avere tempo indeterminato ma questo comporta il diritto di recesso con preavviso. Devono essere comunicati alla società e alla Consob e devono essere pubblicati su stampa quotidiana; inoltre l'esistenza dell'accordo deve essere riferita in apertura di Assemblea e il patto deve essere depositato presso il registro delle imprese. Se tali disposizioni non vengono rispettate si hanno alcune sanzioni ad esempio il socio che ha violato tali obblighi pubblicitari incorre nella sospensione del diritto di voto in Assemblea e qualora avesse votato, gli fosse stato sospeso il voto e quest'ultimo fosse stato determinante, la delibera è impugnabile; nel caso in cui il patto non fosse stato pubblicizzato correttamente si ha la nullità del patto.

È possibile distinguere tre tipologie di patti:

- Sindacati di voto: sono patti attraverso i quali i soci decidono insieme come votare in Assemblea. Se un socio aderente al patto vota in modo difforme da quanto era stato precedentemente stabilito dalla maggioranza dei paciscenti, il voto in Assemblea resta valido ma potrebbe dover risarcire i danni derivanti dal fatto di essere stato inadempiente all'accordo.
- Sindacati di blocco: patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni; possono contenere il blocco totale delle azioni oppure possono prevedere dei diritti di prelazione.
- Patti volti a favorire o contrastare offerte pubbliche di acquisto o scambio.

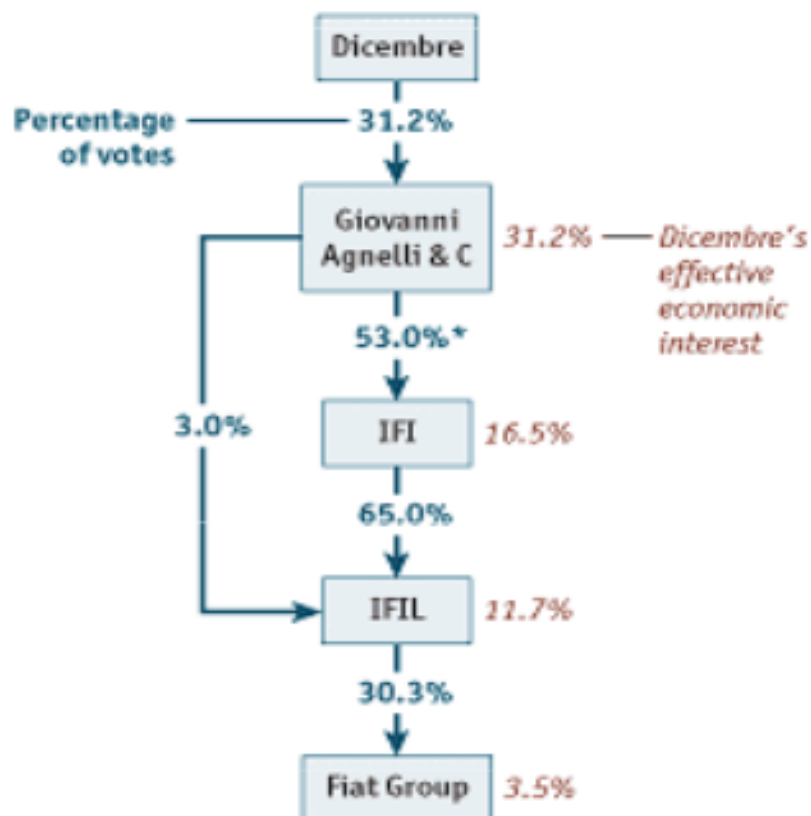
Tutte le azioni, nella maggioranza delle imprese quotate, ottengono la medesima frazione di dividendo e hanno analoghi diritti di voto all'Assemblea generale. Tuttavia, in alcune società quotate sono presenti azioni di classe A e azioni di classe B

(*dual class shares*), ossia due diversi tipi di azioni che hanno differente diritto di voto. Una classe di azioni ha diritto di voto (o diritto di voto multiplo, o plurimo), mentre l'altra classe non ha diritto di voto o può esercitare solo voto singolo; entrambe le categorie ricevono la stessa frazione di dividendo. Se una società è *dual class shares*, lo scalatore acquisisce il controllo acquistando un pacchetto di azioni che rappresenta meno del 50% dei flussi di dividendi della società, quando l'offerta parziale è ammessa (è possibile comprare solo una parte delle azioni di una determinata categoria, quelle necessarie per ottenere il controllo), oppure acquistando meno del 100% dei flussi di dividendi della società se offerte ristrette non sono concesse. Di conseguenza, un gruppo di amministratori rivali che produce un basso valore pubblico per gli azionisti, ma ha un elevato valore privato, potrebbe essere in grado di sottrarre il controllo ad un management titolare con elevato valore pubblico, ma basso valore privato. Allo stesso modo, un incumbente con limitato valore pubblico per gli azionisti ma un alto valore privato, potrebbe riuscire a mantenere il controllo a discapito di un rivale esterno, con elevato valore pubblico ma basso valore privato. Perciò deviazioni dalla regola "one share-one vote" creano due incertezze: la prima derivante dal passaggio del controllo in situazioni in cui non dovrebbe aver luogo, mentre la seconda dovuta al mantenimento dello stesso, in casi in cui dovrebbe invece essere trasferito.

Le piramidi societarie sono il metodo maggiormente diffuso in Italia soprattutto nell'ambito delle imprese familiari. Il gruppo piramidale è costituito da società controllate a cascata: ciascuna organizzazione ricorre all'indebitamento per realizzarne un'altra di nuova costituzione controllata dalla capogruppo. Così facendo la famiglia può avere il controllo su un elevato numero di imprese, il cui valore complessivo è notevolmente superiore al modesto investimento azionario effettuato dalla famiglia per ottenere i diritti di proprietà. È possibile quindi detenere il controllo investendo una quantità di denaro nettamente inferiore al valore degli asset. Questo metodo sottrae al mercato il trasferimento del controllo riservando il beneficio a pochi individui.

La separazione della proprietà dal controllo è drammatica in Telecom Italia, una delle più grandi società di telecomunicazioni del mondo con una capitalizzazione azionaria di circa quaranta miliardi di dollari. Il gruppo piramidale comprende tre società quotate e due non quotate. Telecom era controllata con appena il 18% da Olimpia, a sua volta, controllata con l'80% da Pirelli. Quest'ultima era detenuta da Camfin, una società quotata che dispone del 26,19%. Esempio è il caso del Dottor Tronchetti Provera che, grazie al controllo piramidale, è rimasto a capo della Pirelli, di cui nel 2012 possedeva circa il 5%, anche in seguito all'operazione Telecom Italia.

Un altro esempio è rappresentato dalla famiglia Agnelli con Fiat, che nel 2006 per mezzo di una catena di controllo aveva il comando sulla società automobilistica con soltanto il 3,5% dei diritti agli utili.

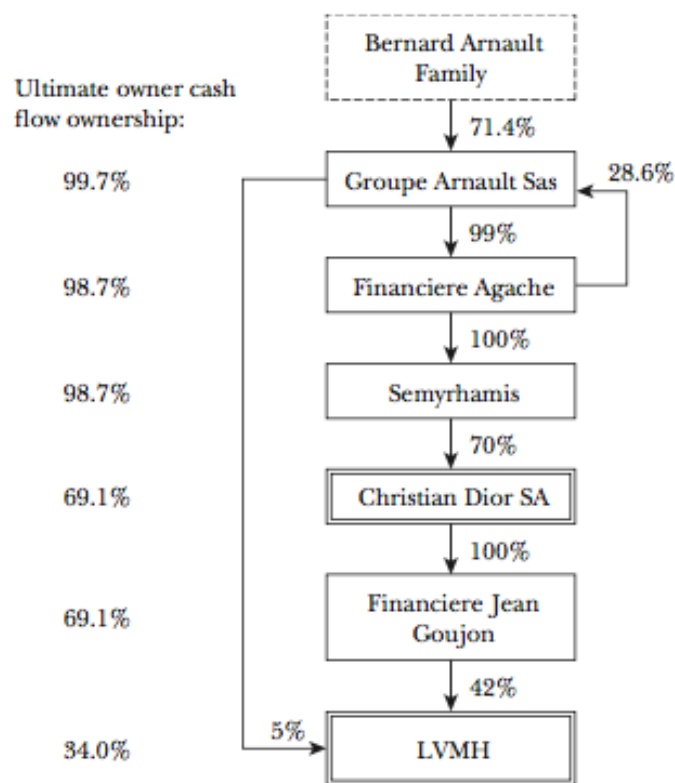


**Figura 2.3:** Catena di controllo della famiglia Agnelli

Fonte: The Economist

Esempio analogo riguarda Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH), una delle più grandi e importanti società quotate alla Borsa di Parigi e leader mondiale nel settore dei beni di lusso, con una capitalizzazione di mercato di quasi quarantacinque miliardi di dollari. L'azienda ha un proprietario finale, Bernard Arnault, che è anche amministratore delegato e presidente del Board. L'impresa è controllata tramite un gruppo piramidale che comprende diverse società non quotate e una quotata, chiamata Christian Dior SA. In particolare, Arnault dispone del 98,7% dei diritti in contanti in Semyrhamis e questa azienda detiene il 70% di Christian Dior SA, quindi Arnault possiede il 69,1% dei flussi di cassa in Dior (ovvero il 98,7%

moltiplicato per il 70%). Come conseguenza di questa struttura, controlla il 47% (42 più 5) di Louis Vuitton Moët Hennessy possedendo il 34% dei diritti di flussi di cassa.



**Figura 2.4:** Assetto proprietario di LVMH nel 2005

Fonte: Amadeus e Factiva

In media, le imprese familiari sono gestite meglio di quelle a proprietà diffusa: infatti, il controllo familiare aiuta a proteggere gli interessi degli azionisti contro gli abusi manageriali, poiché il proprietario che controlla e il manager sono spesso la stessa persona. Inoltre, è probabile che la famiglia controllante impieghi più capitale umano e si preoccupi maggiormente del suo valore a lungo termine (Bertrand e Schoar, 2006). Tuttavia le famiglie, così come i manager nelle *public companies* aventi un azionariato frammentato, possono approfittare del loro potere e utilizzare le risorse che hanno a disposizione per ottenere benefici personali. In questi casi, la situazione potrebbe diventare più grave rispetto a quanto accade nelle società ad azionariato diffuso dal momento che le famiglie di controllo non possono essere



spodestate per mezzo di un'acquisizione, oppure sostituite dal Consiglio d'Amministrazione o dall'Assemblea degli azionisti come invece accade per gli amministratori esecutivi.

Lo sfruttamento dei benefici privati del controllo è detto *tunneling* e può essere definito come il trasferimento di valore da una società in cui l'azionista di controllo detiene una percentuale esigua dei diritti all'utile (posta in basso nella piramide), ad un'altra in cui l'azionista possiede una frazione più elevata di diritti al cash flow (in alto nella piramide).

Esistono diverse metodologie per ottenere profitti personali e in questo modo sottrarre agli azionisti di minoranza una parte del valore aziendale:

- I dirigenti riescono ad attribuirsi elevati compensi ed a comprare beni di lusso, riducendo i ricavi degli azionisti.
- Assunzioni non meritocratiche, ma a favore del manager o di coloro che detengono il controllo (familismo).
- Trasferire profitti ad un'altra società controllata dalla famiglia attraverso vendite sottocosto o acquisti sovrapprezzo.
- Acquisire una società di proprietà familiare a prezzi svantaggiosi per l'impresa e per gli azionisti di minoranza.

Ci sono due metodi per misurare i benefici privati del controllo:

1. *Block premium*: è la differenza fra il prezzo pagato per acquisire il pacchetto di controllo e il prezzo di mercato delle azioni il giorno dopo il trasferimento. Il "premio" riflette il payoff differenziale attribuibile al controllo. Il pacchetto di controllo viene scambiato privatamente.
2. *Voting premium*: è la differenza di prezzo fra azioni aventi o meno il diritto di voto. Rispecchia il valore del diritto di voto e quindi, implicitamente, il premio per il controllo.

Alcuni studi evidenziano come il premio per il controllo sia più elevato nell'Europa Continentale rispetto a USA e Regno Unito. Nel 2004, secondo Dyck e Zingales, il block premium raggiungeva valori del 10% in Germania e addirittura del 37% in Italia, dove tale indicatore negli anni '90 sfiorava il 60%.

Tuttavia, nelle imprese familiari, la remunerazione dei dirigenti può mitigare il problema di agenzia. Gomez-Mejia (2003) sostiene che i CEO familiari ottengono una paga inferiore rispetto agli altri, ma possono mostrare un'eccessiva avversione

al rischio: è probabile quindi che rinuncino a programmi o strategie redditizie a favore di progetti meno rischiosi. Jensen e Meckling (1976) affermano che nelle imprese familiari non è necessario utilizzare il meccanismo interno della retribuzione dei manager, dal momento che gli interessi dei dirigenti familiari sono gli stessi di quelli dell'impresa. Al contrario, Anderson e Reeb (2003) mostrano come sia necessario collegare la loro remunerazione alle performance, così da scoraggiare il fenomeno del free-riding.



## Capitolo 3

# Il Sistema bancario italiano

Il sistema bancario italiano ha una storia abbastanza recente ed il suo progresso è stato profondamente influenzato dagli avvenimenti economici e politici nei quali si è evoluto, più di quanto accaduto in altri settori. Inoltre ha assunto un ruolo fondamentale nei Paesi più arretrati rispetto al Regno Unito, durante il processo di industrializzazione.

Nello sviluppo della legislazione bancaria italiana è possibile individuare quattro tappe che si differenziano per vari aspetti e che hanno contribuito alla stipulazione dell'attuale ordinamento (Costi, 2012):

1. 1865 - 1926: la prima fase può considerarsi iniziata con l'Unità italiana e terminata nel 1926, anno dell'emanazione della prima legge generale per l'attività bancaria.
2. 1926 - 1936/1938: è il periodo nel quale si manifesta la grande crisi economica e il settore bancario inizia a muoversi nella direzione dell'ordinamento che sarà ufficializzato con la legge del 1936-38.
3. 1936/1938 – 1985: comprende gli anni che vanno dall'entrata in vigore della legge bancaria all'inizio degli anni Ottanta, in particolar modo al 1985, anno della prima direttiva comunitaria in materia.
4. 1985 – attualità: questo lasso di tempo è contraddistinto da un profondo rinnovamento dell'assetto bancario; in particolare attraverso l'emanazione di numerose leggi e procedure amministrative è stata possibile la realizzazione, all'inizio del ventesimo secolo, di un nuovo ordinamento, le cui idee si differenziavano notevolmente rispetto a quelle dei provvedimenti precedentemente adottati.

È possibile considerare un ulteriore periodo che prende avvio nel 2007, anno in cui si è sviluppata la crisi economica e finanziaria negli Stati Uniti, la quale ha messo in luce la fragilità del sistema finanziario e ha portato al fallimento molti istituti bancari. Sono state adottate numerose misure di salvataggio e sono state effettuate delle modifiche all'ordinamento bancario, poiché le leggi presenti in quel periodo sono risultate inadeguate e non sufficienti per garantire la stabilità economica. Questi provvedimenti, effettuati a livello internazionale, hanno avuto delle ripercussioni anche in Italia.

### **3.1 Dal 1865 alla legge bancaria del 1926**

Il primo periodo si caratterizza per l'assenza di una disciplina speciale per l'attività bancaria: infatti le banche erano sottoposte alle regole del diritto comune e per questo, venivano considerati commercianti coloro che esercitavano le operazioni ritenute bancarie per professione abituale. Le società aventi per oggetto principale l'esercizio del credito dovevano depositare presso il Tribunale il loro andamento mensile (Costi, 2012), per migliorare la trasparenza delle proprie attività e questo doveva essere fatto nonostante il Codice di Commercio del 1882 non imponesse alcun controllo sull'attività bancaria.

Inoltre, dal momento in cui si pensava che il diritto comune non riuscisse a conciliare gli interessi di coloro che cercavano finanziamenti, soprattutto di lunga durata, con quelli dei risparmiatori, nacquero e si svilupparono alcune banche specializzate, come gli istituti di credito fondiario, l'istituto di credito per le imprese di pubblica utilità, il consorzio di credito per le opere pubbliche e le banche e gli istituti di credito agrario. Si cercò in questo modo di ottenere, per i risparmiatori, una riduzione del rischio. Già a partire da questa prima fase, alcuni settori dell'attività bancaria iniziarono a seguire un apposito statuto legislativo contraddistinto da una robusta impronta pubblicistica.

Una specifica disciplina venne inserita in tale periodo per quegli istituti a cui era concessa l'emissione di biglietti di banca. Questi ultimi erano dei titoli bancari al portatore che consentivano a chi li possedeva di ottenere la quantità di moneta legale indicata sui titoli stessi e a partire dal 1926 potevano essere emessi soltanto dalla Banca d'Italia; tuttavia nella fase presa in considerazione la situazione era molto diversa. In particolare le banche di emissione, nate negli Stati preunitari e sin da subito sottoposte a forti controlli pubblici, avevano ricevuto la facoltà di emettere banconote, dall'autorità governativa. Gli istituti di emissione presenti erano sei: la Banca Nazionale, la Banca Nazionale Toscana, la Banca Toscana di credito, il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia e la Banca Romana. Dopo

l'unificazione è stata mantenuta una ripartizione delle banche di emissioni fino al 1926: naturalmente contro la fusione erano quelle più deboli, destinate a vedersi private della possibilità di emettere. In seguito al crollo bancario del 1892, con la conseguente scomparsa di alcuni istituti, nel 1893 venne costituita la Banca d'Italia e questo rappresentò una spinta decisiva verso l'unificazione.

Sia l'attività bancaria specializzata, sia quella degli istituti di emissione, erano sottoposte quindi a monitoraggi pubblici già in questo periodo. Anche sull'operato delle casse di risparmio esisteva un forte controllo. Pur non rivestendo ancora l'importanza che avrebbero dovuto poi assumere, le casse di risparmio ricoprivano un ruolo rilevante specialmente in merito al trasferimento delle risorse verso la pubblica amministrazione e l'agricoltura.

Il periodo dal 1865 al 1926 è caratterizzato anche dalla nascita di tipologie particolari di imprese bancarie, che per le loro caratteristiche operative e organizzative si distinguevano notevolmente dagli altri istituti, in particolar modo dalle aziende di credito ordinarie. Queste sono ad esempio le banche popolari o le casse rurali. Le prime erano a responsabilità limitata e proiettate verso i settori commerciale e industriale mentre le seconde erano per lo più a responsabilità illimitata e operanti soprattutto nel settore agricolo; entrambe seguivano comunque il modello della società cooperativa.

Il sistema del credito mobiliare, adottato dalle banche in seguito all'unificazione, per gestire i propri rapporti finanziari, era caratterizzato dal fatto che il finanziamento delle imprese poteva avvenire sia tramite l'acquisto di partecipazioni sociali e la sottoscrizione di titoli obbligazionari, sia per mezzo di finanziamenti a breve e a lungo termine. Inoltre faceva appello, per quanto riguarda la raccolta, al pubblico risparmio mediante titoli di partecipazione alla banca. Tali imprese subirono più di altre le conseguenze della crisi, che alla fine degli anni 1880 colpì l'Italia e questo fu principalmente dovuto all'assenza di ogni forma di controllo pubblico. Nel 1892 si verificò un crollo di tale settore che, oltre a coinvolgere gli istituti di emissione, determinò anche nel 1893 con il loro riordino la nascita di un nuovo modello chiamato banca mista (Costi, 2012).

Le banche miste, non mostrarono differenze significative per quanto riguarda gli impieghi con gli istituti di credito mobiliare, mentre si distinguevano da essi per la possibilità di raccogliere risparmio tramite lo strumento del deposito, oltre che con l'emissione di titoli di partecipazione. Il modello della banca mista venne utilizzato dai principali istituti bancari italiani che finanziarono il progresso dell'industria fino all'avvenimento della crisi negli anni Trenta.

Per l'irrazionalità delle strutture bancarie, caratterizzate da istituti che non possedevano gli strumenti patrimoniali adeguati, e per la stretta connessione che si era venuta a creare tra impresa e banca, i crolli si moltiplicarono e tale situazione non poteva più essere risolta con le norme presenti nel Codice di Commercio. Per questo nel 1894 nacque un movimento per la realizzazione di uno statuto speciale per l'attività bancaria, il quale si tradusse a partire dal 1926 nei provvedimenti per la tutela del risparmio (Costi, 2012).

### **3.2 Dalla legge bancaria del 1926 alla legge bancaria del 1936-1938**

Da maggio 1926 solamente la Banca d'Italia era autorizzata ad emettere biglietti di banca e questo portò alla nascita di un'articolazione a cui venne affidata la vigilanza, in modo da non ricorrere così ad un complesso burocratico. Nello stesso anno vennero emanati i provvedimenti per la tutela del risparmio che costituirono la prima legge generale per le banche.

La legge del 1926 aveva come obiettivo la moderazione e la regolazione del sistema bancario; infatti con essa:

- Venne introdotta una struttura di vertice di natura politica, avente la facoltà di autorizzare le operazioni di fusione tra imprese, di far entrare nuove aziende ed istituti sul mercato e di revocare tali permessi nei casi in cui le norme non fossero state adeguatamente rispettate.
- Venne attribuito alla Banca d'Italia il controllo degli enti e delle aziende le quali dovevano fare in modo che l'istituto di emissione ricevesse i loro bilanci e le situazioni periodiche e potesse ispezionarle per garantire la rispettabilità del nuovo statuto.
- Venne inserito l'istituto della riserva obbligatoria nell'ordinamento per assicurare la stabilità e la liquidità delle aziende di credito.

Tali regole non valevano per gli istituti bancari che raccoglievano risparmio tramite l'emissione di obbligazioni e non mediante i depositi. Inizia così a delinearsi una prima distinzione fra istituti ed aziende, in particolare basata sulla durata delle operazioni di provvista e poi definitivamente introdotta con la legge bancaria del 1936-1938. Nello specifico, gli istituti di credito utilizzavano il prestito bancario a medio e lungo termine, mentre le aziende di credito si avvalevano dei depositi. Comuni invece a entrambe le categorie erano quelle regole che miravano ad evitare la concentrazione dei rischi: nessun istituto e nessuna azienda poteva concedere, salvo eventuali deroghe da parte della Banca d'Italia, affidamenti per un totale

superiore a un quinto del patrimonio dell'ente di credito ad uno stesso obbligato, venne quindi imposto il limite di fido (Costi, 2012). Con la legge bancaria del 1926 si pose attenzione alle esigenze economiche del mercato ed in particolare alla razionalizzazione del mercato delle imprese bancarie ed alla loro stabilità.

Si susseguirono poi alcuni interventi legislativi:

- L'istituto di credito alla cooperazione, realizzato nel 1913 per mezzo di alcune organizzazioni finanziarie pubbliche come semplice istituzione creditizia, dal 1925 poté anche raccogliere risparmio.
- Ci fu il completamento e la sistemazione organica delle norme dettate per le casse di risparmio e per i monti di credito su pegni: divennero aziende creditizie e furono sottoposte allo statuto per esse previsto. Questo comportava, anche per le casse di risparmio, problemi di sovraffollamento che rischiavano di compromettere la stabilità del settore. Si procedette quindi con la riduzione del numero delle casse di risparmio attraverso l'introduzione di divieti e l'obbligo di operazioni di concentrazione.
- Nel 1929 inoltre ci fu la nascita di un corpo normativo per completare il lavoro avviato nel 1926, migliorando alcuni decreti da applicare successivamente alla totalità delle banche con la normativa del 1936.
- Per quanto riguarda le casse rurali esse videro un profondo inserimento nel mondo agricolo e nel suo finanziamento; il loro oggetto venne ampliato nel 1934 e ottennero così l'accesso anche ad altri settori.
- Nacque la Banca Nazionale del Lavoro, la quale rimase a lungo il principale istituto di credito in Italia: dal 1925 si occupò infatti della gestione della maggior parte dei servizi pubblici. Nel 1929 prese il nome di BNL e le vennero affidate le operazioni creditizie di più stretta matrice pubblica. Il suo ordinamento prevedeva l'inserimento sia di norme di carattere generale dettate dalla legge del 1926 sia di regole di carattere speciale che presumevano il controllo pubblico da parte del Ministero delle Finanze.

La grande crisi degli anni Trenta colpì anche le banche miste che precedentemente avevano favorito lo sviluppo industriale in Italia e queste si ritrovarono, ancor prima della legge bancaria, con una struttura profondamente modificata e di proprietà statale. Ognuna delle grandi banche aveva rapporti privilegiati con un determinato settore e possedeva enormi pacchetti azionari delle società operative. Alla fine le principali banche crollarono e mediante una serie di convenzioni stipulate tra le banche coinvolte, il governo e la banca di emissione nel periodo 1931-1934, lo Stato riuscì a salvarle. In particolare nel 1931 ci fu il trasferimento delle partecipazioni



industriali dagli istituti bancari alle società finanziarie. Inoltre le banche iniziarono ad effettuare soltanto operazioni di credito commerciale ed a non assumere più partecipazioni; inoltre non potevano più concedere finanziamenti a medio lungo termine alle industrie, nonostante lo avessero sempre fatto fino a quel momento e cessarono di essere banche *holding*, rimanendo soltanto banche ordinarie. Si iniziava quindi ad indebolire il legame tra banche ed industrie, il quale cessò definitivamente qualche anno dopo.

L'IMI, che venne introdotto nel 1931 e che aveva la possibilità di raccogliere denaro mediante la sottoscrizione di obbligazioni e non per mezzo di depositi, divenne in poco tempo il principale ente finanziatore delle imprese italiane. La durata massima dei finanziamenti concessi dall'IMI era di dieci anni.

La necessità della banca di emissione di essere rimborsata per i finanziamenti elargiti all'Istituto di Liquidazione, condussero alla formazione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale, nato con due sezioni distinte:

1. Sezione finanziamenti: permetteva l'erogazione di crediti anche di durata ventennale, integrando così le competenze dell'Istituto Mobiliare Italiano.
2. Sezione smobilizzi industriali: provvedeva alla liquidazione delle posizioni creditorie e riguardanti le partecipazioni azionarie. Si sostituì all'Istituto di Liquidazione e in seguito lo sopprese.

L'IRI seguiva il modello imprenditoriale e non quello burocratico e garantiva la provvista, non potendo effettuare depositi, solamente tramite l'emissione di obbligazioni. Si iniziò, con la scomparsa dell'Istituto di Liquidazione ad impiegare finanziamenti effettuati direttamente sul mercato ponendo fine a quelli basati sull'emissione di moneta della Banca d'Italia; venne quindi eliminato ciascun legame tra la banca di emissione e il sistema delle imprese, escludendo così definitivamente il coinvolgimento della prima nei salvataggi industriali.

La totalità dei debiti a durata protratta che erano stati contratti dalle principali banche miste e tutte le partecipazioni che ancora erano nel loro portafoglio bancario vennero trasferite con tre convenzioni nel 1934 nella sezione smobilizzi dell'IRI. Queste fecero il loro ingresso nell'area pubblica senza però possedere il titolo di ente pubblico, dato che conservavano la struttura societaria (Costi, 2012). L'IRI, in seguito a tale operazione, divenne la maggiore holding nel territorio italiano, possedendo oltre il 40% del capitale azionario. Rimasero due strutture operanti nel settore del credito all'industria ed in particolar modo specializzate nel credito a durata protratta, ossia l'IRI e l'IMI, che dovevano svolgere le funzioni precedentemente attribuite alla banca mista e che erano separate dagli istituti che si

occupavano di erogare credito a breve. A partire dal 1937 l'IMI aveva la possibilità di concedere finanziamenti per una durata di venti anni e ci fu l'eliminazione della sezione finanziamenti. Inoltre si assistette alla scomparsa della sezione smobilizzi che venne sostituita da un'organizzazione in grado di gestire, tramite il salvataggio di banche miste, le partecipazioni acquisite. Ci fu in questo modo la definitiva separazione tra l'IRI, che si occupava della gestione delle partecipazioni dello Stato e ricoprì il ruolo di ente pubblico, e l'IMI, che invece diventò l'ente di finanziamento industriale principale. Terminò così un lungo processo che ebbe inizio nel 1921 e si sviluppò poi con la sezione smobilizzi dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale e precedentemente con l'Istituto di Liquidazione.

### **3.3 Dalla legge bancaria del 1936-1938 al 1985**

Nel 1936 ci fu l'emanazione di alcuni provvedimenti per la disciplina del settore creditizio e per la tutela del risparmio, che portarono alla nascita di un complesso normativo, solitamente chiamato legge bancaria, il quale è stato il fondamento dell'assetto bancario italiano fino alla diffusione, nel 1993, del Testo Unico.

Per rispondere alla crisi vennero posti controlli e vincoli sull'attività bancaria e venne accentuato l'intervento dello Stato. Si stava inoltre delineando, all'interno del settore bancario, una distinzione abbastanza accentuata tra industrie e banche e le diverse tipologie di banche stavano consolidando i propri caratteri giuridici ed operativi.

I tratti principali della legge bancaria vennero elaborati all'interno dell'IRI. Ci fu la creazione di una struttura pubblica unica, caratterizzata da un comitato di ministri, presieduto dal capo di governo, e costituita da ministri economici da cui dipendeva l'organo statale, guidato dal governatore della Banca d'Italia e chiamato ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito. A questa organizzazione venne affidata la disciplina in materia creditizia e la difesa del risparmio. Il controllo delle imprese fu quindi nelle mani di una struttura politica alle cui dipendenze vi era un organo burocratico e non più a capo della Banca d'Italia e del Ministro delle Finanze. Inoltre venne affidato il compito di vigilare le imprese bancarie, precedentemente svolto dalla banca centrale, ad un organo della pubblica amministrazione. Nell'ordinamento bancario italiano si verificò una specializzazione delle imprese bancarie basata sulla lunghezza delle attività di raccolta e questo fu possibile grazie alla differenziazione tra enti che raccoglievano risparmio a medio lungo termine e quelli che lo facevano a breve termine.

La legge bancaria del 1936 ebbe alcune conseguenze:

- Attribuì agli organi pubblici molti poteri senza porre alcuna limitazione.
- Il mercato del credito era sempre più simile ad un oligopolio amministrativo, nel quale la competizione tra aziende era considerata poco significativa.
- Creò un apparato pubblico in grado di regolamentare il mercato e le imprese, tramite l'assegnazione di ampi poteri agli organi predisposti.

Il settore bancario, in prossimità dello scoppio della seconda guerra mondiale era caratterizzato da un'impronta dirigistica molto forte: in particolare il sistema dei cambi era monitorato da un organo politico e amministrativo il quale possedeva anche la facoltà di governare il sistema bancario mentre il Tesoro era in grado di ottenere informazioni straordinarie della Banca d'Italia.

Numerose riforme furono attuate nell'immediato dopoguerra:

- Nel 1944 ci fu la soppressione dell'ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito e i suoi poteri furono assunti dal Ministro per il Tesoro, così come i compiti precedentemente svolti dal comitato dei ministri vennero attribuiti al capo dell'ispettorato e del governo.
- Venne istituito, nel 1947, il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) a capo del quale vi era il Ministro del Tesoro a cui venne attribuita l'alta vigilanza in materia di tutele del risparmio, in materia di esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria, mentre le funzioni dell'ispettorato passarono alla Banca d'Italia (Costi, 2012).
- Nel 1948 il Tesoro non ebbe più la possibilità di procurarsi anticipazioni dalla Banca d'Italia le quali potevano essere ottenute solamente previa autorizzazione del Parlamento.
- Ampliamento delle strutture utilizzate per l'esercizio del credito a medio lungo termine.

I cambiamenti effettuati favorirono la tendenza alla privatizzazione del controllo bancario togliendolo all'organo amministrativo predisposto ed assegnandolo alla banca centrale. L'ordinamento creditizio, rafforzatosi nel periodo della ricostruzione, ovvero dal 1945 al 1952, rimase essenzialmente uguale per molti anni; nemmeno la nuova Costituzione determinò modifiche significative.

Alcuni aspetti consentirono di neutralizzare la concorrenza delle organizzazioni bancarie di altri Paesi e di conseguenza di garantire la stabilità del sistema creditizio italiano.

1. Il trasferimento di capitale, da soggetti che ne hanno in eccesso, come le famiglie, ad altri che invece sono in deficit, ad esempio la pubblica amministrazione e le imprese, era affidato al sistema bancario.
2. Quegli istituti bancari che possedevano il monopolio dell'intermediazione finanziaria lavoravano prevalentemente in presenza di una forte segmentazione di mercato.
3. Il mercato bancario venne preservato dall'interruzione delle autorizzazioni all'entrata, imposto dalle autorità creditizie.

Gli anni successivi furono caratterizzati dalla massiccia presenza di nuovi intermediari finanziari e prodotti che spinsero il sistema bancario ad orientarsi nella direzione dell'impresa e del mercato riuscendo così a migliorare la propria efficienza. Inoltre fu eliminata la segmentazione e si andò verso una despecializzazione del settore, grazie alla riduzione delle differenze fra le operazioni svolte dagli istituti e dalle aziende di credito, che allargarono la loro operatività. Nello stesso periodo si sviluppò il fenomeno della disintermediazione bancaria ovvero si verificò una contrazione della tradizionale attività delle banche e si diffusero forme di intermediazione come il *factoring* o il *leasing* chiamate parabancarie, e titoli atipici, in concorrenza con quelli utilizzati dalle società finanziarie. Tale situazione, caratterizzata dall'introduzione di nuovi intermediari finanziari mobiliari e non bancari, sollecitò l'intervento legislativo. Anche i rapporti tra il segmento assicurativo e bancario divennero, con la realizzazione di prodotti misti, le partecipazioni proprietarie reciproche e l'impiego della medesima rete per distribuire i rispettivi servizi che offrivano, più forti (Costi, 2012).

Tutte queste vicende evidenziarono, per gli istituti creditizi, l'esigenza di operare non soltanto nel settore bancario ma anche in quello dei mercati mobiliare e assicurativo. Il diritto del mutuo riconoscimento, in vigore dal 1993, rimosse ciascuna tipologia di protezione burocratica verso la competizione degli enti creditizi.

### 3.4 Il periodo successivo al 1985

Con la legge bancaria del 1926 e con quella del 1936-1938, nel concedere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, l'autorità si soffermò sulle esigenze economiche del mercato, ricorrendo a criteri formalmente discrezionali e legati al governo in carica. Dal 1985 invece le autorità presero le decisioni sulla base di criteri generali che perseguivano la solidità e la stabilità delle banche, senza interferenze di natura politica. Questo sistema era più adatto alla situazione in quel momento

presente sul mercato, derivante dall'importante processo di privatizzazione.

Le fasi della realizzazione del nuovo ordinamento bancario furono le seguenti:

- Distribuzione territoriale degli enti di credito ed ingresso sul mercato delle banche. Nel 1985, con l'emanazione della prima direttiva comunitaria, fu riconosciuto il diritto per un qualsiasi individuo avente i requisiti oggettivi richiesti dal provvedimento, di accedere sul mercato bancario per l'esercizio della propria attività. Venne eliminata la norma che dal 1962 caratterizzava il settore bancario, riguardante il blocco delle autorizzazioni. Inoltre le autorità creditizie non possedevano più la facoltà di monitorare l'articolazione territoriale degli istituti di credito. La direttiva del 1985:
  1. Permetteva di aprire nuovi succursali bancarie; potere che venne revocato nel 1989, con la seconda direttiva comunitaria.
  2. Escludeva la facoltà, per le autorità vigilanti di distribuire territorialmente le aziende creditizie nel miglior modo possibile, ad esempio chiudendo una filiale bancaria.
  3. Portò la corte Suprema ad abbandonare l'idea che l'attività bancaria presentasse le caratteristiche del servizio pubblico.
- Cambiamento nel modo di controllare lo svolgimento dell'attività bancaria: le autorità vigilanti poterono mettere delle limitazioni alla libertà dell'azienda, però senza imporre alcuna decisione. Ci fu una mutazione nello stile di monitoraggio: vennero adottati provvedimenti oggettivi, emanati in modo preventivo e che garantivano la piena libertà per gli enti di credito nel prendere le proprie decisioni. Non ci furono quindi più norme attuate senza trasparenza e a seconda della situazione che si presentava, ma un sistema vigilante, basato su coefficienti non soggettivi e volto ad assicurare agli enti creditizi sufficiente stabilità e liquidità, la solidità del patrimonio e la differenziazione degli impieghi.
- La banca da ente economico pubblico diventa una società per azioni controllata dalla pubblica amministrazione: si sviluppò la necessità di liberare le banche da vincoli legislativi e amministrativi, incompatibili con una gestione efficiente dell'impresa, ma si rivelò necessaria la creazione di strutture organizzative adeguate e capaci di garantire la corretta acquisizione di fondi propri necessari per fronteggiare i rischi. Con il decreto del 1990, gli enti di credito pubblici poterono eliminare lo stato d'inferiorità istituzionale che li caratterizzava, passando al modello della società per azioni. Un ulteriore provvedimento adottato sempre nello stesso anno, permise agli istituti creditizi pubblici, di ampliare il proprio operato nel medio lungo periodo, abbandonando anche la monosettorialità. Fu così possibile la realizzazione di imprese bancarie operanti in più settori e non soltanto nel breve termine.

- La disciplina dei rapporti tra banca ed industria: la nuova direttiva consentiva il controllo degli istituti bancari sulle società non finanziarie e il viceversa. Inoltre le imprese assunsero un ruolo importante nella proprietà delle aziende creditizie, grazie al passaggio delle banche in società per azioni e questa situazione poteva portare allo sviluppo di potenziali conflitti con i conseguenti pericoli da questi derivanti. La legge del 1990 impose che soggetti diversi dagli enti creditizi e dalle società finanziarie non potevano sottoscrivere oppure acquistare quote od azioni di un ente di credito che comportavano una partecipazione maggiore del 15% del suo capitale oppure che permettevano di assumere il controllo sullo stesso.
- Il regolamento della vigilanza sul settore bancario: Gli enti di credito, in questo periodo assunsero il controllo di società finanziarie di partecipazione, di commissionarie, di fiduciarie, di gestione di fondi comuni, di factoring e di leasing. Nacque in questo contesto il modello di gruppo bancario polifunzionale, che portò con sé l'esigenza da parte dell'ente di credito di controllare le società partecipate. Per tale motivo nel 1986 gli istituti di credito iniziarono ad accedere ai documenti delle società controllate relativi al proprio andamento economico e finanziario. Soltanto nel 1990 tuttavia venne inserita una vera e propria struttura organica di vigilanza.
- La legge di tutela della concorrenza e degli enti creditizi: la norma sull'*antitrust* venne estesa al mercato bancario nel 1990. La responsabilità del mercato e dell'attività delle banche venne attribuita agli enti di credito, che avrebbero dovuto quindi salvaguardare la competizione sul settore bancario allo stesso modo in cui questa era garantita negli altri mercati.

Il sistema dell'intermediazione finanziaria non bancaria era caratterizzato dall'assenza di una qualunque forma di controllo e questo poteva risultare pericoloso, non solo per sé ma anche per l'intero settore bancario. Venne risolto tale problema attribuendo prudenzialmente la vigilanza sulle imprese che si occupavano di concedere una qualsiasi forma di finanziamenti, alla Banca d'Italia. È stata così colmata una lacuna dell'ordinamento. Gli enti creditizi poterono controllare società di intermediazione mobiliare e svolgere le corrispondenti attività, ma il viceversa non era possibile. Si è inoltre evidenziata la necessità di un coordinamento tra le autorità di controllo.

I contenuti essenziali della seconda direttiva bancaria erano:

1. L'attività che gli enti di credito potevano esercitare negli altri Paesi, poteva essere svolta tramite operazioni compiute nello Stato di provenienza oppure per mezzo della realizzazione di una succursale.
2. L'autorità di controllo del Paese di origine doveva vigilare sulle attività effettuate nello stesso e sulle succursali degli enti creditizi nello Stato ospitante,

mentre la facoltà di attuare le politiche monetarie e di monitorare la liquidità della sede secondaria resta in capo alla vigilanza del luogo che ospita.

In questo periodo si adottò il principio di mutuo riconoscimento, su cui si basava la libertà di movimento dei servizi e delle merci. Il decreto 481/1992 si era preoccupato di consentire una maggiore operatività agli enti di credito che iniziarono a svolgere la totalità delle attività finanziarie, oltre a quelle bancarie ed eliminarono la differenziazione tra aziende ed istituti di credito. Gli enti di credito poterono assumere la forma di banca specializzata e gruppo polifunzionale oppure il modello della banca universale, a seconda di come ritenevano maggiormente adeguato. La Banca d'Italia vide l'ampliamento del suo potere normativo, tuttavia questo poteva essere utilizzato soltanto per assicurare una migliore coordinazione degli istituti di credito.

Nel 1993 il governo emanò il Testo Unico delle leggi in materia finanziaria e creditizia. La sua funzione era quella di organizzare tutti i provvedimenti più recenti in un unico testo normativo, eliminando le incertezze e le contraddizioni rilevate dalla legislazione bancaria. Il Testo Unico, che ha provato ad espandere le proprie idee anche oltre i confini del settore bancario interessando l'intero mercato finanziario, ha rimarcato i principi fondamentali alla base del nuovo ordinamento. Il Testo Unico infatti:

1. Dettava una disciplina per coloro che operavano nel settore finanziario.
2. Stabiliva che il funzionamento dei sistemi di amento doveva essere promosso dalla Banca d'Italia.
3. Dettava un regolamento per l'emissione di valori mobiliari in modo da non variare l'assetto ma garantendo comunque stabilità nel mercato mobiliare.

Il mercato finanziario restava sempre costituito da una serie di testi normativi non sempre coordinati perfettamente.

I principali interventi del Testo Unico sono stati:

- Chiarire l'esercizio dei poteri vigilanti da parte della autorità di credito ponendo particolare attenzione, oltre che alla competizione presente nel sistema finanziario, anche ad un corretto trattamento degli individui che dovevano essere controllati e alla loro efficienza e stabilità.
- Instaurare uno stretto rapporto tra le autorità creditizie e la comunità, la quale era responsabile dell'assestamento dell'ordinamento in seguito all'emanazione di nuove decisioni, direttive e raccomandazioni.

- Portare a conclusione l'opera di despecializzazione istituzionale: non ci si riferiva più ad istituti o aziende creditizie e nemmeno ad enti di credito ma alle banche.
- Cambiamenti nella regolamentazione delle attività di credito: è stata rimossa una grande quantità dei numerosi crediti speciali.

Negli anni Novanta, le uniche modificazioni erano legate alla necessità di dare attuazione alle direttive comunitarie. È proseguito il processo di privatizzazione sostanziale delle società bancarie e la dismissione delle partecipazioni è infatti divenuta necessaria nonostante fosse consentito alle fondazioni un periodo piuttosto lungo durante il quale dismettere le partecipazioni. Il mercato mobiliare ha visto un notevole sviluppo, mentre l'introduzione dell'euro non ha avuto una grande rilevanza.

All'inizio degli anni Duemila l'assetto bancario ha dovuto affrontare notevoli modifiche che comunque non hanno avuto ripercussioni sui principi base del Testo Unico del 1993. Il provvedimento più incisivo è stato la legge 262/2005 per la tutela del risparmio (Costi, 2012), nata in seguito ad alcuni scandali finanziari (Cirio e Parmalat) che avevano evidenziato diversi conflitti di interesse e le carenze del sistema di vigilanza. Essa ha inciso sul sistema bancario e finanziario. Rimase comunque inaffrontato il problema della molteplicità di organi di vigilanza che coesistevano in Italia, le cui competenze venivano a volte attribuite per soggetti, altre per funzione e altre volte ancora per attività. Il problema era che con la crescente integrazione fra segmenti del mercato finanziario era necessario almeno un migliore coordinamento.

La crisi finanziaria del 2007 ha imposto che venissero effettuati importanti salvataggi bancari con gravi costi per la finanza pubblica e conseguenti ripercussioni sulla quotidianità dei cittadini; pertanto, come sarà approfondito nel prossimo capitolo, sono state sollecitate ed attuate riforme importanti, soprattutto in materia di vigilanza.

### **3.5 Corporate Governance negli istituti bancari**

Poiché le banche sono tra le più importanti fonti, non solo di finanziamento, ma anche di governance esterna per le imprese, la Corporate Governance delle banche rappresenta un fattore cruciale per la crescita e per lo sviluppo. Nonostante la sua importanza, questo argomento è stato esplorato soltanto da un numero limitato di studi (Polo, 2007). Quando le banche si mobilitano in modo efficiente e allocano fondi, si verifica una riduzione del costo del capitale per le aziende, una crescita delle



risorse ed un conseguente aumento del rendimento e della produttività. Pertanto una governance debole si ripercuote su tutta l'economia con conseguenze negative per lo sviluppo economico. Se i manager degli istituti bancari devono far fronte a solidi meccanismi di governance, saranno più propensi ad allocare il capitale in modo efficiente e ad esercitare un governo societario efficace sulle imprese che finanziano. Al contrario, se i dirigenti godono di un'enorme discrezionalità e agiscono nel proprio interesse piuttosto che nella tutela degli azionisti, allora le banche avranno di conseguenza meno probabilità di destinare le risorse della società e applicare una buona governance sulle imprese (Levine, 2004). Un'efficiente Corporate Governance nel settore delle banche non rappresenta solamente un modo per ostacolare potenziali scandali finanziari ma anche quando non si hanno comportamenti scorretti, un controllo insufficiente può comunque condurre ad una scarsa gestione aziendale (Santella, 2006). Le crisi bancarie hanno evidenziato le drammatiche conseguenze della loro cattiva governance: hanno infatti paralizzato le economie, destabilizzato i governi e intensificato la povertà. Quando i dipendenti pensano soltanto ai propri obiettivi potrebbe aumentare la probabilità di fallimenti bancari e di conseguenza potrebbe ridursi la finanza aziendale e lo sviluppo economico.

Ci sono due pensieri contrastanti riguardanti la Corporate Governance delle banche: il primo secondo cui per gli istituti bancari valgono le medesime considerazioni fatte per il governo societario delle altre aziende; il secondo per il quale invece per le società finanziarie è necessaria un'analisi separata per una serie di motivi, tra cui:

1. Sono più indebitate e questo comporta un'accentuazione del conflitto tra azionisti e manager.
2. Sono caratterizzate da asimmetrie informative superiori rispetto alle altre imprese che rendono difficile la valutazione del profilo di rischio bancario aumentando il rischio morale dei dirigenti.
3. Possiedono passività in gran parte sotto forma di depositi, che sono disponibili su richiesta per i loro creditori, mentre le attività spesso assumono la forma di prestiti con scadenze più lunghe.
4. Possono modificare la composizione del rischio delle loro attività più rapidamente della maggior parte delle imprese non finanziarie.

Gli autori Macey e O'Hara (2003), sostengono che i direttori di banca sono tenuti a uno standard di cura più ampio, se non superiore, rispetto agli altri manager. La struttura dei bilanci bancari, in particolare la condizione di elevata leva finanziaria delle banche e la mancata corrispondenza nella struttura a termine e nella liquidità delle loro attività e passività, supporta l'argomento secondo cui i dirigenti bancari

dovrebbero avere doveri fiduciari nei confronti dei richiedenti fissi e di azioni. L'importanza delle banche per la stabilità del sistema finanziario parla anche di un loro ruolo pubblico più ampio nel sistema dei pagamenti e delle richieste di interessi sulle banche.

Caprio e Levine (2002) e Levine (2004) sono stati i primi autori ad approfondire il tema della Corporate Governance delle banche e hanno individuato tre elementi fondamentali che caratterizzano gli istituti bancari: la loro maggiore opacità rispetto alle società non finanziarie, la regolamentazione rigida cui sono assoggettati e il fatto di essere soggetti attivi nella Corporate Governance delle imprese.

### **3.5.1 Opacità delle banche**

Sebbene le asimmetrie informative affliggano tutti i settori, alcuni studi hanno dimostrato come queste siano presenti in misura superiore negli istituti bancari. Mentre nella maggior parte delle aziende tali problemi vengono risolti attraverso meccanismi basati sul mercato, questo non accade nelle società finanziarie, le quali sono soggette ad una regolamentazione governativa la cui logica è fondata sull'idea che le attività bancarie siano estremamente difficili da valutare per gli estranei e di conseguenza non sia possibile controllare adeguatamente gli amministratori delegati e gli azionisti.

Nelle banche, la qualità del prestito non è facilmente osservabile e può essere nascosta per lunghi periodi; inoltre è possibile alterare la composizione del rischio delle loro attività più rapidamente della maggioranza delle imprese non finanziarie e le banche possono facilmente nascondere i problemi estendendo prestiti a clienti che non possono onorare obbligazioni di debito precedenti. La difficoltà nel valutare le prestazioni di una società è quindi particolarmente diffusa nel settore bancario. Le maggiori asimmetrie informative tra insider e outsider rendono difficoltoso il monitoraggio dei manager da parte degli azionisti, riducono la possibilità di utilizzare contratti incentivanti per allineare gli interessi delle due parti considerate e facilitano lo sfruttamento di investitori esterni. Quando i risultati sono difficili da misurare e facili da manipolare nel breve periodo, i manager troveranno più semplice ottenere benefici privati a scapito dell'istituzione finanziaria. La maggiore opacità nel settore bancario rende molto complicato per i detentori di titoli e debiti il monitoraggio dei gestori bancari e il controllo delle banche dal trasferimento del rischio: infatti i proprietari hanno incentivo ad aumentare il profilo di rischio della banca, mentre i debitori non beneficiano di tale potenziale rialzo.

Tuttavia Flannery (2004) sostiene: "l'illiquidità del prestito e le informazioni

private su specifici mutuatari non devono necessariamente rendere le banche più difficilmente valutabili rispetto alle società non finanziarie. Così come molti prestiti non vengono scambiati in mercati secondari attivi, questo accade anche con attività delle altre imprese: ad esempio impianti e attrezzature, brevetti, capitale umano dei manager o crediti. Come possono gli investitori esterni valutare con precisione le emissioni di titoli pubblici di queste aziende?”. Al contrario, Morgan (2002) e Iannotta (2004) rilevano che le agenzie di *rating* sono più spesso in disaccordo riguardo le emissioni bancarie rispetto alle altre. Ritengono inoltre che parte dell’incertezza bancaria può essere causata da garanzie governative implicite e poco chiare sulle loro passività: la valutazione di mercato del rischio bancario sarà così più soggettiva e meno certa. Sebbene sia intrinsecamente difficile da valutare, esistono alcuni margini per aumentare la trasparenza bancaria e rafforzare così la disciplina di mercato.

“Se si deve trarre una conclusione univoca, si potrebbe dire che c’è spazio per l’intervento del governo per migliorare la governance nel settore bancario riducendo l’opacità delle banche. Ottimizzare le informazioni tramite un’adeguata divulgazione dovrebbe condurre ad un rafforzamento della disciplina di mercato e quindi incentivare gli osservatori potenziali delle banche ad operare nel miglior modo possibile” (Polo, 2007). Questa è la logica alla base del Nuovo Accordo di Basilea sul capitale.

### 3.5.2 Regolamentazione delle banche

Poiché le banche sono attori chiave nei sistemi nazionali di pagamento e di credito, praticamente tutti i governi le regolano e le controllano energicamente. Le banche sono quindi sottoposte ad una rigida regolamentazione e questo è dovuto principalmente a due motivi: la protezione dei depositanti e il rischio sistemico. L’assicurazione dei depositi e le banche centrali come prestatori ultimi sono gli strumenti principali che i governi hanno costruito per prevenire corse agli sportelli, contagio e rischi sistemici. Questi potrebbero portare all’azzardo morale delle banche, poiché diminuiscono l’incentivo dei depositanti a monitorarle e le conducono all’assunzione di maggiori rischi. L’azzardo morale giustifica la regolamentazione del capitale e il monitoraggio e la vigilanza sull’operatività delle banche. Più in generale, la natura altamente regolamentata dell’attività bancaria consente alle autorità di influenzare, o addirittura dominare, il governo societario delle banche. Prowse (1997) ha persino sostenuto che il più importante meccanismo di controllo aziendale nel settore bancario è l’intervento normativo. In sintesi, per prevenire il rischio sistemico, il governo ha introdotto meccanismi chiamati *safety net*, ma tale approccio produce incentivi errati su dirigenti bancari, azionisti e creditori e questo spiega l’introduzione di requisiti patrimoniali minimi speciali per le banche

e in generale di poteri assegnati ai regolatori, che possono costituire il principale meccanismo di controllo aziendale della banca. Tuttavia ci sono degli economisti che ritengono l'operato e l'efficacia di questa supervisione regolamentare bancaria basata su regole non determinante e sottolineano l'opportunità di migliorare la regolamentazione attraverso soluzioni del settore privato, ad esempio la disciplina di mercato.

Fino ad alcuni anni fa, le discussioni su questo argomento potevano basarsi solamente su prove tecniche o aneddotiche perché non esistevano dati completi su come le banche fossero regolamentate. Il primo lavoro empirico è fornito da Bart, Caprio e Levine, che hanno realizzato un database dettagliato sulla supervisione e sulla regolamentazione bancaria adottata in oltre 150 Paesi e che hanno condotto un'iniziale valutazione globale esaminando i tre pilastri di Basilea. Il risultato fu che il potenziamento della supervisione ufficiale diretta delle banche e il rafforzamento degli standard patrimoniali non stimolano il loro sviluppo né migliorano la loro efficienza, non riducono la corruzione nei prestiti e nemmeno la fragilità del sistema bancario. Le loro prove suggeriscono al contrario che rafforzare la supervisione ufficiale di vigilanza e i poteri disciplinari ostacola le operazioni produttive delle società finanziarie, accresce i comportamenti scorretti nella concessione di prestiti e danneggia l'efficacia dell'utilizzo delle risorse e del capitale disponibile. La maggior parte dei governi inoltre limita la concentrazione della proprietà bancaria e la capacità di terzi di acquistare una percentuale sostanziale della banca.

La ricerca esistente suggerisce quindi una strategia per le autorità che cercano di migliorare la governance bancaria:

1. In primo luogo è fondamentale che i governi riconoscano e limitino i comportamenti che vanificano la capacità e l'incentivo del settore privato a monitorare le banche. Inoltre, non ci si può aspettare che la supervisione del governo sulle banche statali sia approfondita e indipendente: in questi casi è essenziale intraprendere un programma per ridurre la proprietà del governo laddove è pronunciata.
2. Un secondo passo comporta la riduzione diretta dell'opacità delle banche migliorando il flusso di informazioni.
3. In terzo luogo, aprendo all'estero, le banche offrono un meccanismo diretto per creare pressioni concorrenziali nel settore bancario. Bart, Caprio e Levine (2001) hanno evidenziato che non era tanto la presenza di banche estere, quanto la contendibilità dei mercati, ad aver contribuito allo sviluppo e alla stabilità delle banche dei mercati emergenti. Le banche estere e l'ingresso straniero in altri mercati serviranno ad aumentare la competitività dell'economia in generale e a ridurre la dipendenza da rapporti familiari o conglomerati.

4. Infine i proprietari, le autorità di vigilanza e i mercati necessitano di incentivi chiari e forti per svolgere bene il proprio lavoro. Gli azionisti di controllo avranno l'incentivo a monitorare bene l'organizzazione soltanto nella misura in cui le proprie risorse siano realmente a rischio e ci sia la possibilità di ottenere profitti in cambio di operazioni bancarie sicure e solide.

### 3.5.3 Ruolo delle banche nel governo societario delle imprese non finanziarie

Le banche svolgono anche un ruolo importante come soggetti della Corporate Governance delle imprese non finanziarie: infatti se un istituto bancario è sottoposto ad un buon governo societario, questo si ripercuote sull'impresa con cui ha rapporti, in particolar modo permettendole di indirizzare meglio le proprie valutazioni e decisioni.

Per quanto riguarda le banche, si è soliti distinguere l'orientamento che contraddistingue le loro relazioni con altre società non finanziarie in due grandi categorie (Varetto, 2020):

1. *Transaction banking*: la relazione tra istituto bancario ed impresa è improntata alla convenienza a svolgere una determinata iniziativa; l'azienda consulta diverse banche e le mette in concorrenza tra loro per identificare quella più conveniente per i sistemi di pagamento, per operazioni di finanziamento, per una transazione in valuta estera e così via. L'impresa intraprende quindi rapporti con più banche e ciascun istituto bancario ha legami con molte società; nessuna relazione proseguirà per sempre e muterà nel tempo in base alla variazione del rapporto tra prezzo e qualità del servizio bancario. Spesso infatti accade che l'impresa interrompe il rapporto con una banca per instaurarne uno nuovo con un'altra in grado di fare condizioni migliori. In tale contesto in cui tutto è provvisorio, l'istituto bancario non è incentivato a conoscere approfonditamente l'impresa, evitando così di sprecare il tempo e i soldi necessari per farlo e cerca di tutelarsi tramite garanzie e per mezzo di un'elevata differenziazione del complesso dei crediti posseduti. I due soggetti considerati non si vincolano reciprocamente e nei momenti più difficili la banca abbandona l'impresa per non rimanere compromessa, o comunque esserlo il meno possibile, nei processi di gestione della crisi.
2. *Relationship banking*: il rapporto tra la banca e l'impresa è basato sull'instaurazione di una relazione di lungo periodo, orientata a massimizzare la redditività per la banca nel medio periodo, piuttosto che puntare ad ottimizzare i profitti di breve periodo basati sullo svolgimento di determinate attività. La società finanziaria ha relazioni con poche imprese e l'azienda opera soprattutto con

un numero ristretto di istituti bancari; tra questi, una banca, detta *mainsbank* o banca di riferimento, è quella con cui intrattiene la maggior parte delle operazioni e con cui stringe una vera e propria partnership. In tale contesto, la banca è interessata a conoscere a fondo l'impresa, le sue difficoltà e i suoi progetti futuri per riuscire così a collaborare nel suo sviluppo e per aiutarla nel caso si dovessero verificare alcuni problemi. Viene a generarsi una fidelizzazione reciproca tra impresa e banca. Quest'ultima deve sostenere elevate spese per poter ottenere e in seguito revisionare e sviluppare le informazioni di cui necessita e tali costi saranno poi ripresi dall'istituto bancario tramite la profittabilità che riesce, nel lungo termine, a generare dal proprio legame con l'azienda: infatti se la relazione fosse poco duratura o ambigua, alla banca non converrebbe sostenere queste spese. Anche l'impresa ha interesse a sviluppare un rapporto di tale natura: infatti, a fronte della trasparenza che deve garantire alla banca, può contare su un appoggio sia finanziario, sia di tipo consultivo. La relazione di lungo periodo consente alla banca di stabilizzare i redditi nel tempo, offrire tutti o quasi i suoi prodotti lungo l'arco della vita dell'impresa e recuperare nei momenti di solidità gestionale dell'impresa i sacrifici, in termini di riduzione dei tassi d'interesse e/o ridefinizione delle scadenze dei prestiti che deve sostenere nelle fasi di crisi dell'impresa. La società non finanziaria sa che nei momenti di difficoltà può trovare nella banca una controparte che sapendo valutare l'entità e la reversibilità della crisi può aiutarla concretamente ad esempio nelle questioni riguardanti la finanza aziendale oppure nel ricercare soggetti disposti a collaborare o investitori nelle situazioni ancora più complicate.

Tuttavia alcuni autori, come Edward e Fisher (1994), hanno evidenziato, nel loro studio inerente al sistema bancario tedesco, che le banche non esercitano un'influenza così rilevante nella governance delle società non finanziarie.

### 3.6 Struttura proprietaria delle banche

Per quanto riguarda il settore bancario, la teoria economica fornisce previsioni contrastanti sulla relazione tra concentrazione, competitività e fragilità delle banche. Secondo Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2006), alcuni argomenti teorici e confronti tra Paesi evidenziano che un settore bancario meno concentrato, con molte banche, è più incline alle crisi finanziarie rispetto a un settore bancario concentrato con poche banche. In primo luogo, i sistemi bancari concentrati possono aumentare il potere di mercato e i profitti delle banche. Gli alti profitti forniscono un cuscinetto contro gli shock avversi e aumentano il valore del *franchising* della banca, diminuendo gli incentivi per i proprietari di banche e i gestori ad assumersi rischi eccessivi e riducendo così la probabilità di difficoltà bancarie. Inoltre, alcuni ritengono

che sia più facile monitorare alcune banche in un sistema bancario concentrato piuttosto che controllare molte banche in un sistema bancario diffuso. In questa prospettiva, la vigilanza sulle banche sarà più efficace e i rischi di crisi sistemica saranno meno pronunciati in un sistema bancario concentrato. Oltre ai risultati sulla concentrazione e le crisi, i dati mostrano che restrizioni normative sulle banche inferiori, ossia minori barriere all'ingresso, riducono la fragilità del sistema bancario. Inoltre, Paesi con istituzioni nazionali che facilitano la concorrenza, in generale hanno una minore probabilità di subire una crisi bancaria sistemica. Pertanto, sistemi bancari più competitivi sono collegati a una minore fragilità finanziaria. Un punto di vista opposto è rappresentato dal fatto che una struttura bancaria più concentrata accresce la fragilità delle banche. Boyd e De Nicolo (2005) sostengono che l'argomento secondo cui il potere di mercato nel settore bancario aumenta i profitti e quindi la stabilità delle banche, ignora il potenziale impatto del potere di mercato delle banche sul comportamento delle imprese. Confermano che i sistemi bancari concentrati consentono un potere di mercato maggiore, il quale permette alle banche di aumentare il tasso di interesse che applicano alle imprese. Il modello teorico di Boyd e De Nicolo (2005), tuttavia, mostra che questi tassi di interesse più elevati possono indurre le imprese ad assumersi un rischio maggiore. Così, in molte parametrizzazioni del modello, si ha una relazione positiva tra concentrazione e fragilità bancaria. Allo stesso modo, Caminal e Matutes (2002) dimostrano che una concorrenza inferiore può portare a un minore razionamento del credito, prestiti di dimensioni superiori e maggiore probabilità di fallimento se i prestiti sono soggetti a un'incertezza moltiplicativa. Inoltre, i sostenitori del punto di vista della concentrazione-fragilità affermano che rispetto ai sistemi bancari diffusi, quelli concentrati hanno solitamente meno banche e i responsabili delle politiche sono più preoccupati per i fallimenti bancari quando ci sono solo poche banche. Sulla base di queste ipotesi, le banche nel sistema concentrato tenderanno a ricevere maggiori sussidi attraverso politiche implicite troppo importanti per fallire che intensificano gli incentivi all'assunzione di rischio e quindi aumentano la fragilità del sistema bancario.

L'avvenimento storico più importante riguardante l'assetto proprietario delle maggiori banche italiane è stato la loro privatizzazione che ha condotto alla totale scomparsa dello Stato italiano il quale ha eliminato circa il 75% delle azioni nel settore bancario.

Tale fenomeno ha portato alla nascita delle Fondazioni di origine bancaria (FOB), che hanno ricoperto un ruolo di notevole importanza poiché azionista di maggioranza in un gran numero di gruppi bancari. Un altro elemento rilevante è rappresentato dalla forte stabilizzazione del settore, iniziata e causata dall'utilizzo del sistema privatistico delle società per azioni e poi realizzata successivamente ad un notevole

numero di fusioni ed acquisizioni.

L'opera di privatizzazione del settore ha portato ad un processo di riduzione della concentrazione della proprietà azionaria per le banche quotate: nel periodo 1992-1996 il grado di concentrazione azionaria, che è stato misurato secondo l'indicatore della partecipazione del primo azionista, indice "c1", si è ridotto di oltre il 14%, scendendo dal 55,8% al 41%: questo viene confermato dalla diminuzione dell'indice "c3", individuante la concentrazione ottenuta dalla somma dei tre principali azionisti, che passa dal 66,6% al 61,6% e dell'indice "c" che invece rappresenta l'incidenza delle partecipazioni rilevanti, ovvero superiori al 2%, sul totale del capitale sociale, che passa dal 70,5% al 64,5% .

L'indicatore "c1", nel 1996, era pari al 47,3% per le società quotate, superiore di circa sei punti percentuali rispetto a quanto osservato per gli istituti creditizi: questo pare essere dovuto alle modalità di privatizzazione delle banche pubbliche necessarie nel quadriennio di riferimento, che in quattro casi su cinque è avvenuta per mezzo di collocamento in Borsa e solo in un caso con trattativa privata.

All'inizio degli anni Duemila, la situazione non sembra essere cambiata: nel 2006, gli indici "c1" e "c3" per le banche quotate erano rispettivamente del 26,3% e del 39%, mentre per le quotate non finanziarie erano del 45,1% e del 53,6%: questo rende evidente anche la tendenza alla diluizione della proprietà azionaria nelle quotate. Inoltre, le FOB mantengono un ruolo fondamentale: il valore è cresciuto dal 12,5% del 1990 fino al 18,6% del 2007. Inoltre, le stesse concentrano totalmente i loro investimenti in azioni quotate nel settore bancario: tale valore, infatti, si attesta al 5,5% del totale delle società quotate, con assenza di partecipazioni in società non finanziarie.

Interessante è considerare l'entrata di investitori esteri nel capitale degli istituti bancari italiani: prendendo come riferimento il periodo 1990-2007, si nota come siano cresciuti tra il 1990 e il 1998 dall'1,8% all'8,5% per poi declinare leggermente al 6,1% nel 2007. Questo può essere spiegato dal fatto che una più forte tutela verso le minoranze azionarie, può aver portato gli investitori esteri ad investire di più nel mercato e ad una maggiore differenziazione del portafoglio.

Per concludere, i risultati mostrano che le società finanziarie, considerando la composizione azionaria, non sono molto diverse dalle altre imprese quotate in Borsa. Il grado di concentrazione, prendendo come riferimento gli azionisti strategici, non è troppo lontano alla media del FTSE MIB ed anche in quelle situazioni nelle quali l'assetto proprietario è più frammentato, le percentuali non sono paragonabili al modello della public company. Inoltre, i dati evidenziano come il settore bancario



abbia seguito i principali andamenti verificatisi nelle strutture proprietarie degli istituti quotati:

1. Una “diluizione” delle partecipazioni di maggioranza;
2. Un ampio impiego dei patti parasociali;
3. Una dimensione del flottante stabile a circa il 50%, con difficoltà ad agire per il mercato per il controllo societario.

Prendendo come riferimento due delle principali banche italiane si può osservare come la percentuale di capitale posseduta dagli azionisti di maggioranza sia notevolmente diminuita rispetto al 2006: per quanto riguarda Intesa San Paolo il principale azionista detiene una quota pari al 6,2%; gli azionisti con quote rilevanti (superiori al 3%) rappresentano complessivamente il 15% del capitale.

UniCredit è una società pubblica controllata al 75% da investitori professionali, di cui circa i tre quarti situati fuori dall'Italia. La banca non ha un azionista o un gruppo di azionisti di maggioranza, così come non ha un partito di investitori o qualsiasi forma di patto di consultazione. UniCredit è una public company con un flottante pari al 100% delle azioni in circolazione. Gli azionisti con quote rilevanti rappresentano complessivamente solo il 16% del capitale.



## Capitolo 4

# La crisi finanziaria

La parola “crisi” deriva dal greco *krísis* (scelta, decisione) e può essere definita come: “stato di forte perturbazione nella vita di un singolo individuo o di un gruppo di soggetti, con effetti più o meno gravi” (Treccani). Il termine crisi viene utilizzato in molti contesti tra cui quello medico dove indica l’insorgenza improvvisa di un fenomeno violento ma di breve durata. L’espressione “crisi economica” è stata utilizzata per indicare momenti in cui i mercati si sono trovati in gravi difficoltà sia temporaneamente che persistentemente; in genere si parla di un violento passaggio dalla prosperità alla depressione, ma anche di periodi contraddistinti da disoccupazione, da una bassa crescita della produzione e della domanda oppure da un basso livello dei prezzi o dei profitti. Tutte le crisi economiche sono infatti precedute da un periodo di euforia con aumenti di prezzi e sottovalutazione dei rischi da parte degli intermediari finanziari. Le crisi finanziarie sono episodi, più o meno duraturi, di instabilità sui mercati con crollo dei valori e possibilità di fallimenti. Una delle maggiori crisi della storia, per le proporzioni che ha assunto e per le conseguenze che ha portato in molti Paesi mondiali, è stata la crisi finanziaria, che poi è diventata anche crisi economica, nota come Grande Recessione, che dapprima si è sviluppata negli Stati Uniti, per poi assumere carattere globale.

Di seguito vengono descritte più nel dettaglio le principali cause che hanno portato alla crisi finanziaria.

### 4.1 Deregolamentazione e politica monetaria

La deregolamentazione finanziaria e il rifiuto ad emanare nuove regole hanno contribuito in modo significativo alla crisi finanziaria. Greenspan, oppositore della regolamentazione, ha collaborato a contrastare i tentativi della Federal Reserve di disciplinare il settore finanziario. L’elezione di Clinton ha solo rafforzato l’ondata di

deregolamentazione: infatti il nuovo presidente riteneva che nell'economia moderna il modo migliore per la finanza americana di rimanere competitiva a livello globale fosse quello di eliminare le barriere che avrebbero potuto "soffocare" l'efficienza di una banca. Tra le varie leggi di deregolamentazione firmate da Clinton c'era il *Riegle-Neal Act* del 1994 che abrogò il *McFadden Act* del 1927, una norma che vietava l'attività bancaria interstatale. Le banche potevano ora espandersi aprendo filiali oltre i confini statali. Con l'approvazione del *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* (GLBA) del 1999, le banche d'investimento, commerciali e assicurative potevano fondersi in un'unica entità. La banca commerciale Citicorp e la compagnia di assicurazioni Travellers Group si sono fuse per formare Citigroup, la compagnia fornitrice di servizi finanziari più grande a livello mondiale, un'azione illegale ai sensi del *Glass-Steagall Act*. Ciò ha aumentato drasticamente le dimensioni delle banche e alcune sono diventate "troppo grandi per fallire", hanno iniziato a prendere decisioni rischiose; sapevano che se avessero fallito, il governo avrebbe dovuto salvarle per forza, altrimenti il loro crollo avrebbe avuto un enorme impatto sull'economia. Inoltre, a causa della mancanza di regolamentazione, sono aumentate le pratiche commerciali non etiche da parte di prestatori di mutui e dirigenti bancari. Segue poi un'ondata di liberalizzazione che nel 2004 coinvolge le cinque maggiori banche di investimento, che vengono esentate dal rispetto dei vincoli sul rapporto di *leverage* massimo che gli istituti bancari potevano sostenere: tale rapporto era 5 a 1 ovvero per ogni dollaro detenuto, potevano impiegare o investire cinque dollari. Così facendo si giunse a livelli di leva molto superiori a quanto era stato solitamente concesso, raggiungendo anche un rapporto di 33 a 1. Un altro aspetto scatenante la crisi finanziaria fu la politica monetaria eccessivamente accomodante della Federal Reserve statunitense all'epoca di Greenspan. Durante la recessione, in seguito allo scoppio della bolla di Internet e alla caduta delle Torri Gemelle dell'11 settembre 2001, la FED abbassò il suo tasso chiave all'1%, causando un'eccessiva creazione di denaro e stimolando la domanda di abitazioni. Infatti bassi tassi d'interesse corrispondevano ad un basso costo del denaro che rese poco caro il ricorso all'indebitamento e facilitò l'emissione di mutui, soprattutto quelli immobiliari.

## 4.2 Lo strumento della cartolarizzazione

Oltre ai bassi tassi d'interesse un'altra causa dello scoppio della crisi finanziaria è stata il progressivo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione. Queste ultime, se utilizzate in modo corretto e non opportunistico, erano uno strumento utile alle banche per poter soddisfare la domanda di mutui che non riuscivano a finanziare con i tradizionali canali di raccolta.

Sin dall'inizio degli anni '90 il governo americano ha favorito la proprietà immobiliare, sollecitando gli istituti bancari affinché agevolassero l'accesso ai mutui da parte degli individui più poveri, così che riuscissero ad avere la casa di proprietà e realizzare in parte il sogno americano di benessere ed integrazione sociale. Per una serie di motivi i profitti bancari derivanti dal tradizionale business di concessione dei prestiti si erano profondamente erosi, riducendo i tassi di investimento del sistema bancario. Per recuperare redditività le banche riorientarono il loro modello di business, spostandosi sull'attività di trading e di investimento in titoli: dal modello *originate-to-hold* passarono al modello *originate-to-distribute*. Nel primo sistema, tipico delle banche tradizionali, le attività ed i rischi ad esse associati sono conservati nei bilanci della banca, mentre il secondo modello è caratterizzato dallo spostamento dei crediti dagli istituti bancari alle società veicolo e dal conseguente loro trasferimento dalle *special purpose vehicle* ai mercati finanziari mondiali. Sfruttando la facilità di erogazione dei mutui immobiliari, le banche americane, ma non soltanto, si sono quindi buttate sul nuovo business, guadagnando non dagli interessi sui mutui tenuti fino alla scadenza, ma dalle commissioni di concessione dei mutui stessi, che venivano poi immediatamente ceduti ad altri investitori nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione. I mutui sono stati così impacchettati in società veicolo che li hanno acquistati ed hanno ricollocato le obbligazioni emesse per finanziare tale acquisto: il rischio di insolvenza è stato così moltiplicato e nascosto. Questo meccanismo ha dato vita al sistema bancario ombra, costituito da società che svolgono molte operazioni spettanti alle banche e che si comportano come tali ma che in realtà non lo sono e questo per evitare tutti i controlli e le regolamentazioni a cui gli istituti bancari sono soggetti. Il problema del nuovo modello, basato sulla cartolarizzazione, è che consente alle società finanziarie l'erogazione di un maggiore livello di credito senza il bisogno di considerare il rischio di insolvenza. Lo strumento della *securitization* comporta un affievolimento degli incentivi per misurare correttamente il credito, portando in questo modo ad una riduzione nella qualità dei prestiti.

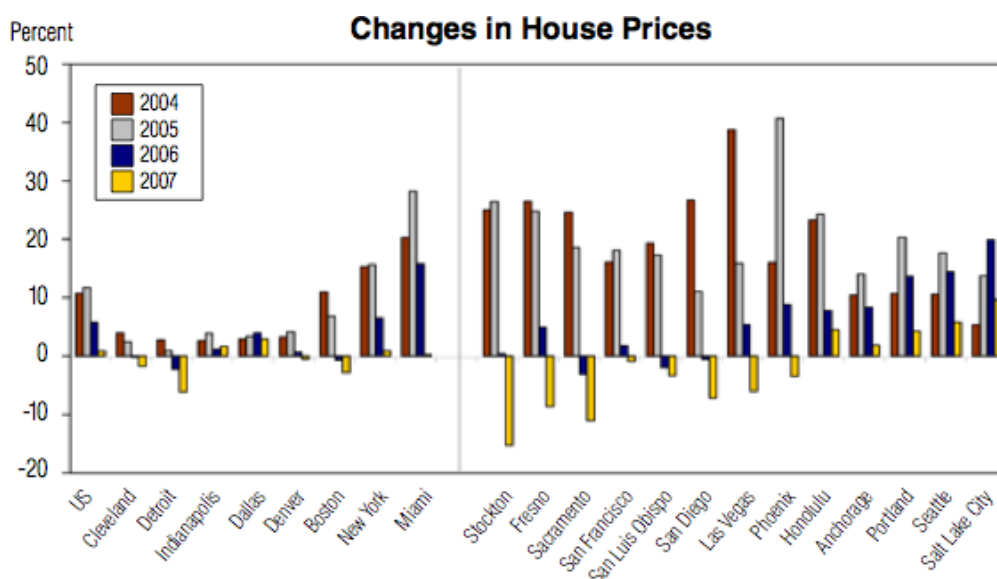
Molte società veicolo erano emanazione delle stesse banche: in base ai principi contabili allora vigenti, se la quota di proprietà della stessa banca nella società veicolo era sufficientemente limitata, l'istituto bancario poteva non consolidarla nel proprio bilancio mettendo in luce un ammontare di rischi più limitato di quello effettivo. In realtà i rischi non erano stati diversificati e redistribuiti, ma moltiplicati: gli ABS (*Asset-backed-securities*) sono stati reimpacchettati in altre obbligazioni chiamate *Collateralized-debt-obligations* (CDO), cedute agli azionisti e ai creditori. La moltiplicazione dei rischi fa sì che l'insolvenza di un mutuatario abbia ripercussioni su più investitori. I nuovi principi contabili emanati dopo la crisi hanno notevolmente ridotto la possibilità per le banche di trasferire nei bilanci i rischi assunti. I titoli connessi alle cartolarizzazioni sono rapidamente diventati molto appetibili per gli elevati rendimenti che procuravano, a fronte

di rischi apparentemente molto bassi, generando una domanda cospicua che ha determinato una rapida espansione del processo. La cartolarizzazione ha consentito alle banche di non tenere i mutui ed i rischi connessi sui loro libri contabili, risparmiando il capitale di vigilanza che avrebbero dovuto allocare se avessero tenuto i rischi. Il fatto di poter cedere rapidamente i mutui ha ridotto la convenienza delle banche a valutare la solvibilità dei mutuatari, concentrandosi sull'attività di promozione della domanda di mutui immobiliari, ad esempio costruendo mutui attraenti con basse, o addirittura nulle, rate iniziali, con tassi di interesse civetta e fornendo pochissime informazioni agli acquirenti dei prodotti finanziari. Ciò ha condotto alla concessione di mutui a fasce sempre più rischiose di famiglie, che desiderose di possedere una casa si sono pesantemente indebitate senza averne i mezzi economici, sfruttando l'accrescimento dei prezzi delle abitazioni e la grande disponibilità di offerta a tassi bassi. Nel caso in cui il proprietario non fosse riuscito a retribuire le rate del prestito, poteva acquistare un'altra casa sottoscrivendo un nuovo mutuo, rivendendo l'abitazione ad un prezzo maggiore rispetto a quanto speso per acquistarla, restituendo il prestito e mantenendo il differenziale; questo è però possibile soltanto se i prezzi immobiliari sono sistematicamente in crescita. In questo contesto di bassi tassi di interesse, molti investitori hanno sottoscritto titoli cartolarizzati, sia negli USA che nel vecchio continente; ciò ha consentito la diffusione della crisi dall'economia statunitense a quella europea. Grazie all'effetto delle cartolarizzazioni, dunque, le banche tornavano a disporre rapidamente dei soldi prestati, i quali potevano essere riutilizzati per sottoscrivere nuovi mutui ad una clientela la cui attendibilità era stabilita in modo via via meno accurato. Con la securitization, gli istituti bancari riuscirono ad ampliare notevolmente il proprio business basato sul capitale proprio, ricorrendo alla leva finanziaria. Questo gli permetteva da un lato la realizzazione di grandi guadagni, ma dall'altro rischiavano di ottenere enormi perdite.

Dalle attività di securitization si originarono elementi strutturati, caratterizzati da elevata complessità, illiquidità ed opacità. Questi ultimi venivano solitamente negoziati nei mercati non regolamentati (OTC), ovvero esternamente ai circuiti borsistici ufficiali e per questo il loro valore era in continuo cambiamento e scorrelato in relazione al trend delle borse mondiali. Le agenzie di rating ebbero, in questa situazione di incertezza e difficoltà nel trattare e valutare prodotti poco strutturati, un ruolo molto importante nella loro valutazione. Apparve chiaro, successivamente all'espansione dei mutui subprime, l'adozione da parte delle agenzie, di modelli poco accurati e inadeguati. In particolare risultò evidente l'assegnazione di rating troppo ottimistici e la non rapidità nel cambiare i propri giudizi (Consob).

### 4.3 I mutui subprime e la bolla immobiliare statunitense

I bassi tassi d'interesse hanno incentivato anche le famiglie statunitensi che non avevano adeguate opportunità economiche ad indebitarsi. In questo periodo sono esplosi i mutui subprime, ovvero dei finanziamenti erogati ad una fascia di soggetti ad alto rischio di insolvenza, con problemi pregressi come debitori, ad esempio pignoramenti, ritardi, inadempienze o fallimenti. Tali mutui sono rischiosi per la banca poiché non è sicuro che le persone riusciranno a ripagare il debito, tuttavia venivano concessi poiché il forte aumento dei prezzi delle case e lo strumento della cartolarizzazione permetteva di coprirne i rischi. La maggior parte dei prestiti era a tasso variabile oppure misto, ovvero era legato al tasso stabilito dalla Federal Reserve: le quote quindi aumentavano al crescere dei tassi d'interesse e decrescevano con il loro diminuire. Approvati anche da Clinton e da Bush sono diventati un vero e proprio boomerang per l'economia statunitense e sono considerati la causa principale dello scoppio della crisi finanziaria. Lo sviluppo dei mutui subprime inoltre favorì l'espansione della bolla immobiliare.



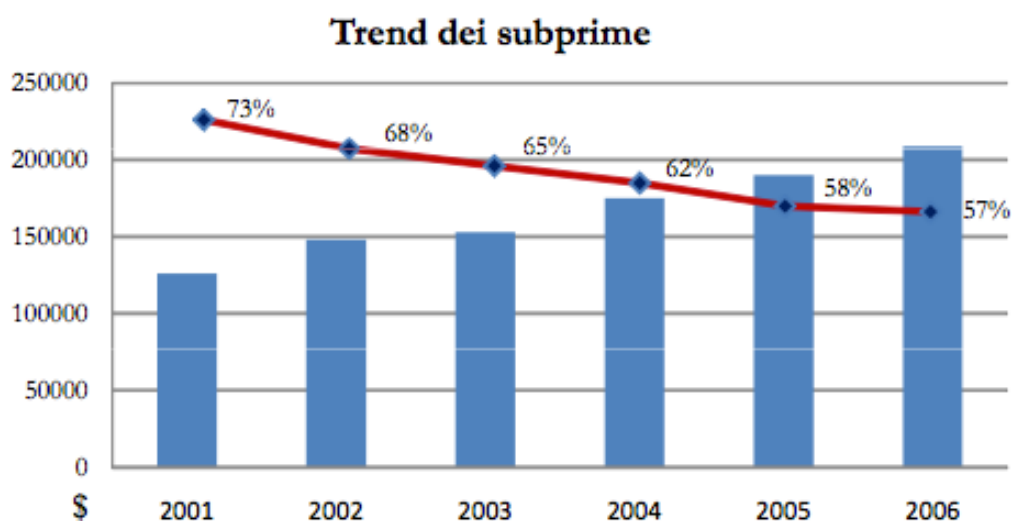
**Figura 4.1:** Variazioni dei prezzi delle case nel periodo 2004-2007

Fonte: Office of Federal Housing Enterprise Oversight

La figura evidenzia l'andamento percentuale dei prezzi delle abitazioni statunitensi negli anni dal 2004 al 2007. È possibile notare come già a partire dal 2006, ma

soprattutto nel 2007, ci fu una minore crescita dei prezzi, fino ad arrivare in alcuni casi anche alla decrescita degli stessi.

Nei tre anni precedenti lo scoppio della crisi, le banche e gli altri istituti finanziari degli Stati Uniti arrivarono ad erogare prestiti ipotecari per un ammontare totale di circa 9000 miliardi di dollari. L'economia americana è vero che cresceva, ma tale sviluppo era dovuto soprattutto ad un consumo finanziato da tali prestiti: nel 2004 la percentuale di debiti raggiunse il 27.3%, mentre tra il 2000 e il 2005, il tasso d'indebitamento delle famiglie statunitensi arrivò rapidamente al 16%, dopo essere cresciuto ad un tasso pari a circa il 9.2% negli anni precedenti.



**Figura 4.2:** Trend della concessione dei mutui subprime negli USA nei 5 anni precedenti la crisi

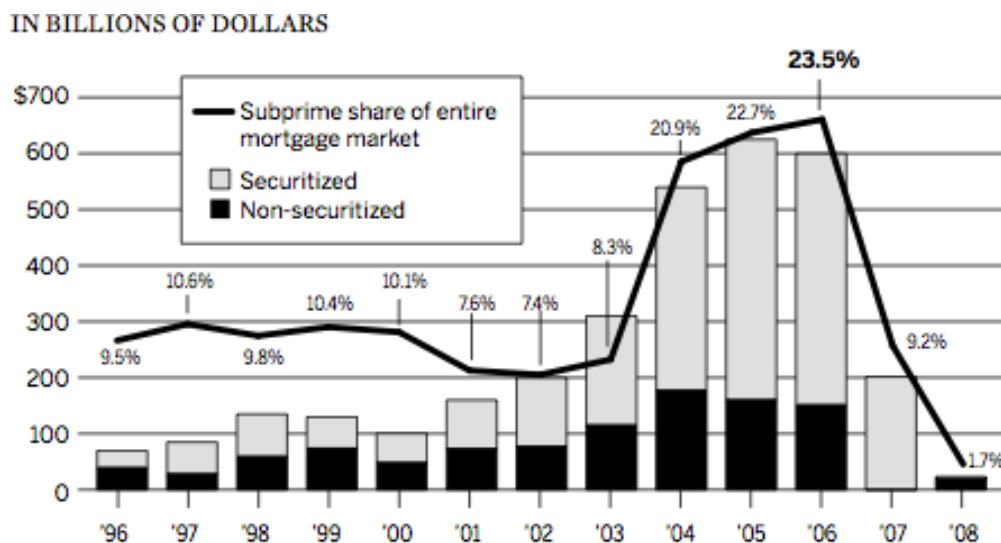
Fonte: Il Sole 24 Ore

Il grafico mostra come la dimensione media in dollari dei mutui sia progressivamente cresciuta nel periodo tra il 2001 e il 2006, mentre la documentazione richiesta per accedere a tali mutui è via via diminuita negli anni.

## 4.4 La crisi dei mutui subprime

La figura evidenzia come la percentuale dei mutui subprime rispetto alla totalità di quelli erogati negli Stati Uniti tra il 1996 e il 2008, abbia raggiunto il picco massimo nel 2006, poco prima dello scoppio della bolla immobiliare, ma si nota come l'aumento dell'erogazione di tali mutui risalga già al 2003. Inoltre è possibile osservare l'ammontare di mutui cartolarizzati.





**Figura 4.3:** Il mercato dei mutui negli Stati Uniti nel decennio precedente la crisi. (Dati in miliardi di dollari)

Fonte: The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition

Gli istituti bancari maggiormente coinvolti nella negoziazione di finanziamenti ad una clientela ad alto rischio di insolvenza subirono ingenti perdite. Nel 2008 si verificò un deterioramento, operato dalle società di rating, del grado di affidabilità creditizia dei titoli cartolarizzati (*downgrade*). Le special purpose vehicle iniziarono a domandare risorse alle società finanziarie responsabili dell'emissione di tali titoli; tuttavia qualcuna non riuscì a recuperare la liquidità di cui necessitava. Tutto ciò ha determinato perdite creditizie e svalutazioni nei bilanci per coloro che possedevano quei prestiti e i titoli ad essi collegati. La crisi di fiducia sui mercati si trasformò in una crisi di liquidità (Consob). L'aumento dei tassi dell'epoca di Bernanke alla FED ed una parallela diminuzione dei prezzi delle case ha condotto ad un aumento delle rate dei mutui, gettando in difficoltà un numero sempre maggiore di famiglie che iniziarono a non pagare più le rate e generando un aumento delle insolvenze sui mutui subprime. Si è verificata una crisi sistemica, in cui molti mutuatari sono diventati insolventi contemporaneamente. Il mercato è entrato nel panico perché nessuno sapeva chi possedesse quei titoli e quei rischi ed in quale quantità. Ciò ha condotto al crollo del mercato delle obbligazioni e immobiliare, determinando svalutazioni e difficoltà di liquidità. Per recuperare liquidità e liberarsi dei titoli tossici gli intermediari hanno iniziato a vendere attività finanziarie sul mercato, innescando una profonda caduta delle quotazioni azionarie e obbligazionarie, anche per quelle società coinvolte soltanto indirettamente dalla crisi. Il panico è infatti pervasivo e la mancanza di fiducia, dovuta a carenza di informazioni credibili, si è

estesa anche a banche ritenute *too-big-to-fail*, rendendo assai difficile l'emissione di azioni bancarie per la loro ricapitalizzazione. La domanda di CDO si è interrotta bruscamente e nel luglio 2007, due degli hedge fund di Bear Stearns sono falliti. Gli elevati rapporti di leva finanziaria di Bear Stearns hanno trascinato la banca sull'orlo della bancarotta. Il 17 marzo 2008, Bear Stearns è stata venduta a JP Morgan a due dollari per azione, un accordo supportato da un salvataggio della Federal Reserve (Godoy, 2008). Fu il primo grande fallimento bancario innescato dalla crisi. A settembre dello stesso anno, Henry Paulson e Timothy Geithner, a capo della Federal Reserve di New York, convocarono una riunione di emergenza con i CEO delle principali banche per salvare Lehman Brothers e Merrill Lynch (Ferguson, 2010). Entrambe avevano avuto gravi problemi finanziari, per il fatto che alcuni dei loro titoli precedentemente redditizi erano diventati inutili con il crollo del mercato dei mutui subprime. A seguito di tale incontro, Merrill Lynch è stata acquisita il 14 settembre 2008 dalla Bank of America per cinquanta milioni di dollari. Ma quando Barclays, una banca britannica, ha cercato di acquistare Lehman Brothers, l'accordo è stato respinto dal governo inglese, che voleva una garanzia finanziaria dalle autorità statunitensi per assicurare che qualsiasi acquisizione non avrebbe potenzialmente destabilizzato il settore finanziario britannico. Ma a differenza di quanto accaduto con Bear Stearns, Paulson ha rifiutato la richiesta di una garanzia, quindi l'accordo è saltato (Ferguson, 2010). A seguito di questa battuta d'arresto per Lehman Brothers, la Federal Reserve ha chiesto la bancarotta prima della mezzanotte del 14 settembre per calmare i mercati colpiti dal calo dei prezzi delle azioni. Il CEO di Lehman Brothers, Richard S. Fuld, ha obiettato, avvertendo che il fallimento avrebbe solo sconvolto ulteriormente i mercati (Ferguson, 2010). L'istituto d'investimento non venne assistito e supportato dallo Stato oppure da individui privati e il 15 settembre 2008, dichiarò il proprio fallimento. Questo evento generò un ulteriore periodo di instabilità, generando incertezza sui mercati e preoccupazione diffusa tra gli operatori e le altre banche. Nel frattempo, anche banche come Morgan Stanley e persino Goldman Sachs ebbero enormi deficit di capitale. Il fallimento di Lehman Brothers può essere considerato come il più grande nella storia delle bancarotte mondiali e innescò il crollo del mercato, con l'interruzione di molte operazioni commerciali negli Stati Uniti e il verificarsi di licenziamenti di massa (Ferguson, 2010). La crisi ha coinvolto il mercato dei CDS (*credit default swap*) e le compagnie di assicurazione che hanno partecipato direttamente al business di titoli cartolarizzati. Per arginare la crisi, le banche centrali hanno inondato il mercato di liquidità, tenendo i tassi d'interesse sotto controllo e sono intervenute con varie iniziative per favorire la ricapitalizzazione delle banche. Ne è seguito il progressivo spostamento della crisi dai bilanci bancari ai bilanci degli Stati. Dal comparto finanziario la crisi si è gradualmente estesa a quello dell'economia reale. Il gigante assicurativo AIG aveva venduto, infatti, molti CDS alle banche di investimento, aspettandosi che un'ondata massiccia di

insolvenze fosse impossibile. Tuttavia, l'enorme fallimento dei CDO sottostanti ha fatto sì che AIG non fosse pronta a ripagare tutti i CDS che aveva venduto. Ciò ha quasi causato il fallimento della compagnia, che ha paralizzato molte attività assicurative, tra cui il settore aereo (Ferguson, 2010). Il tasso di disoccupazione salì ad oltre il 10% e i pignoramenti raggiunsero i sei milioni all'inizio del 2010 (Ferguson, 2010). L'economia statunitense era stata quasi decapitata. La crisi si diffuse rapidamente all'economia europea, generando in tutto il mondo oltre che un crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle case, anche una riduzione di reddito ed occupazione, con conseguenze sui consumi e sugli investimenti delle famiglie.

## 4.5 Azioni di vigilanza

Le *due regulations* che erano state poste alla base della finanza del nuovo millennio, i principi IAS (*International Accounting Standards*) e Basilea II, sono entrambe imputate di aver contribuito alla crisi finanziaria: i principi IAS, con la richiesta di valutare al *fair value* le attività finanziarie hanno costretto le banche e gli altri intermediari finanziari a riconoscere le perdite economiche ed a svalutare i loro patrimoni contribuendo ad ampliare l'estensione e la profondità della crisi. La normativa di Basilea II, entrata in vigore all'inizio del 2008 e quindi incolpevole, è accusata di aumentare la prociclicità dei requisiti di capitale di vigilanza. Anche le agenzie di rating sono ritenute complici, corresponsabili della crisi per il ruolo svolto nella valutazione della rischiosità delle tranches di titoli cartolarizzati. Il loro errore forse più grave è stato quello di assimilare le tranches dei prodotti strutturati (ABS e CDO) a titoli obbligazionari con la stessa classe di rating: molto spesso le tranches erano molto sottili, con dimensioni di pochi punti percentuali del capitale; in condizioni normali queste tranches potevano restare indenni dalle insolvenze, ma durante la crisi, con l'aumento delle *default correlations* potevano venire interamente cancellate. Le differenze tra un'obbligazione BBB od A ed una tranche sottile con rating analogo non sono state considerate dagli investitori; inoltre i CDO costruiti con tranches BBB di ABS erano molto più rischiosi di CDO basati su obbligazioni BBB (Varetto, 2020).

Oltre ad interventi per salvare e nazionalizzare le società finanziarie in maggiore difficoltà, in molti Paesi, i *securities regulators* presero provvedimenti urgenti. In particolare nel periodo successivo alla crisi ci fu (Varetto, 2020):

- Nuova importanza per il rischio di liquidità e grande attenzione agli stress test ad esso associati.
- Riduzione dell'indebitamento delle banche e degli altri intermediari, con forti vincoli sui livelli minimi di capitale che devono essere detenuti.

- Eliminazione dei titoli più articolati e di complessa valutazione per gli investitori.
- Regolazione più stringente delle agenzie di rating.
- Attenuazione od eliminazione della prociclicità della regolamentazione di Basilea.
- Estensione della normativa di Basilea verso tutti gli intermediari.
- Attenuazione delle conseguenze dell'applicazione del fair value ai bilanci.
- Ritorno dell'intervento dello Stato nell'economia, anche se con forme diverse rispetto al passato, tramite ad esempio la reintroduzione di regole e controlli sui mercati finanziari oppure ponendo attenzione alle stock options dei dirigenti. Inoltre ci fu la progettazione di istituzioni internazionali in grado di gestire la globalizzazione finanziaria, disciplinandone gli eccessi.

#### 4.5.1 Provvedimenti adottati in Europa

In Europa, la prima importante banca ad essere salvata e nazionalizzata fu la britannica Northern Rock, specializzata in mutui immobiliari e il cui salvataggio richiese 110 miliardi di sterline. Anche i governi di Francia, Olanda, Belgio e Germania hanno ricapitalizzato le proprie banche in crisi ed esteso le garanzie sui depositi. La Dexia, banca franco-belga con sede a Bruxelles, fu costretta a ricorrere al salvataggio statale sia con iniezioni di liquidità da parte del governo belga, francese e del Lussemburgo, sia con garanzie statali promosse dagli stessi governi. Inoltre, avendo anche una succursale americana a New York, ricevette aiuti dalla FED. Il gruppo di banche ed assicurazioni Fortis SA, con sedi in Belgio e nei Paesi Bassi, fu "spacchettato" ed acquisito dai governi di Lussemburgo, Belgio e Paesi Bassi, oltre che da istituti di credito tra cui la BNP Paribas. La terza grande banca europea ad essere salvata fu la Hypo Real Estate (HRE), banca tedesca specializzata nel credito immobiliare. Anche questo istituto, travolto dalla crisi dei mutui subprime, annunciò il fallimento e la necessità di un piano di risanamento di 30 miliardi di euro. L'interessamento iniziale della Deutsche Bank e di altre banche venne meno nel momento in cui fu evidente che le difficoltà della HRE fossero state sottostimate. Il governo tedesco, tramite il SoFFin (SonderfondsFinanzmarktstabilisierung), piano creato appositamente dal Bundestag nel 2008 per ripristinare la fiducia nel sistema bancario, acquisì il 90% dell'istituto di credito in bancarotta con un esborso di 102 miliardi di euro. Complessivamente vennero stanziati in Europa 3166 miliardi di dollari e ci fu, nei Paesi interessati dai salvataggi, un innalzamento significativo del debito pubblico. Ad esempio in Spagna, il debito sovrano è aumentato di ventidue punti percentuali tra il 2006 e il 2008, mentre in Portogallo del 27%. In generale

la produzione europea, così come quella mondiale, diminuì nell'autunno del 2008, per poi entrare in una fase di recessione nel 2009. Soltanto al termine del 2011 le banche italiane sono state coinvolte nei rilevanti interventi pubblici. Alcune riforme politiche attuate in Italia hanno incrementato l'occupazione pro capite ma hanno condotto ad una diminuzione della produttività nel breve periodo.

#### 4.5.2 Provvedimenti adottati negli USA

Durante e dopo la crisi finanziaria, il governo americano ha attuato enormi salvataggi e ha introdotto nuovi regolamenti per evitare che si ripetessero gli stessi errori del passato. Il 7 settembre 2008, Henry Paulson ha annunciato l'acquisizione di Fannie Mae e Freddie Mac, entrambe sul punto di crollare (Ferguson, 2010). Il 16 settembre, la Federal Reserve ha accettato di concedere ad AIG un prestito di 85 miliardi di dollari e ha rilevato la società in difficoltà per prevenire un'implosione totale dell'economia statunitense (Andrews, 2008). Il 19 settembre, Paulson e il presidente della Federal Reserve Ben Bernanke hanno chiesto al Congresso un salvataggio bancario di 700 miliardi di dollari per prevenire un crollo economico catastrofico (Ferguson, 2010); alla fine ne furono utilizzati 7700 miliardi. Circa due settimane dopo, il presidente Bush ha firmato l'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008, che ha istituito il TARP (*Troubled Asset Relief Program*) per l'acquisto di asset tossici dalle banche in difficoltà e per riportare la fiducia nei mercati finanziari (Kenton, 2019). Ciò includeva anche il salvataggio di AIG. Dopo che Obama divenne presidente degli Stati Uniti, venne istituito il PPIP (*Public-Private Investment Program*) per aumentare la liquidità dei beni *legacy* detenuti dalle banche (Stiglitz, 2010). Sebbene lo scopo dichiarato del PPIP fosse quello di integrare il TARP acquistando asset legacy da istituzioni finanziarie (Chen, 2018), l'economista Paul Krugman ha affermato che il suo scopo effettivo era quello di sovvenzionare azionisti, gestori patrimoniali e creditori attraverso prestiti pro-soluto, per incoraggiare l'offerta di beni (Krugman, 2009). Nel 2010, il presidente Obama ha firmato il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* che ha conferito alla Federal Reserve nuovi poteri per regolamentare le banche, ha creato il *Consumer Financial Protection Bureau* e ha proibito alle banche di utilizzare il denaro dei depositanti per anticipare i profitti aziendali e di possedere, investire o sponsorizzare hedge fund e fondi azionari (Chen, 2019). Sebbene Dodd-Frank abbia introdotto molte importanti riforme, alcuni hanno criticato la legge per non aver ripristinato completamente le barriere normative finanziarie che un tempo proteggevano l'America, né per aver impedito la crescente concentrazione del settore finanziario in poche grandi banche (White, 2018).



## Capitolo 5

# Chief Executive Officer

In questo capitolo sono innanzitutto elencati i motivi per cui l'amministratore delegato, o Chief Executive Officer (CEO), ha acquisito sempre maggior importanza e le aspettative che gli azionisti, ma in generale tutti gli stakeholders, ripongono verso queste figure. Successivamente si espone il pensiero contrastante delle due teorie riguardanti la pratica della CEO-Chair Duality.

### 5.1 Il ruolo del CEO

Lo Chief Executive Officer assume un'importanza rilevante nell'organigramma aziendale: infatti il CEO rappresenta il ruolo esecutivo più alto ricoperto all'interno di una compagnia e la sua principale responsabilità è quella di prendere le decisioni societarie più complicate, gestire le operazioni complesse e occuparsi delle risorse aziendali. Nella letteratura tuttavia, c'è qualche controversia riguardante l'importanza della figura dell'amministratore delegato. Ad esempio Lieberman e O'Connor (1972) ritengono che i CEO non riescano ad aggiungere redditività all'impresa. Al contrario, Child (1972) e Tushman e Romanelli (1985) sostengono che i dirigenti sono essenziali, idea supportata da numerosi studi che valutano la rilevanza dei manager per i risultati che riescono ad ottenere (Weiner e Mahoney, 1981).

Nel 2004 Peter Drucker ha dichiarato: "il CEO è il soggetto che collega l'interno, rappresentato dall'organizzazione e l'esterno costituito dalla società, dall'economia, dalla tecnologia, dai mercati e dai consumatori. All'interno ci sono soltanto costi, mentre i risultati sono solo all'esterno." Secondo Lafley (2009), amministratore delegato di Procter Gamble, multinazionale americana di beni di largo consumo, solamente il CEO sperimenta l'esterno ed è responsabile di comprenderlo, interpretarlo, sostenerlo e presentarlo, per fare in modo che l'impresa possa raggiungere vendite, profitto e ritorni per gli azionisti. È un lavoro che soltanto i CEO possono

svolgere poiché tutti gli altri soggetti nell'organizzazione hanno una visione più ristretta e orientata in una sola direzione: per esempio i venditori sono concentrati su quello che si trova oltre i confini aziendali. Integrare l'interno e l'esterno è difficile, sarebbe molto più facile sceglierne uno. L'amministratore delegato può cogliere opportunità che gli altri non vedono e, in quanto persona il cui capo non è un altro dipendente dell'azienda, esprime giudizi e affronta decisioni difficili che soggetti differenti non sono in grado di prendere. Inoltre è l'unico ritenuto responsabile delle prestazioni e dei risultati dell'impresa, non solo per quanto riguarda i propri obiettivi personali, ma anche e soprattutto per le misure che riesce ad adottare per cercare di superare i concorrenti e per garantire la soddisfazione delle varie tipologie di stakeholder esterni, spesso in competizione tra loro. La crescita dell'impresa è responsabilità ed eredità del CEO e l'attenzione verso l'interno, senza considerare l'ambiente esterno, non consente tale sviluppo. Non si può gestire il cambiamento, si può solo anticipare e questo è compito di un manager capace e caratterizzato da leadership. Monks e Minow, nel loro lavoro realizzato nel 2011 e denominato "*Corporate Governance*" ritengono che il CEO debba possedere l'abilità di ottenere dei vantaggi dai cambiamenti che si presentano e di fare in modo che la società sia pronta a reagire a tali mutamenti. L'amministratore delegato deve inoltre affrontare l'incertezza e prendere le sue decisioni tenendo in considerazione il rischio sottostante. Tuttavia le previsioni, anche le più precise e dettagliate, potrebbero risultare errate, a causa dell'aleatorietà del rischio: il manager deve quindi avere delle soluzioni alternative da poter utilizzare qualora gli avvenimenti verificatisi fossero diversi da quelli pianificati. Tale ruolo è chiamato *risk manager* e consiste nella capacità di gestire e rispondere al rischio.

## 5.2 Mansioni del CEO

In seguito alla descrizione del ruolo dell'amministratore delegato, ora si pone l'attenzione sulle attività che egli deve svolgere. In particolare il lavoro del CEO può essere suddiviso in quattro compiti fondamentali, tratti dalle osservazioni di Drucker:

1. Definire e interpretare l'ambiente esterno: ci sono molte situazioni rilevanti che accadono continuamente al di fuori delle aziende e che hanno un forte impatto su di esse. Fra tutte le parti interessate, sia interne che esterne, la più importante è il consumatore. Inoltre tutti i dipendenti devono comprendere appieno l'obiettivo della società e lavorare al meglio per raggiungerlo.
2. Decidere il business in cui operare e le attività su cui non concentrarsi: consiste in un'analisi approfondita dei punti di forza, della posizione competitiva all'interno del mercato e rispetto ai *competitors* e delle condizioni strutturali per decidere quali compiti svolgere principalmente e in quali settori competere.



3. Bilanciare i profitti del presente con gli investimenti necessari nel futuro: riguarda la definizione di obiettivi di crescita realistici e l'utilizzo di un processo di *budgeting* flessibile con scopi complementari a breve, medio e lungo termine.
4. Modellare valori e standard dell'organizzazione: l'amministratore delegato deve interpretare i valori della società nel contesto del cambiamento e della competizione e deve definire gli standard che guideranno le decisioni e consentiranno di verificare se i risultati che l'impresa si era precedentemente fissata sono stati effettivamente raggiunti; se così non fosse la performance deve essere corretta.

Secondo Hart e Quinn (1993) la ricerca e la concettualizzazione riguardante i ruoli e i comportamenti dei top manager possono essere suddivise in quattro categorie: l'amministratore delegato può infatti svolgere la funzione di *vision setter*, di *motivator*, di *analyzer* e di *task master*. Il ruolo di *vision setter* riguarda la creazione di un senso di identità, attraverso la definizione e l'articolazione dell'obiettivo principale dell'azienda e della direzione futura. Per adempiere a questo compito il CEO deve dedicare molto tempo al monitoraggio e allo studio delle tendenze sociali, economiche e tecnologiche emergenti. L'analisi dei competitors e dei mercati è altrettanto importante; inoltre i contatti sia con l'interno che con l'esterno sono necessari per comprendere le attitudini che si stanno sviluppando e per cogliere i segnali più deboli. La direzione deve quindi essere basata su un mix di analisi e intuizione. La funzione di *motivator* fa riferimento alla conversione della *vision* e del piano economico dell'azienda in una ragione per la quale vale la pena lottare, un nucleo di concetti e priorità che mobilitano l'intera organizzazione. Per svolgere questo ruolo, il dirigente deve creare un senso di vitalità negli altri dipendenti attraverso strutture, programmi e processi innovativi. Inoltre il manager deve incentivare i soggetti ad acquisire nuove competenze e raggiungere livelli più alti e soddisfacenti di performance. Attraverso esempi personali, aneddoti, metafore, il CEO deve enfatizzare i valori duraturi e principali dell'azienda. Il ruolo di *analyzer* si concentra sulla gestione efficiente del sistema operativo interno. Il leader esecutivo non deve più prendere provvedimenti di gestione quotidiani ma deve modellare le decisioni operative tramite la revisione critica e la valutazione dei progetti e dei programmi proposti. Inoltre deve avere la capacità di integrare prospettive funzionali contrastanti nell'interesse dell'organizzazione. Nel quarto ruolo, ovvero quello di *task master*, il manager è interessato alle prestazioni e ai risultati aziendali; in particolare, questo si traduce in performance economica e sociale, servendo l'intera gamma di stakeholder esterni. Il CEO non solo deve influenzare le decisioni prese ai livelli inferiori, contribuendo con conoscenze e opinioni specifiche, ma deve anche allocare le risorse alle attività di priorità maggiore.

## 5.3 Potere del CEO

Prendendo come riferimento lo studio effettuato da Adams, Almeida e Ferreira (2005), in questo paragrafo sarà approfondito il tema del potere in capo agli amministratori delegati. Sebbene ci siano diverse definizioni di potere nelle organizzazioni, la maggior parte di esse, secondo Pfeffer (1997) deve includere l'idea di superare la resistenza. Inoltre, per distinguere il potere dal caso, è necessario che la capacità di vincere la resistenza sia coerente. I CEO potenti sono quindi coloro che influenzano in modo logico le scelte cruciali nelle loro aziende, nonostante la potenziale opposizione degli altri dirigenti.

In alcune società, il CEO prende tutte le principali decisioni, in altre invece queste sono il prodotto del consenso tra i massimi dirigenti. Se soggetti diversi hanno opinioni differenti, la distribuzione del potere decisionale all'interno delle imprese può condizionare le scelte conclusive. Le decisioni manageriali possono o meno influenzare i risultati conseguiti, ma se lo fanno le caratteristiche esecutive e le variabili organizzative potrebbero a loro volta influire sulle prestazioni dell'impresa. Basandosi sugli studi Sah e Stiglitz (1986, 1991) e su un'ampia letteratura manageriale e organizzativa sulla discrezionalità dei CEO, gli autori sostengono che in un'azienda in cui l'amministratore delegato prende le decisioni più rilevanti e quindi ha un potere maggiore, il rischio derivante da errori di giudizio non è ben diversificato, ovvero la probabilità di prendere decisioni molto buone o molto cattive è superiore rispetto ad un'organizzazione in cui più dirigenti sono coinvolti nel processo decisionale. Infatti, le aziende in cui il CEO ha meno potere avranno performance meno estreme poiché verranno prese decisioni più moderate e l'amministratore delegato dovrà scendere a compromessi con gli altri membri del team quando questi non hanno la sua stessa opinione. Inoltre i gruppi più numerosi hanno maggiori probabilità di rifiutare progetti sbagliati perché tali programmi saranno accettati soltanto se la maggioranza concorda che sono buoni; per lo stesso motivo hanno minori probabilità di accettare progetti validi. Come affermano nel loro articolo del 1991, le prestazioni ed i rendimenti azionari dovrebbero essere più variabili quando il CEO influenza maggiormente le scelte: l'aumento delle dimensioni del gruppo decisionale ha effetti simili ad una diminuzione del potere di un determinato membro. Sah e Stiglitz sostengono che i manager potrebbero non essere d'accordo quando la comunicazione è costosa o quando le persone differiscono nella loro capacità di elaborare le informazioni. Altri autori suggeriscono che il disaccordo è particolarmente probabile quando il gruppo decisionale considerato è un team di alto livello.

Finkelstein e Hambrick (1996) affermano che pregiudizi manageriali, ego ed esperienze influenzino il comportamento dell'impresa a causa dell'ambiguità e della

complessità che caratterizzano i compiti dei top manager. Hannan e Freeman (1977) ritengono che la performance aziendale dipenda da vincoli organizzativi e ambientali che limitano la portata delle azioni manageriali. Al contrario, Hambrick e Mason (1984) sostengono che la leadership è una forza trainante fondamentale nell'evoluzione delle organizzazioni. In particolare, la letteratura evidenzia come l'impatto dei manager sui risultati aziendali dipenda da quanta discrezionalità hanno: se esiste un'elevata discrezionalità, gli orientamenti esecutivi si riflettono nei risultati organizzativi altrimenti non lo fanno (Hambrick e Finkelstein, 1987). Quando l'amministratore delegato ha più potere, ha anche una maggiore discrezione e le decisioni rispecchieranno quindi più direttamente la sua opinione e saranno più variabili rispetto alle scelte prese da un gruppo di soggetti. Maggiore è il numero di decisori rilevanti, meno potente sarà probabilmente il CEO.

Finkelstein (1992) definisce il potere strutturale come il potere che l'amministratore delegato ha sul Consiglio di Amministrazione e sugli altri dirigenti, in conseguenza della sua posizione formale e dei titoli, dello status di fondatore e del fatto di essere l'unico insider nel Board. Coerentemente con la letteratura manageriale (Donaldson e Lorch, 1983; Finkelstein, 1992), sono considerati più influenti i CEO che sono anche fondatori. Inoltre, se un insider, diverso dall'amministratore delegato, siede nel CdA, è più probabile che egli partecipi al processo decisionale: in queste situazioni i CEO presentano un minore potere di influenza. Ciò è coerente con l'idea che altri soggetti possano essere rivali per il potere e la posizione dell'amministratore delegato (Ocasio, 1994). Tuttavia, questa interpretazione differisce da quanto solitamente evidenziato nella teoria di agenzia, che tende a vedere un Board dominato da insider come un segno che l'impresa non sia gestita nell'interesse degli azionisti di minoranza. L'ultima variabile misura la concentrazione dei titoli nelle mani del CEO ed è uguale a uno se l'amministratore delegato è anche presidente della società. Se si verifica tale condizione, ci si aspetta che il CEO abbia una maggiore influenza sulle decisioni, poiché il presidente ha spesso un ruolo importante nel processo decisionale strategico.

Per concludere, dagli studi presi in considerazione si evidenzia che le prestazioni aziendali saranno più variabili man mano che il potere decisionale diventa più concentrato nelle mani dei manager. Le società con amministratori delegati più potenti non hanno le prestazioni peggiori, ma presentano performance estreme. Inoltre, l'interazione tra le caratteristiche esecutive e le variabili organizzative ha importanti conseguenze per le prestazioni dell'impresa.

## 5.4 Reputazione del CEO

Petrick, Sherer, Brodzinski, Quinn e Ainina (1999) affermano: “la reputazione potrebbe essere considerata come l’esito di un processo competitivo nel quale le aziende segnalano le loro caratteristiche principali agli stakeholder al fine di rendere noti alcuni aspetti socioeconomici e morali”.

La reputazione, anche se è difficile da costruire, è un bene fragile: infatti è necessario molto tempo per crearla e soltanto un momento per distruggerla. In particolare, il danno alla reputazione si manifesta sotto forma di una perdita di fiducia e questo si protrae per un periodo di tempo considerevole. Al contrario, il mantenimento di una certa reputazione richiede che le percezioni altrui circa il comportamento effettivamente adottato rimangano coerenti con le condotte previste. Qualsiasi incongruenza, positiva o negativa, implicherà adeguamenti alla reputazione, che a sua volta condurranno ad una ridefinizione del contesto. Mantenere una reputazione può essere considerato un compito quotidiano: per farlo un individuo deve semplicemente essere consapevole di essa e agire secondo i comportamenti da questa prescritti.

Tra gli indicatori che consentono la determinazione della reputazione personale vi sono quelli legati al mondo del lavoro che vengono utilizzati tipicamente come misure di successo nelle organizzazioni. Prestazioni, valutazioni, promozioni e stipendi sono solo alcuni dei modi in cui è possibile valutare la natura e il grado di reputazione che un individuo ha. Ad esempio performance soddisfacenti saranno associate ad una reputazione dell’amministratore delegato superiore. Oltre a questi, è possibile prendere come riferimento il livello di potere raggiunto oppure l’ottenimento di riconoscimenti esterni, come premi assegnati da diverse riviste economiche. Tuttavia, sono pochi gli studi empirici riguardanti tale argomento (Lee, 2007).

Diversi lavori sottolineano come l’organizzazione sia un riflesso dei suoi manager che svolgono un ruolo fondamentale nel plasmare i principali risultati organizzativi (Vera e Crossan, 2004; Carpenter, 2004). Personificando la cultura aziendale, il soggetto che incarna la mission e lo scopo di un’organizzazione è l’amministratore delegato e la sua influenza sulla reputazione dell’impresa è condizionata dalle valutazioni degli stakeholder circa le sue capacità e caratteristiche di leadership (Bates, 2011). I dirigenti sviluppano infatti una propria reputazione, che riflette i tratti personali, i comportamenti, i risultati e le immagini salienti in un determinato periodo di tempo (Ferris, 2003, Love, 2017). La loro reputazione serve a ridurre l’incertezza riguardo al comportamento futuro atteso del leader (Baker Hall, 2004) ed è un elemento chiave per garantire buoni risultati nel lungo periodo e per evitare

il fallimento dell'azienda (Fuller e Jensen, 2010).

È possibile concentrarsi su due aspetti della CEO reputation: una prospettiva che fa riferimento alle competenze dei dirigenti, chiamata prospettiva di abilità, e un'altra legata alla loro immagine, che prende il nome di prospettiva dell'immagine simbolica (Lee, 2006). La prima, evidenzia come la reputazione dell'amministratore delegato rifletta le sue capacità individuali, le quali influenzano la performance aziendale (Daily Johnson, 1997; Chang, 2010; Baik, 2011). Quando la reputazione è elevata, i dirigenti mostrano di essere competenti, integri, affidabili e carismatici (Park e Berger, 2004). La seconda prospettiva invece sostiene che la CEO reputation dipende da come la sua personale immagine viene percepita dagli stakeholder e, soprattutto, da come viene creata dall'utilizzo dei media. Infatti, secondo Fetscherin (2015), l'immagine del CEO rispecchia la personalità e la percezione dell'individuo da parte dell'opinione pubblica, considerata al di là del suo prestigio e delle sue prestazioni come leader dell'azienda.

“Quando i CEO sono di dominio pubblico, il loro marchio e quello dell'azienda che rappresentano sono considerati insieme e si influenzano a vicenda” (Bendisch 2011). Diventa quindi fondamentale creare intorno alla persona dell'amministratore delegato un brand allineato con quello dell'azienda. Il CEO è il volto e la voce dell'organizzazione (Ferns, 2008), quando parla l'amministratore delegato è come se lo facesse l'azienda (Gainess Ross, 2008). Campbell (2004) sostiene che dipendenti, clienti, investitori e media osservano il CEO per comprendere la cultura e l'etica dell'impresa. Il dirigente perciò, soprattutto se è anche il fondatore dell'azienda, esercita una forte influenza sulla creazione e sulla condivisione della vision aziendale (Balmer, 2001). Pertanto, la sua reputazione gioca un ruolo fondamentale nella valutazione del successo a lungo termine di una società poiché, rappresentando i valori e la cultura dell'organizzazione, influenza di conseguenza la performance aziendale (Milbourn, 2003; Karuna, 2009). L'amministratore delegato può creare nel corso degli anni un proprio marchio (Power, 2005; Ulrich e Smallwood 2007; Rampersad, 2009; Bates, 2011) che può essere espresso soprattutto tramite l'aggregazione di elementi simbolici e non tangibili provenienti da predisposizioni, esperienze, abilità e cultura personale. Il calibro del marchio del CEO è condizionato da come gli individui avvertono l'autorità e il prestigio dei dirigenti: questo proviene dall'efficienza dei flussi di comunicazione avviati dall'amministratore delegato i quali dovrebbero risultare onesti ed attendibili. Pertanto, la reputazione del manager e dell'impresa sono indissolubilmente legate. Nonostante la reputazione aziendale benefici degli effetti positivi di un leader eccellente, questo presenta anche un forte rischio: la costante necessità di controllare la propria immagine personale per adempiere alle responsabilità di amministratore delegato, può tradursi in uno “stress di ruolo”, soprattutto se le aspettative sull'identità del CEO sono in conflitto con i valori

personali. Il risultato è che il manager può comportarsi in modo tale da danneggiare il valore percepito del proprio marchio (Bendisich, 2013).

Esistono tre funzioni attraverso le quali la reputazione personale di un CEO è collegata a quella dell'azienda: la personificazione delle funzioni di impresa, la comunicazione di valori e la segnalazione di prestazioni. Nella letteratura, si evidenzia il fatto che un CEO personifica letteralmente e simbolicamente la società, aiutando a modellare l'identità dell'organizzazione e ad incarnare la sua immagine (Garbett, 1988; Grunig, 1993; Pincus, Rayfield e Cozzens, 1991). Questo legame tra la personalità del CEO e l'identità aziendale può essere spiegato in due modi. Per prima cosa, secondo Bromley (2001), la struttura e la politica di un'impresa sono difficilmente osservabili dagli estranei mentre le caratteristiche personali dell'amministratore delegato sono più facilmente percepibili dai mass media e più in generale dal pubblico. In secondo luogo, l'abilità di leadership del CEO determina la vision, la cultura e le politiche formali di un'organizzazione (Dowling, 2001). Arnold (1988) sostiene che il CEO può diventare un personaggio pubblico comunicando l'interesse privato della società nei confronti dell'ambiente esterno. L'autore sottolinea come tale fenomeno non nasca da un personale desiderio di diventare una star dei media, ma come questo venga fatto per garantire la sopravvivenza e il successo aziendale. Inoltre afferma che un dirigente deve fornire strategie di comunicazione efficaci ed adeguate, soprattutto soffermandosi su cinque aree cruciali, che includono:

1. Creazione di valore;
2. Motivazione dei dipendenti;
3. Miglioramento del processo di marketing aggiungendo credibilità ed efficacia ai servizi e ai prodotti realizzati;
4. Gestione delle crisi e più in generale di tutti gli avvenimenti inaspettati;
5. Condivisione dei valori fondamentali dell'azienda e garanzia che le diverse unità organizzative lavorino in modo coeso.

Sohn nel suo studio "*Overcoming a corporate reputation crisis through managing CEO reputation*", realizzato nel 2009, identifica tre dimensioni riguardanti la reputazione del CEO:

1. Competenza: riflette le percezioni o le valutazioni dell'abilità di un CEO di raggiungere obiettivi pertinenti all'organizzazione; è rappresentata da qualità come capacità, esperienza e conoscenza.
2. Etica: implica l'adeguatezza ai valori morali ed alle regole sociali oltre che l'impegno per l'integrità. Per questo, il fattore etico è frequentemente associato,

nella letteratura, a termini come sincerità, equità, onestà e moralità (Chun, 2006).

3. Carisma: si riferisce soprattutto al fascino personale dell'amministratore delegato, che può essere valutato ad esempio nella sua capacità di comunicare, di fare sacrifici, ma anche nella fiducia e nell'ammirazione che gli altri dipendenti ripongono nei suoi confronti (Fanelli e Grasselli, 2006).

## 5.5 CEO-Chair Duality

Le questioni relative ai CEO e ai Consigli di Amministrazione sono due degli argomenti più dibattuti in materia di management. La CEO-Chair duality è quindi un tema saliente, in quanto attraversa entrambi i domini: se si verifica tale condizione lo Chief Executive Officer di un'azienda funge anche da presidente del Board e questo è più probabile nelle grandi organizzazioni (Heidrick e Struggles, 1987). Tale pratica è stata recentemente sottoposta a pesanti critiche: è stata infatti ritenuta la causa di scarse prestazioni e di una lenta capacità di risposta al cambiamento in alcune aziende come ad esempio in General Motors, in Rubber o in Goodyear (The Wall Street Journal, 1992). Da qualche anno infatti le società di gestione dei mercati azionari e le autorità preposte ai controlli sulle imprese quotate stanno facendo pressione alle organizzazioni affinché evitino la sovrapposizione dei ruoli in un unico soggetto. Nonostante ciò, l'evidenza empirica che collega la duality dell'amministratore delegato con le prestazioni aziendali è ancora piuttosto limitata e inconcludente. L'impresa, con la CEO duality, riesce a seguire una chiara direzione derivante dalle idee di un unico leader e a rispondere più rapidamente agli eventi esterni non programmati. Come per altri insider, ci si aspetta che il presidente abbia una conoscenza superiore dell'azienda e del settore nel quale lavora e che rivolga un maggiore impegno verso la società rispetto ad un soggetto esterno. I sostenitori della CEO duality ritengono che la posizione di presidente del Consiglio sia relativamente meno potente e più cerimoniale e simbolica rispetto a quella di amministratore delegato (Harrison, Torres e Kukalis, 1988). Al contrario, secondo alcuni autori la prospettiva di una struttura indipendente aiuterebbe le aziende ad evitare alcune crisi (Lorsch, 1989) e a rendere la valutazione delle loro prestazioni e del CEO più obiettiva (Weidenbaum, 1986). I presidenti-amministratori delegati sono anche collegati a segnali di governance inefficace, ad esempio acquisizioni ostili (Morck, Shleifer e Vishny, 1989) o adozione di strategie difensive come quella delle pillole avvelenate (Mallette e Fowler, 1992).

Anche la ricerca empirica sulla relazione esistente tra duality e performance ha prodotto risultati contrastanti. In particolare, Berg e Smith (1978) hanno esaminato duecento imprese appartenenti alla rivista *Fortune* e hanno evidenziato la presenza

di un legame negativo tra la duality e il Return On Investment e un'assenza di correlazione con il Return On Equity ed anche con la variazione del prezzo delle azioni. Analisi supplementari hanno mostrato come tale condizione abbia avuto in alcuni settori un effetto positivo sulle prestazioni. Rechner e Dalton (1989) hanno preso in considerazione un sottoinsieme di cinquecento imprese facenti parte della classifica della stessa rivista Fortune con strutture di governance stabili per un periodo pluriennale. I rendimenti azionari erano marginalmente più elevati nelle aziende con presidenti che ricoprivano anche il ruolo di amministratore delegato, ma le differenze non erano statisticamente significative. Un ulteriore approfondimento sulle medesime imprese, effettuato nel 1991 dagli stessi autori ha rilevato che la duality è negativamente correlata al ROE, al ROI e al margine di profitto. Al contrario, Donaldson e Davis (1991) hanno evidenziato che il doppio incarico era associato a livelli significativamente più elevati di ROE.

Il ruolo e le conseguenze che la CEO duality comporta sulle prestazioni aziendali sono state notevolmente approfondite da due pensieri contrastanti: l'*agency theory* e la *stewardship theory*.

### 5.5.1 Agency theory

La teoria dell'agenzia è stata elaborata negli anni '70 nell'ambito delle scienze politiche ed economiche; il lavoro di Coase "*The nature of the firm*" può essere considerato il suo fondamento teorico. Oltre alla concezione di impresa come nesso di contratti, gli assunti portanti di tale teoria sono la razionalità limitata ed il comportamento opportunistico degli attori economici. Un rapporto d'agenzia può essere definito come un contratto secondo il quale uno o più soggetti, il principale (azionista), incaricano un altro individuo, ovvero l'agente (manager), per svolgere una prestazione al loro posto che comporta la delega di una certa autorità decisionale all'agente (Jensen e Meckling, 1976). È quindi un contratto, il cui il principale, neutrale al rischio, affida all'agente, avverso al rischio, il potere decisionale su come agire. Svolgere l'incarico è costoso per l'agente e potrebbero svilupparsi problemi di informazione asimmetrica dovuti al fatto che il risultato è osservabile, ma l'esecuzione no. L'opportunismo da parte del manager è superiore quando l'incertezza della variabile ambientale è maggiore e è legato al grado di difficoltà dell'accordo. Se entrambe le parti della relazione massimizzano la loro utilità, probabilmente l'agente non agirà sempre nel miglior modo possibile per il principale. (Jensen e Meckling, 1976). Quest'ultimo può limitare le divergenze stabilendo uno schema di incentivo appropriato all'agente e sostenendo costi di monitoraggio volti a ridurre le sue attività scorrette. In questo modo l'agente sceglierà l'azione che massimizza il suo interesse, il cui esito soddisfa però anche il principale.



Un problema di agenzia esiste ogni qualvolta l'agente ha obiettivi in conflitto con quelli del principale. Le aziende rispondono a tali potenziali ostilità delegando il compito di gestione al CEO e il controllo al Consiglio di Amministrazione. Per questo motivo, l'amministratore delegato ha la responsabilità primaria dell'avvio e dell'attuazione delle scelte strategiche, mentre il Board si occupa della ratifica e del monitoraggio delle decisioni prese dal dirigente. Il CdA è il principale meccanismo di controllo interno per allineare i diversi interessi dell'azionista e del management (Mizruchi, 1983; Walsh e Seward, 1990). Il CEO che svolge anche il ruolo di presidente acquisirà un potere e un controllo più ampio indebolendo così il monitoraggio da parte del CdA (Morck, 1989); tale riduzione facilita il perseguimento degli obiettivi personali dell'amministratore delegato che possono essere sostanzialmente differenti rispetto a quelli dell'azionista (Mallette e Fowler, 1992). I problemi di agenzia, combinati allo scarso e inefficace controllo del Consiglio di Amministrazione, sono stati la causa di molte scelte negative, tra cui livelli di retribuzione dei dirigenti più elevati, assegnazione del paracadute d'oro, adozione di pillole avvelenate, pagamenti di greenmail e acquisizioni con conseguente diluizione della ricchezza (Boyd, 1995).

Esistono quattro problemi di agenzia che le imprese devono affrontare:

- Primo tipo: riguarda il conflitto tra il principale, ovvero l'azionista e l'agente, cioè il dirigente; è quello che la maggior parte delle grandi imprese devono combattere. Tale tipologia di problema nasce quando vi è una separazione tra proprietà azionaria e controllo dell'impresa e questo è molto frequente nelle società di ampie dimensioni con un elevato frazionamento proprietario, dove i piccoli proprietari non riescono a gestire l'intero complesso aziendale e quindi delegano persone predisposte a questo compito, quali i manager.
- Secondo tipo: fa riferimento al conflitto d'interessi che può svilupparsi tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza (Villalonga e Amit, 2009). La maggior parte delle imprese, ad eccezione di quelle anglosassoni, non sono caratterizzate da un azionariato diffuso bensì da una proprietà concentrata, in cui uno o più soci detengono quote molto significative e rivestono una posizione notevole e spesso dominante all'interno della società: le quote di proprietà sono quindi concentrate nelle mani di pochi grandi azionisti. Il potere che hanno gli azionisti di controllo è elevato, in quanto essi sono in grado di influenzare le decisioni aziendali per estrapolare benefici privati, che potrebbero anche non coincidere con l'interesse della società, recando quindi un danno agli azionisti di minoranza.
- Terzo tipo: questa tipologia di conflitto ha come attori principali gli azionisti e i creditori. Gli azionisti possono investire in progetti caratterizzati da rischi e rendimenti maggiori rispetto a quelli posseduti nel portafoglio. Gli obbligazionisti, così facendo, devono sostenere la gran parte dei costi appropriandosi

di una porzione molto piccola degli eventuali guadagni. I creditori possono introdurre delle clausole protettive ma i costi sottostanti sono notevoli e possono quindi decidere di innalzare le spese per il finanziamento del debito.

- Quarto tipo: quest'ultimo problema di agenzia riguarda le imprese familiari; in particolar modo potrebbe nascere ostilità tra la famiglia, che assume la posizione più importante all'interno della società e svolge il ruolo di principale, e gli azionisti familiari, che invece ricoprono il compito di agenti e devono cercare di migliorare il patrimonio posseduto dalla famiglia. Tuttavia queste due figure potrebbero avere interessi divergenti ed entrare così in conflitto.

Alcune soluzioni che sono state proposte per cercare di ridurre tali problemi di agenzia sono la sostituzione dei manager quando non riescono ad ottenere buone prestazioni, un costante monitoraggio del loro operato oppure l'introduzione nella retribuzione dei dirigenti di stock options, premi azionari, bonus annuali o benefici non monetari.

Per concludere, la teoria dell'agenzia suggerisce quindi di separare le posizioni di amministratore delegato e presidente, poiché l'unione dei due ruoli comporterebbe un indebolimento del controllo da parte del Board e avrebbe conseguenze negative sulla performance dell'impresa.

### 5.5.2 Stewardship theory

La teoria dell'agenzia suggerisce quindi una relazione negativa tra la duality dell'amministratore delegato e la performance dell'impresa. Un presupposto implicito di tale teoria è che i manager sono agenti intrinsecamente opportunisti che faranno di tutto per massimizzare il proprio benessere personale a spese degli azionisti. Esistono tuttavia altre prospettive che giungono a risultati molto differenti. Donaldson (1990) ha espresso preoccupazione per il fallimento dei teorici dell'agenzia ed evidenzia la necessità di estendere la ricerca al comportamento organizzativo: il desiderio di massimizzare il reddito, ad esempio, potrebbe essere controbilanciato da una gamma molto più ampia di motivazioni umane, inclusi bisogni di realizzazione, responsabilità e riconoscimento, nonché altruismo, fede, rispetto per l'autorità e motivazione per un'attività soddisfacente. Donaldson propone quindi un modello diverso in cui l'amministratore delegato non è visto come un opportunist, ma come un soggetto che vuole svolgere al meglio il proprio lavoro e gestire adeguatamente il patrimonio aziendale. Nella teoria dell'amministrazione, la quale ultimamente ha ricevuto una certa importanza nell'ambito degli studi della Corporate Governance, i dipendenti sono intrinsecamente motivati a lavorare per gli altri o per le organizzazioni per svolgere i compiti e le responsabilità che sono state loro assegnate; inoltre i soggetti hanno una mentalità collettiva e operano in modo proattivo per raggiungere gli obiettivi aziendali in quanto questo arreca loro un senso di soddisfazione. I

dirigenti proteggono gli interessi degli azionisti o dei proprietari e prendono decisioni per loro conto; il loro obiettivo principale è quindi quello di formare e mantenere un'organizzazione di successo che tenga conto delle opinioni degli azionisti. Per fare questo è necessario porre le responsabilità dell'amministratore delegato e del presidente sotto un unico esecutivo. La *stewardship theory* evidenzia quindi come la *CEO duality* faciliterebbe un'azione efficace da parte del dirigente e di conseguenza condurrebbe a prestazioni più elevate. Tale teoria è coerente con altre ricerche riguardanti la *Corporate Governance*. Pfeffer e Salancik (1978) sostengono che i leader aventi una discrezionalità superiore riescano ad attuare meglio le loro decisioni strategiche e abbiano maggiori probabilità di superare l'inerzia organizzativa. La *duality* aumenterebbe la discrezionalità dell'amministratore delegato fornendo una base di potere e di controllo più ampia e indebolendo l'importanza degli altri soggetti portatori di interesse. Inoltre gli stessi autori hanno evidenziato come la presenza di un unico leader all'interno dell'organizzazione migliorerebbe la reattività agli eventi esterni e faciliterebbe la responsabilità nel processo decisionale. Questa logica è supportata anche da Harrison (1988), il quale ha mostrato come la *duality* abbia facilitato la sostituzione del CEO nei casi in cui egli abbia fornito prestazioni aziendali scarse e insoddisfacenti. Inoltre Worrell e Nemec (1993) hanno osservato come l'annuncio dell'unione delle posizioni di amministratore delegato e di presidente era correlato positivamente con il rendimento delle azioni.

Mentre la teoria dell'agenzia evidenzia la necessità di avere amministratori indipendenti nel Board per consentire un migliore e costante monitoraggio dell'opportunità dei manager e per incentivare l'allineamento degli interessi del CEO e degli azionisti, la *stewardship theory* mostra la correlazione positiva tra i rendimenti degli azionisti e l'adozione di assetti societari caratterizzati dalla presenza di un'unica persona che svolge sia il ruolo di amministratore delegato che quello di presidente. Inoltre le due teorie sono caratterizzate da motivazioni differenti: in particolar modo nell'*agency theory* gli individui sono mossi soltanto da motivazioni economiche, non si sentono pienamente parte dell'organizzazione e sono ad essa poco legati; le motivazioni dei dirigenti sono quindi estrinseche, sono cioè collegate a meccanismi esterni, come ad esempio l'assegnazione di *stock options*, di premi azionari, di bonus o di benefici privati. Nella teoria dell'amministrazione invece le motivazioni che guidano gli amministratori delegati sono intrinseche e possono essere il senso di appartenenza alla società o l'aver come obiettivo il successo dell'organizzazione; si identificano maggiormente con l'azienda in cui lavorano e sono più stimolati sotto il profilo sociale.

L'utilizzo dell'uno o dell'altro approccio dipende dalla volontà dei soggetti coinvolti e dalla capacità di impiego di metodi che hanno un impatto sulla motivazione e sulla passione dei dirigenti (Parbonetti, 2006).



## Capitolo 6

# La remunerazione del CEO

Pochi argomenti hanno attirato l'attenzione come i compensi dei dirigenti delle società statunitensi, diventati fonte di dibattito non solo al Congresso ma anche regolarmente presenti nei titoli in prima pagina e nei telegiornali. Diversi fattori hanno contribuito a tale interesse: il primo è l'aumento della parte fissa della retribuzione media dei CEO che è più che raddoppiata nel 1970 e il totale medio della paga che è invece quadruplicato; il secondo aspetto riguarda l'attacco populista alla ricchezza in seguito agli eccessi degli anni Ottanta associato alla percezione che gli alti stipendi degli amministratori delegati siano legati a licenziamenti, chiusure di stabilimenti e ridimensionamento aziendale; il terzo fattore è che il compenso è sempre più correlato all'andamento del prezzo delle azioni societarie. La ricerca sulla retribuzione dei CEO è cresciuta ancora più velocemente della loro paga (Murphy, 1999).

Sebbene vi sia una sostanziale eterogeneità nelle pratiche retributive tra aziende e settori, la maggior parte dei pacchetti remunerativi è costituito da quattro componenti: uno stipendio base, che rappresenta la parte fissa del compenso, bonus legati alle prestazioni contabili, stock options e piani di incentivazione a lungo termine per fare in modo che il manager si concentri sul lungo periodo, che rappresentano invece la parte variabile della paga. Inoltre, i dirigenti ricevono anche benefici speciali, tra cui assicurazioni sulla vita e piani pensionistici supplementari. In contrasto con quanto accade per il management di medio livello, i CEO possono negoziare contratti di lavoro formali: questi solitamente durano cinque anni e specificano gli stipendi base minimi, gli obiettivi che devono essere raggiunti per ricevere i bonus e altre questioni.

La figura seguente mostra il livello e la composizione della retribuzione dei dirigenti in 23 Paesi del mondo, sulla base delle informazioni riportate dallo studio "*Towers Perrin's 1997 Worldwide Total Remuneration*". I dati rappresentano le

stime dei compensi di un CEO a capo di una società con circa 250 milioni di dollari di fatturato annuo. Emergono due importanti evidenze: innanzitutto è possibile notare come la retribuzione dei dirigenti statunitensi sia più del doppio rispetto alla remunerazione totale media dei loro colleghi; inoltre i dati mostrano come la composizione della paga dei CEO statunitensi sia diversa rispetto a quella degli altri Paesi ed in particolar modo come questa sia caratterizzata da una maggiore presenza di stock options e da una frazione inferiore di stipendio base. Inoltre un altro elemento interessante riguarda il fatto che le stock options e gli altri incentivi a lungo termine sono assenti in nove Stati e rappresentano meno del 5% della retribuzione totale in 13 Paesi sui 23 del campione considerato.

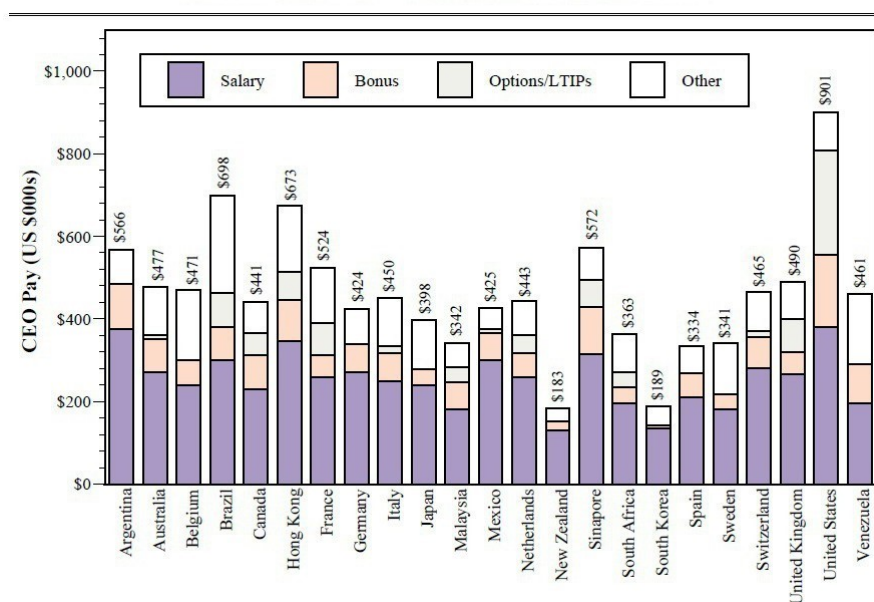


Figura 6.1: Strutture e livelli retributivi del CEO in 23 Paesi del mondo nel 1997

Fonte: Murphy, 1998

## 6.1 Optimal contract or rent extraction?

Nell'ottica contrattuale ottimale della retribuzione dei dirigenti, che ha dominato la ricerca accademica in materia, gli accordi di pagamento sono stabiliti da un Consiglio di Amministrazione con lo scopo di massimizzare il valore per gli azionisti progettando un contratto ottimale principale-agente. Secondo la visione alternativa dell'estrazione della rendita, il CdA non opera a condizioni di mercato; piuttosto, i dirigenti hanno il potere di influenzare la propria retribuzione e usano il loro

potere per estrarre le rendite. Di conseguenza, vengono pagati più di quanto sia ottimale per gli azionisti e, per mascherare l'estrazione delle rendite, la retribuzione dei CEO potrebbe essere strutturata in modo subottimale. L'idea che i dirigenti possano estrarre le rendite non implica che non ci siano vincoli alla loro capacità di farlo. Una forza importante a questo riguardo è ciò che chiamiamo il vincolo di oltraggio: i direttori sarebbero riluttanti ad approvare, e i manager restii a proporre, piani di retribuzione che sembrerebbero oltraggiosi agli osservatori. Tali piani potrebbero quindi mettere in imbarazzo gli amministratori e i dirigenti o ridurre la disponibilità degli azionisti a votare con il management in futuro. La natura dei vincoli sul processo implica che i dirigenti avrebbero interesse a camuffare la presenza dell'estrazione delle rendite e a nasconderne l'entità. Essi quindi tenderebbero a preferire strutture e processi retributivi che consentano loro di farlo. Sebbene la visione di *rent extraction* sia concettualmente diversa dalla visione ottimale, le due non si escludono a vicenda e le pratiche comuni di compensazione dei dirigenti potrebbero riflettere un mix di estrazione della rendita e generazione di incentivi. Il punto di vista dell'estrazione della rendita non suggerisce che nessuna parte del regime di compensazione serva gli interessi degli azionisti; sostiene soltanto che l'estrazione della rendita gioca un ruolo importante negli accordi di compensazione e che, di conseguenza, i manager sono pagati più di quanto sia ideale e in modi che non sono necessariamente ottimali per gli azionisti. La presenza dell'estrazione delle rendite, è coerente sia con i processi che producono schemi di compensazione sia con le forze di mercato e con i vincoli che le aziende devono affrontare. La retribuzione dei dirigenti è stata a lungo argomento di dibattito da parte degli accademici, dei media, del Congresso e del pubblico in generale. Negli Stati Uniti, la retribuzione totale dei dirigenti è aumentata notevolmente negli anni '90, poiché i programmi di stock options adottati dalle società hanno prodotto guadagni senza precedenti per i dirigenti senior. Sotto questo punto di vista, le pratiche di remunerazione dei dirigenti nelle grandi società quotate in Borsa sono progettate per minimizzare i costi di agenzia che esistono tra i CEO, gli agenti e gli azionisti, i mandanti.

## 6.2 Composizione della paga del CEO

Murphy nel suo elaborato denominato "*Executive Compensation*" del 1999, analizza dettagliatamente le singole componenti della remunerazione tipica di un dirigente. Queste sono:

- Stipendio base
- Bonus
- Stock options

- Premi azionari
- Piani di incentivo di lungo termine
- *Fringe benefits*

### 6.2.1 Stipendio base

Gli stipendi base degli amministratori delegati sono generalmente determinati attraverso un *benchmarking* competitivo, basato principalmente su sondaggi salariali generali integrati con analisi dettagliate svolte dalle imprese. Un'eccezione è rappresentata dai servizi pubblici e dalle istituzioni finanziarie, che invece utilizzano sondaggi specifici del settore. I dati ottenuti vengono poi raggruppati in base alle dimensioni aziendali, misurate tramite il fatturato e soprattutto attraverso la capitalizzazione di mercato, indicatore per lo più impiegato nelle *startup* caratterizzate da bassi ricavi ed alta capitalizzazione.

L'utilizzo quasi universale dei sondaggi per determinare gli stipendi base dei CEO, ha consentito di comprendere meglio i livelli e le tendenze che caratterizzano tale componente della remunerazione e ha portato alla luce diverse implicazioni rilevanti. Per prima cosa, come suggerito da Baker, Jensen e Murphy (1988) e Rosen (1992), gli adeguamenti dimensionali negli strumenti di indagine hanno formalizzato e rafforzato la relazione tra retribuzione dei dirigenti e dimensione aziendale. Inoltre, poiché gli stipendi al di sotto del 50esimo percentile sono spesso etichettati come inferiori alla media di mercato mentre quelli tra il 50esimo e il 75esimo sono considerati competitivi, i sondaggi hanno contribuito a un effetto cricchetto nei livelli di stipendio base. Infine, nonostante i sondaggi si adattino alle dimensioni dell'impresa e al settore di appartenenza, non contengono criteri che molti economisti considerano rilevanti per prevedere i livelli di reddito, ad esempio l'età, l'esperienza, l'istruzione e le prestazioni. La dimensione aziendale è inoltre un indicatore imperfetto dei requisiti di abilità manageriali, complessità del lavoro e ampiezza del controllo: pertanto la misura degli stipendi base basata su una di queste variabili, sarà distorta e imprecisa.

I dirigenti dedicano una notevole attenzione al processo di determinazione degli stipendi base, anche se questi rappresentano soltanto una percentuale via via in diminuzione della retribuzione totale. Ciò accade per tre diverse ragioni: in primo luogo, gli stipendi base sono un elemento chiave dei contratti di lavoro dirigenziali, i quali solitamente garantiscono piccoli aumenti degli stipendi base per i successivi cinque anni; in secondo luogo poiché sono una componente fissa e i dirigenti avversi al rischio preferiranno un aumento dello stipendio base rispetto ad un incremento della retribuzione variabile; infine, la maggior parte degli elementi della retribuzione



sono misurate rispetto ai livelli di stipendio base; i bonus target ad esempio sono tipicamente calcolati come percentuale di tale parte fissa, mentre le concessioni di opzioni sono espresse come suo multiplo. Di conseguenza, ogni aumento dello stipendio base ha ripercussioni positive su molte altre componenti retributive.

La figura seguente mostra il livello dei compensi degli amministratori delegati e la suddivisione nelle varie componenti che lo determinano. Vengono considerate le aziende americane, suddivise per dimensione, prese come campione da Murphy.

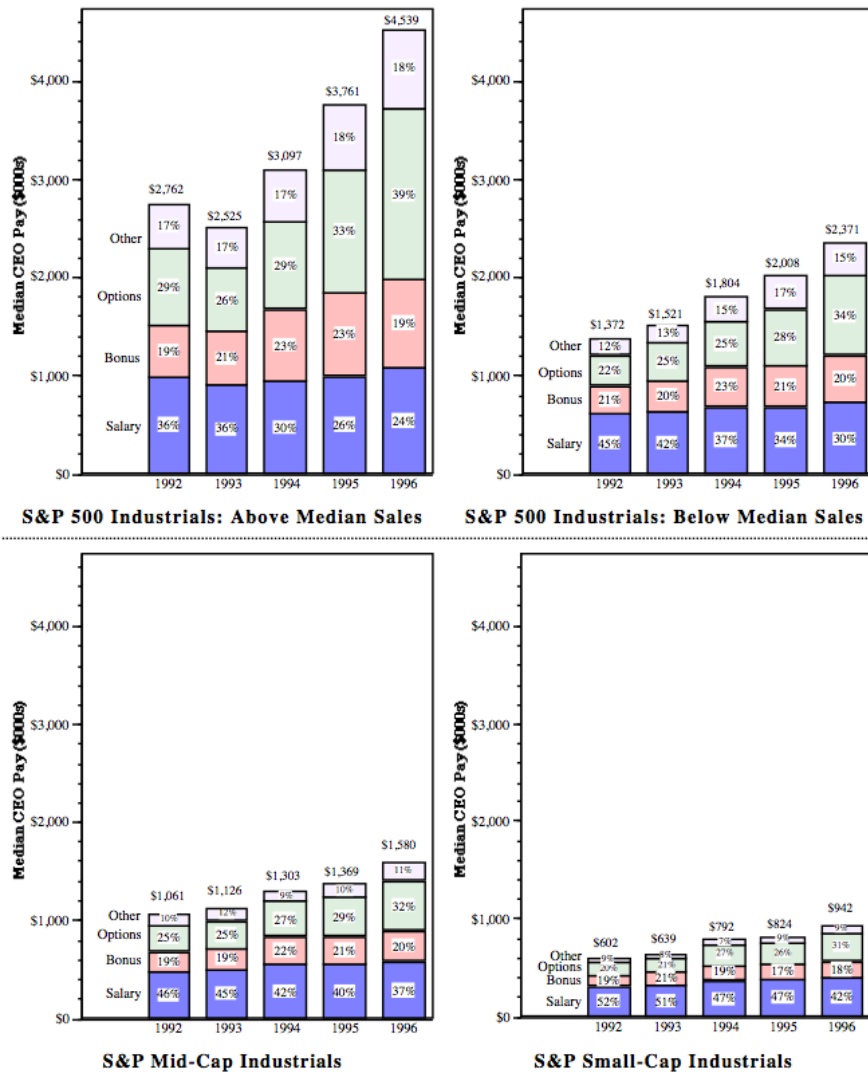


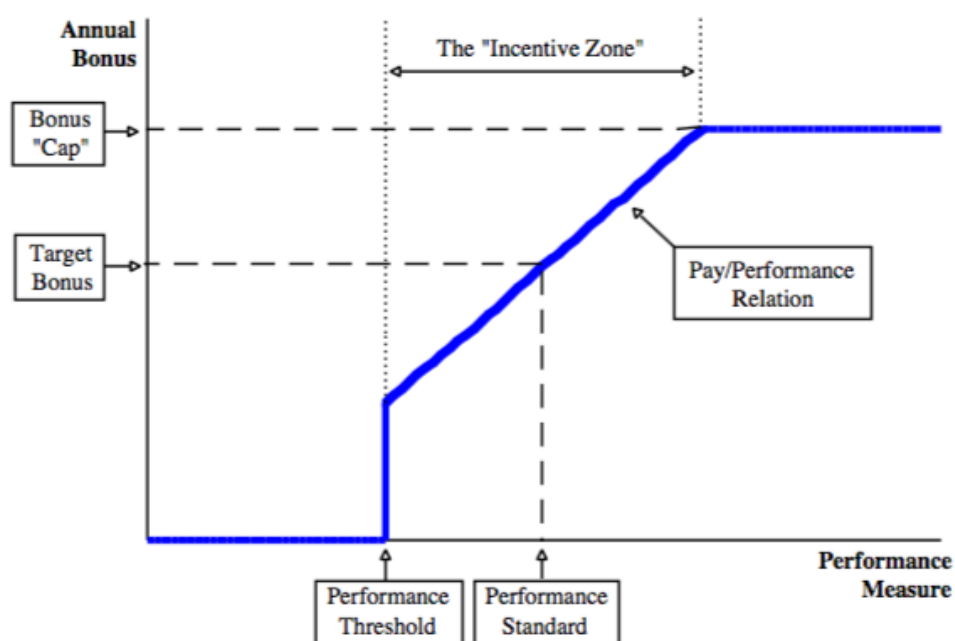
Figura 6.2: Composizione dei compensi dei CEO per dimensione di azienda

Fonte: Murphy 1999

## 6.2.2 Bonus

Praticamente ogni azienda offre un piano di bonus annuale ai CEO in base alle loro prestazioni annuali. Sebbene siano molto importanti, tuttavia, la maggior parte delle descrizioni su tali incentivi dirigenziali non sono sufficientemente rappresentative. Nonostante l'eterogeneità tra aziende e settori, i piani di bonus possono essere classificati in base a tre componenti fondamentali: misure prestazionali, standard di performance, e struttura del rapporto fra retribuzione e risultati ottenuti.

La figura sottostante mostra questi elementi per un piano di bonus tipico, la cui struttura può essere rappresentata da una spezzata.



**Figura 6.3:** Piano di incentivo annuale tipico

Fonte: Murphy, 1999

Si considerino 177 società statunitensi quotate in Borsa suddivise in tre gruppi a seconda del settore di appartenenza: utilities, società finanziarie, industriali e si osservino i relativi piani di incentivo annuali. Meno della metà delle aziende utilizza un'unica misura di performance nel proprio piano di bonus mentre la gran parte ne utilizza due o più. Nella maggioranza dei casi, le misure multiple sono additive e possono essere trattate come piani separati; in altre situazioni invece sono moltiplicative e il bonus pagato su una misura di performance potrebbe essere

aumentato o diminuito a seconda della realizzazione di un'altra misura; infine potrebbe accadere che i pagamenti dei bonus siano determinati tramite una matrice di misure di performance. Sebbene le aziende utilizzino una varietà di misure di performance finanziarie e non, quasi tutte si affidano ad un indicatore contabile, come il fatturato, l'utile netto, l'utile ante imposte, l'utile operativo (EBIT) o il valore aggiunto economico (EVA). Questo vale anche per le imprese che utilizzano più misure: infatti il 91% di esse impiega almeno una misura contabile nei loro piani di incentivo annuali. Spesso i bonus dipendono anche da prestazioni calcolate tramite altri indicatori finanziari come l'utile per azione (EPS) oppure espresse come margine o rendimento, ad esempio l'utile sul capitale. Infine, le misure di performance sono spesso correlate ai tassi di crescita, come l'EPS. Oltre alle misure sopra elencate ne esistono altre di tipo non finanziario: tra queste, quella più utilizzata è la prestazione individuale, calcolata attraverso il raggiungimento di obiettivi prefissati, nonché basata su una personale valutazione della performance. Ci sono poi altre misure riguardanti la soddisfazione del cliente, il raggiungimento di obiettivi operativi e/o strategici, come l'aumento della capacità di un impianto o la riduzione del *time-to-market* oppure la messa in sicurezza del posto di lavoro. È meno probabile che le istituzioni finanziarie utilizzino misure non finanziarie rispetto alle imprese industriali.

Ogni misura di prestazione utilizzata nel piano di bonus annuale, è correlata ad uno standard. A differenza di quanto accade per le misure di performance, la maggior parte degli standard di performance si basa su un unico criterio: infatti questo si riscontra nel 68% delle 125 imprese considerate nel campione. Quando la misura della performance nel piano è stata specificata come misura di crescita, lo standard viene definito come la performance dell'anno precedente, mentre quando è l'EVA, viene identificato come il costo del capitale dell'azienda.

Murphy (1999) ha inoltre eseguito una classificazione degli standard di prestazione:

- Standard di budget: includono piani di incentivo basati sulle prestazioni, misurate rispetto agli obiettivi di budget annuale dell'azienda, ad esempio quelli riguardanti i guadagni netti. Sono i più diffusi nell'analisi empirica di Murphy.
- *Prior-year standard*: si riferiscono a piani di bonus basati sulla crescita o sul miglioramento di anno in anno di determinati parametri, come la crescita delle vendite o dell'EPS, o ancora l'aumento dei profitti operativi. Essi sono mediamente diffusi.
- Standard discrezionali: riguardano piani di incentivo in cui gli obiettivi di performance sono fissati direttamente dal Board a seguito di una revisione del piano aziendale della società, delle prestazioni dell'anno precedente,

delle prestazioni previste e di una valutazione soggettiva della difficoltà nel raggiungimento delle prestazioni preventivate. Sono poco utilizzati.

- *Peer group standard*: includono piani di bonus che misurano le performance rispetto ad uno standard fisso, come un rendimento del 10% sulle attività, in cui tale 10% è costante negli anni o varia in modo predeterminato indipendentemente dalle prestazioni effettive. Anch'essi sono mediamente diffusi.
- *Timeless standard*: vengono adottati standard indipendenti dal tempo ed espressi in genere come percentuale di una determinata misura di performance. Sono quelli meno impiegati.
- *Cost of capital standard*: riguardano standard costruiti considerando il costo del capitale dell'azienda, ad esempio un piano di bonus che si riferisce all'EVA. Sono poco utilizzati.

La struttura del rapporto tra retribuzione e performance può essere determinata in una varietà di modi diversi. Il metodo di pagamento più diffuso è il piano 80/120 caratterizzato dal fatto che nessun bonus viene elargito fino a quando la performance non raggiunge o non supera l'80% dello standard di prestazione prefissato, mentre il bonus cap è concordato al 120%. Sebbene 80 e 120 siano la scelta modale per la soglia e per il tetto massimo di performance, altre combinazioni comuni (in ordine decrescente di frequenza) includono 90/110, 95/100, 50/150, 80/110, 90/120 e 80/140. Il successivo tipo di piano più comune, utilizzato dal 31% delle imprese del campione, è chiamato approccio *Modified Sum-of-Targets*: a ciascun partecipante al piano viene assegnato un bonus target e la loro somma definisce il *bonus pool target*. A fine anno, il bonus pool effettivo è determinato aumentando o diminuendo il pool target a seconda che la performance ottenuta superi o meno lo standard di performance. Il bonus pool è generalmente diviso tra i partecipanti in base ai loro bonus target individuali, sebbene una parte del pool possa finanziare premi discrezionali per riconoscere le prestazioni individuali.

Tuttavia è importante notare alcuni problemi relativi all'utilizzo di piani di bonus annuali. Innanzitutto, le misure contabili sono intrinsecamente retrospettive e di breve periodo e i manager potrebbero non svolgere azioni che ridurrebbero la redditività attuale ma aumenterebbero quella futura, come il taglio delle spese in ricerca e sviluppo (Dechow e Sloan, 1991). Inoltre, le misure contabili possono essere manipolate, sia attraverso aggiustamenti discrezionali nei ratei sia spostando i guadagni tra i vari periodi (Healy, 1985). Gli standard di prestazione causano problemi ogni volta che i dipendenti hanno un'influenza sul loro processo di definizione. Gli standard basati sul budget sono particolarmente sensibili a questo problema: possono ad esempio creare incentivi per evitare azioni nell'anno in corso

che potrebbero avere un effetto indesiderato sul budget dell'anno seguente. Allo stesso modo, gli standard basati sulla performance dell'anno precedente portano ad un effetto *ratchet* e allo *shirking*, poiché i manager sanno che una buona performance attuale sarà penalizzata nel prossimo periodo attraverso un aumento dello standard di performance. Al contrario, i *timeless standard*, i *cost of capital standard* e i *peer group standard* non sono facilmente influenzabili dai partecipanti al piano di bonus. Poiché i bonus si basano sulla performance annuale cumulativa e poiché i manager possono rivedere i loro sforzi quotidiani e le decisioni di investimento sulla base di valutazioni sulla performance di inizio anno, le non linearità nel tipico piano di bonus causano problemi di incentivo prevedibili (Holmstrom e Milgrom, 1987). In particolare, se i risultati verso la fine dell'anno suggeriscono che la performance annuale supererà quella richiesta per raggiungere il bonus cap, i manager tratterranno gli sforzi e cercheranno di inventare guadagni da utilizzare nell'anno successivo (Healy, 1985). Lo stesso accade se le prestazioni previste sono sotto l'*incentive zone*, i manager potrebbero scontare futuri profitti, soprattutto verso la fine dell'anno quando il raggiungimento del livello di performance soglia sembra altamente improbabile, in modo da riuscire a raggiungere il bonus minimo nell'anno corrente.

Oltre ai piani di bonus basati sulla performance attuale, molte aziende offrono piani di incentivo a lungo termine (LTIP), basati su un orizzonte temporale di tre o cinque anni. Nello studio effettuato da Murphy, circa il 27% degli amministratori delegati delle società S&P 500 ha ricevuto tali pagamenti nel 1996. La struttura è simile a quella dei piani di bonus annuali illustrata nella figura 6.3.

### 6.2.3 Premi azionari

Un'altra componente della retribuzione dei CEO è rappresentata dai premi azionari. Circa il 28% delle società S&P 500 ha concesso *restricted stock* ai propri amministratori delegati nel 1996; tali contributi rappresentano in media il 6,1% della retribuzione totale. Le azioni possono decadere a determinate condizioni, di solito legate alla longevità dei dipendenti. La possibilità di decadenza consente un favorevole trattamento fiscale, dovuto al fatto che i dirigenti non pagano imposte sulle azioni fino alla scadenza dei vincoli, e contabile, poiché il valore delle azioni viene ammortizzato lungo il periodo di vesting e contabilizzato come prezzo sul mercato alla data di assegnazione, anche se i prezzi sono aumentati dalla concessione.

### 6.2.4 Stock options

Murphy (1998) afferma che “le stock options sono contratti che danno al destinatario il diritto di acquistare una quota di azioni a un prezzo di esercizio (o *strike*

*price*) determinato in precedenza per un periodo prefissato.”

È possibile distinguere diverse fasi temporali nella vita di un'opzione:

1. *Granting period*: riguarda il periodo in cui i CEO ricevono dalla società il diritto di comprare alcune azioni ad un prezzo già stabilito.
2. *Vesting period*: fa riferimento alla fase di maturazione che si conclude con la *vesting date*, dove le opzioni solitamente non possono essere cedute e non garantiscono alcun diritto.
3. *Exercising period*: durante tale arco di tempo i dirigenti possono esercitare, prima della data di scadenza, il diritto di opzione.

Le opzioni in genere diventano esercitabili nel tempo; inoltre non sono negoziabili e solitamente decadono se l'esecutivo lascia l'azienda prima della maturazione, nonostante la maturazione accelerata sia un accordo di separazione comunemente contrattato, specialmente a seguito di un cambio di controllo.

Concettualmente, i parametri di un contratto di opzione suggeriscono una moltitudine di possibilità di progettazione: ad esempio, i prezzi di esercizio potrebbero essere indicizzati al settore o al mercato, le opzioni potrebbero essere perse a meno che non venga raggiunto un *trigger* di performance e così via. Tuttavia, vi sono poche variazioni nelle pratiche di assegnazione: la maggior parte delle opzioni scade in dieci anni e vengono conferite con prezzi di esercizio pari al *fair market value* alla data di concessione: quest'ultimo aspetto si verifica nel 95% delle normali assegnazioni di opzioni, mentre circa il 3% delle sovvenzioni è stato erogato con prezzi di esercizio inferiori al prezzo alla data di assegnazione (opzioni di sconto), altre ancora hanno avuto prezzi di esercizio superiori al prezzo alla data di assegnazione (opzioni premium). Gli incentivi dovuti al possesso di stock options, tuttavia, non corrispondono con quelli degli azionisti per diversi motivi. In primo luogo, poiché le opzioni premiano solo per l'apprezzamento delle azioni e non considerano i rendimenti totali per gli azionisti, che invece includono i dividendi: i dirigenti che detengono opzioni hanno incentivi a diminuire i dividendi e a favorire il riacquisto di azioni. Inoltre, poiché il valore delle opzioni aumenta con la volatilità del prezzo delle azioni, i dirigenti sono incentivati ad impegnarsi in investimenti più rischiosi. Infine, le opzioni perdono il proprio valore incentivante una volta che il prezzo delle azioni scende sotto al prezzo di esercizio e quindi l'esecutivo percepisce di avere poche possibilità di esercitare l'opzione: questa perdita di incentivi è una giustificazione comune per il riprezzamento delle opzioni a seguito di ribassi del prezzo delle azioni.

L'offerta di opzioni costa più agli azionisti di quanto valga per coloro che ne

beneficiano e dovrebbe essere concessa quindi soltanto se l'effetto incentivo supera la differenza tra il costo dell'azienda e il valore per il dirigente. Il costo opportunità dell'assegnazione di un'opzione per la società è opportunamente misurato come l'importo che un investitore esterno pagherebbe per l'opzione. L'investitore esterno è generalmente libero di negoziare o cedere l'opzione e può anche intraprendere azioni per coprire il rischio dell'opzione, come vendere allo scoperto il titolo sottostante. I manager, al contrario, non possono eseguire tali azioni. Inoltre, mentre gli investitori esterni tendono ad essere ben diversificati, poiché detengono piccole quantità di azioni in un gran numero di società, i dirigenti sono intrinsecamente non diversificati, con il loro capitale fisico e umano investito in modo sproporzionato nella loro società.

Le stock options sembrano inoltre un modo naturale per legare la retribuzione dei dirigenti all'andamento del prezzo delle azioni dell'azienda. Tuttavia, nonostante le ovvie implicazioni di incentivo, la popolarità delle stock options riflette in gran parte il loro trattamento fiscale e contabile favorevole. In particolare, esse offrono un modo interessante per differire il reddito imponibile e sono in gran parte invisibili per i rendiconti contabili aziendali. Le stock options rappresentano una forma relativamente unica di compensazione differita in cui il destinatario ha una notevole discrezionalità nel determinare quando realizzare il reddito imponibile.

### **6.2.5 Fringe benefits**

I fringe benefits sono una forma di remunerazione non in denaro: spesso infatti si usa concedere al dipendente l'utilizzo di beni aziendali, come auto, cellulare o computer, o la fruizione di servizi, ad esempio dei corsi di istruzione. Si ottiene così un reddito in natura che va ad aggiungersi al tradizionale compenso. I dirigenti di alto livello partecipano regolarmente a piani pensionistici supplementari (SERP), i quali non sono qualificati ai fini fiscali e possono assumere una varietà di forme diverse, come essere basati su anni di servizio accreditati (che possono differire dagli anni di servizio effettivi) o su variabili riferite all'inflazione o alla performance aziendale. Questi pagamenti spesso non vengono divulgati, perché i destinatari in pensione non sono più dirigenti dell'azienda e risulta complicato e in definitiva arbitrario convertire i pagamenti futuri in retribuzione annuale corrente. In effetti, la vaghezza della divulgazione, unita ad aneddoti di notevoli pagamenti, in alcuni casi pubblicizzati, hanno portato alcuni osservatori a chiamare i piani pensionistici compensazione invisibile.

### **6.2.6 Rischio di licenziamento**

Strettamente correlato alla ricerca sulla remunerazione dei dirigenti è il tema sulla performance finanziaria dell'azienda che circonda il turnover del CEO (Murphy

e Zimmerman, 1993). Innanzitutto, come documentato negli studi di Coughlan, Schmidt (1985) e Warner, Watts e Wruck (1988), esiste una correlazione negativa tra le prestazioni dell'azienda e la probabilità di turnover del management. In secondo luogo, l'entità della relazione tra turnover e performance è più forte nelle società con un'elevata presenza di amministratori esterni indipendenti (Weisbach, 1988). In terzo luogo, le aziende che ottengono scarsi risultati rispetto al loro settore di appartenenza hanno maggiori probabilità di assumere un CEO sostitutivo esterno all'azienda (Parrino, 1997). La relazione negativa tra l'andamento del prezzo delle azioni e il successivo turnover è stata generalmente interpretata come prova che i Consigli di Amministrazione licenziano i CEO con scarse prestazioni. Tuttavia, fino a poco tempo fa, raramente gli amministratori delegati venivano licenziati. Warner, Watts e Wruck (1988), ad esempio, hanno analizzato 272 aziende dal 1963 al 1978 e hanno riscontrato un solo caso di licenziamento e solo dieci circostanze in cui uno scarso rendimento è stato considerato una delle ragioni della separazione. Questi dati sembrano in contrasto con i cambiamenti di gestione molto pubblicizzati in aziende come American Express, Apple e Kodak, suggerendo che le dimissioni sono diventate più comuni negli anni Novanta.

Murphy (1999) concorda sull'esistenza di una relazione negativa tra performance e probabilità di turnover dei dirigenti. La Figura 6.4 mostra i tassi di licenziamento anno per anno per i CEO delle società S&P 500 raggruppati a seconda che le prestazioni aziendali nei due anni precedenti siano scese al di sotto o al di sopra del quartile inferiore di performance.

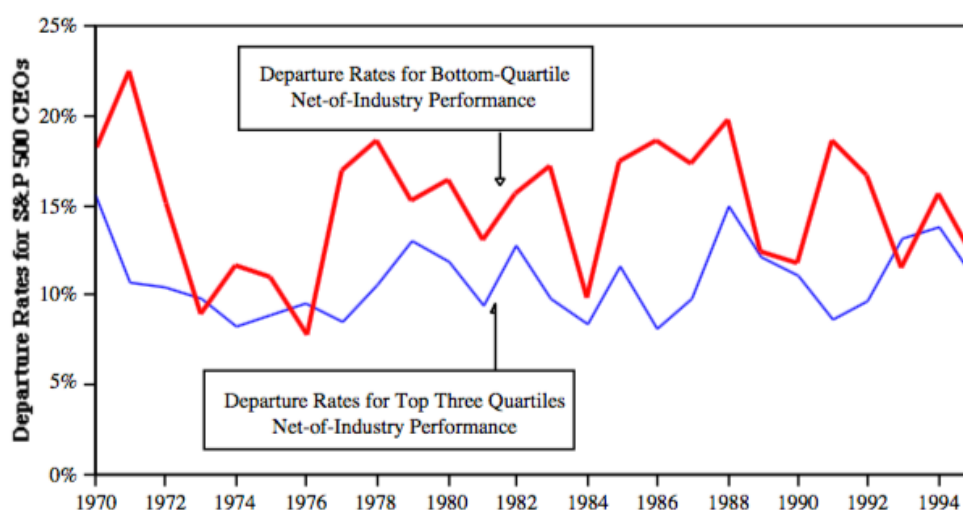


Figura 6.4: Departure Rate CEO S&P 500 nel periodo 1970-1994

Fonte: Murphy, 1999



Dall'analisi si nota che, i tassi di licenziamento per i CEO con scarse prestazioni passano dal 22,5% nel 1971 al 7,7% nel 1976 (in media 15,0%) mentre quelli per i CEO con prestazioni migliori vanno dal 15,6% nel 1970 all'8,0% nel 1986 (in media 10,8%). È possibile quindi affermare che i tassi di licenziamento per i CEO con prestazioni scadenti hanno superato quelli per i manager con buone prestazioni in tutti tranne tre dei 26 anni del campione.

Diversi studi effettuati mostrano come il turnover, nelle aziende di dimensione maggiore, sia principalmente correlato all'età dei dirigenti; il contrario accade invece nelle piccole società dove il licenziamento dell'amministratore delegato è dovuto soprattutto alle sue prestazioni non soddisfacenti.

## 6.3 Migliorare la trasparenza

La trasparenza ha l'obiettivo di fornire agli azionisti un quadro più accurato della retribuzione totale del CEO e del suo rapporto con la performance e quindi di svolgere un certo controllo sugli scostamenti dagli accordi che servono gli interessi degli azionisti. Inoltre, la trasparenza eliminerebbe le distorsioni che attualmente sorgono quando i progettisti retribuiti scelgono particolari forme di compensazione che non tengono conto della loro effettiva efficienza. Infine, la trasparenza imporrebbe costi ridotti alle aziende perché richiederebbe loro di divulgare in modo chiaro e preciso le informazioni che hanno o che possono ottenere a costi trascurabili. I regolamenti SEC (*Securities and Exchange Commission*) richiedono già una divulgazione dettagliata della retribuzione del CEO di una società e dei suoi quattro dirigenti più pagati. Lo scopo della divulgazione delle retribuzioni dei dirigenti non è solo quello di consentire un prezzo accurato dei titoli societari, ma di fornire un controllo sugli accordi che sono troppo favorevoli ai dirigenti. Questo obiettivo non è raggiunto diffondendo informazioni comprensibili soltanto a un piccolo numero di professionisti.

### 6.3.1 Raccomandazioni

Le misure descritte di seguito potrebbero aumentare in modo sostanziale la trasparenza delle disposizioni retributive:

- Attribuire un valore in dollari a tutte le forme di compensazione: le aziende dovrebbero essere tenute a farlo per tutte le forme di risarcimento e ad includere tali importi nelle tabelle riepilogative dei compensi contenute nelle dichiarazioni SEC della società. I dirigenti ricevono regolarmente un sostanziale risarcimento invisibile sotto forma di pensioni, compensi differiti, vantaggi post-pensionamento e contratti di consulenza. Sebbene alcuni dettagli di

questi benefici siano presenti nei vari rapporti SEC, alle imprese non è stato richiesto di attribuire un valore in dollari a nessuna di queste forme di benefici e di includere questo valore nelle tabelle riepilogative che ricevono la massima attenzione da parte degli investitori e dei media. Questi benefici non sono nemmeno presenti nel database standard utilizzato dagli economisti finanziari per studiare la retribuzione dei dirigenti. Inoltre, potrebbe essere desiderabile richiedere alle società di segnalare qualsiasi vantaggio fiscale maturato al dirigente a spese dell'organizzazione.

- **Divulgare tutti i compensi non deducibili:** le società normalmente includono nella loro divulgazione un linguaggio standard per informare gli azionisti che alcuni accordi potrebbero impedire all'azienda di detrarre una parte del compenso di un dirigente; tuttavia non forniscono dettagli su quali particolari importi finiscono per non essere deducibili. Le aziende dovrebbero quindi evidenziare le componenti della retribuzione che non sono deducibili, attribuire un valore monetario ai costi di questa non deducibilità e rivelare questo costo in dollari agli investitori.
- **Opzioni di spesa:** le opzioni dovrebbero essere spese. La razionalizzazione del trattamento contabile eliminerebbe un'importante scusa utilizzata per evitare opzioni indicizzate e altre opzioni a sorpresa ridotta. Il fatto che tali opzioni debbano essere spese mentre le opzioni convenzionali non necessariamente, non deve essere un motivo per impiegare opzioni convenzionali che premiano i manager per i rialzi generali del mercato o del settore.
- **Segnalare la relazione tra retribuzione e prestazioni:** le aziende dovrebbero riferire ai propri azionisti quanto dei profitti dei dirigenti derivanti da compensi azionari e non azionari sia attribuibile ai movimenti generali del mercato e del settore. Ciò potrebbe essere fatto richiedendo alle imprese di calcolare e riportare i guadagni realizzati dai manager dall'esercizio di opzioni e di indicare quale frazione, se presente, riflette il successo dell'azienda nel sovraperformare i suoi concorrenti del settore. Tale divulgazione aiuterebbe a chiarire fino a che punto i piani della società basati su azioni premiano i manager per una buona performance relativa.
- **Opzione di divulgazione:** le aziende dovrebbero rendere trasparente agli azionisti su base regolare che i loro cinque maggiori dirigenti utilizzano gli strumenti rappresentativi di capitale ricevuti, come parte della loro retribuzione.

### **6.3.2 Decreto 169**

In seguito alle numerose e recenti crisi che hanno coinvolto il settore bancario e al termine di un inspiegabile e lungo periodo di dibattito, il 23 novembre 2020 è

entrato in vigore il provvedimento numero 169, riguardante esclusivamente l'attività delle banche, con il quale sono stati ribaditi e regolamentati, da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, i nuovi criteri e requisiti che gli esponenti delle società finanziarie devono possedere per risultare idonei a ricoprire tale ruolo. Il decreto è stato sviluppato con l'obiettivo di assumere, mediante un accurato processo di selezione, gli esponenti migliori, aventi cioè particolari qualità e caratteristiche. Viene quindi adottata una regolamentazione che mira a far conciliare criteri specifici, come la competenza e la correttezza, con requisiti di professionalità e onorabilità di cui i candidati devono essere dotati. Oltre a ciò, per comprendere la loro adeguatezza allo svolgimento dell'incarico, devono essere presi in considerazione i comportamenti e le esperienze professionali e personali pregresse, il ruolo fino a quel momento ricoperto e le dimensioni e l'operatività degli istituti in cui hanno prestato servizio. Nel decreto sono poi presenti articoli sull'indipendenza che l'esponente dovrebbe avere nel proprio lavoro e sulla quantità di tempo che egli dovrebbe dedicare allo stesso. Inoltre il provvedimento pone notevole attenzione alla tematica dell'autovalutazione, riferendosi, oltre che alla determinazione di specifici criteri per i candidati, anche all'idoneità degli organi preposti e degli individui che li compongono.



# Capitolo 7

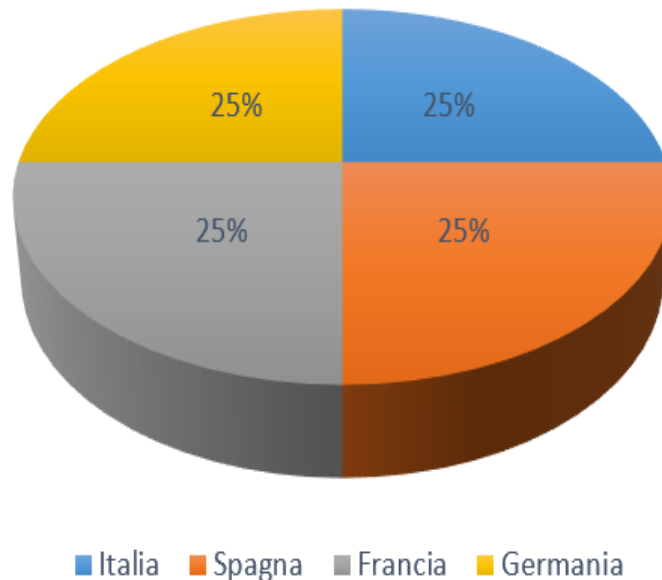
## Analisi empirica

L'obiettivo della seguente analisi di regressione è indagare la relazione esistente tra la remunerazione degli amministratori delegati e la performance delle banche da essi guidati e per farlo sono state prese in considerazione diverse variabili ritenute rilevanti.

### 7.1 Il campione di banche analizzate

Il campione analizzato è composto da quaranta banche provenienti dai principali Paesi dell'Unione Europea: Germania, Francia, Spagna ed Italia. L'indice utilizzato per la selezione di tali banche è stato la capitalizzazione di mercato. Dal momento che il fine di questo studio è analizzare la correlazione tra la retribuzione dei CEO e la performance bancaria, sono stati valutati soltanto istituti bancari quotati nei mercati regolamentati, in quanto soltanto essi sono obbligati a pubblicare documenti riguardanti la paga dei propri manager. Inoltre ci si riferisce prevalentemente a banche commerciali, che non svolgono anche l'attività di investimento: è necessario precisare ciò in quanto prima della crisi finanziaria, non vi era alcuna differenziazione tra le varie tipologie di banche, bensì era presente il modello della banca universale, fondato sull'idea di gruppo bancario multifunzionale, capace di far fronte alle necessità di tutte le categorie di clienti. Il periodo al quale l'analisi si riferisce è il decennio 2011-2020; per qualche istituto bancario, in determinati anni, non sono presenti informazioni sui compensi dei CEO e alcuni dati risultano indisponibili, per diverse motivazioni, ad esempio le quotazioni o le acquisizioni avvenute durante tale arco di tempo. I dati raccolti sono stati scaricati dai siti online di ciascuna banca e dal software Eikon Refinitiv.

Nella figura 7.1 è presente un diagramma a torta della composizione geografica del campione: è possibile notare che gli istituti bancari considerati sono stati divisi equamente tra le quattro Nazioni, che rappresentano, insieme al Regno Unito, i Paesi più popolati e più sviluppati del vecchio continente.



**Figura 7.1:** Diagramma a torta del campione utilizzato per Stato di provenienza

## 7.2 Variabili di analisi

Nell'analisi sono state considerate variabili di performance, come la capitalizzazione di mercato, il fatturato, il ROA, il ROE; variabili di governance, quali la dimensione del CdA, il numero di riunioni svolte, il modello adottato, la percentuale di donne e di amministratori indipendenti presenti nel Board; variabili riguardanti la figura del CEO come la duality, l'età, il numero di anni in carica, il turnover e le componenti della sua remunerazione.

Di seguito sono elencate tali variabili. Accanto è presente una definizione e il modo in cui esse vengono misurate.

Variabile	Definizione	Misura
year	Anno considerato	1=2011 2=2012 3=2013 4=2014 5=2015 6=2016 7=2017 8=2018 9=2019 10=2020
ROE	Return On Equity	$ROE = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale netto}}$
ROA	Return On Asset	$ROA = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Totale attività}}$
mcap	Capitalizzazione di mercato	mcap = Numero azioni * Prezzo
fatturato	Totale fatturato	
type	Struttura di governo adottata	One tier=monistico; Two Tier=dualistico; Mixed=tradizionale
board	Dimensione del Board	
ind	Percentuale di amministratori indipendenti	$\frac{\text{Numero amministratori indipendenti}}{\text{Numero totale componenti del Board}}$
wom	Percentuale di donne nel Board	$\frac{\text{Numero donne}}{\text{Numero totale componenti del Board}}$
meeting	Numero di riunioni annuali	
age	Età del CEO	
tenure	Durata dell'incarico di CEO	
duality	CEO duality	Se il CEO è il presidente del CdA=1; altrimenti=0
turnover	CEO turnover	Se il CEO cambia=1; altrimenti=0
sal	Salario del CEO	Compresi gettoni di presenza
bonus	Bonus monetari	
bnm	Benefici non monetari e fringe benefits	
stockopt	Valore delle stock options	
tot	Remunerazione totale del CEO	tot=sal+bonus+bnm+stockopt

**Tabella 7.1:** Definizione e misura delle variabili considerate

### 7.2.1 Variabili di performance

Nella tabella successiva sono riportati i valori calcolati per il decennio 2011-2020 relativi alle variabili di performance. Con il ROE è possibile verificare la redditività del patrimonio netto, ossia quanto si riesce ad ottenere economicamente dall'investimento eseguito dagli affiliati; può essere quindi impiegato per valutare come il management gestisce i propri mezzi per aumentare gli utili aziendali. Il ROA invece rappresenta il livello d'efficienza con cui le banche impiegano le proprie risorse per ottenere profitti. Infine il fatturato è la somma dei ricavi registrati durante l'anno dall'istituto bancario e per i quali è stata emessa una fattura mentre per capitalizzazione si intende il valore di mercato delle azioni di una società.

	ROE	ROA	mcap (MLD)	fatturato (MLD)
Media	0,073561	0,004537	18,3	11,76
Mediana	0,06315	0,0037	7,08	4,29
Deviazione Standard	0,10112	0,00943	20,929	14,054
Varianza	0,010225	0,000088	438,065	197,52
Massimo	0,2992	0,0255	67,5	47,9
Minimo	-0,2182	-0,0296	0,114	0,0732

**Tabella 7.2:** Variabili di performance, elaborazione dati

Le banche considerate nell'analisi sembrano avere buoni risultati in termini di ROE, con un ritorno medio pari al 7,3%. Il ROA varia in un intervallo compreso tra -2,96% e 2,5% con una deviazione standard dello 0,9%.

### 7.2.2 Variabili di governance

Nella tabella seguente sono riportate le variabili di governance prese in considerazione nello studio: la dimensione e la struttura del CdA, il numero delle donne e



degli amministratori indipendenti presenti nel Board e quante riunioni sono state effettuate. Dai dati inoltre risulta che 20 tra le banche considerate utilizzano il modello monistico, soltanto 3 il sistema dualistico e 17 il tradizionale.

	board	ind	wom	meeting
Media	13,486	58%	34,32%	13,5
Mediana	13	60%	33,3%	12
Deviazione Standard	4,09	0,1761	0,1319	4,961
Varianza	16,73	0,031	0,0174	24,61
Massimo	24	90,9%	58,3%	26
Minimo	4	26,7%	7,14%	4

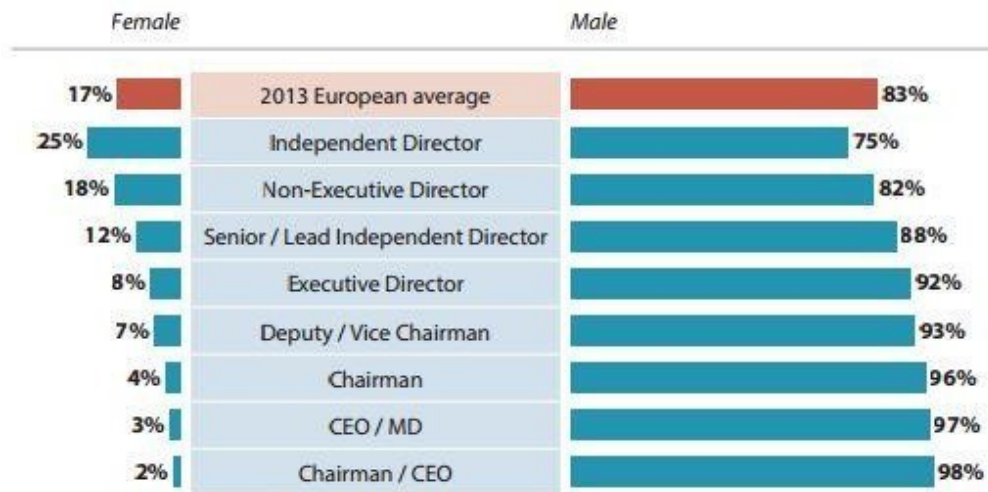
**Tabella 7.3:** Variabili di governance, elaborazione dati

La dimensione ottimale del Board rappresenta uno degli argomenti maggiormente discussi in letteratura: numerosi studi concordano sul fatto che CdA di dimensioni inferiori sono positivamente correlati con la performance aziendale. Nonostante un numero maggiore di amministratori nel Consiglio inizialmente renda più semplice lo svolgimento dei compiti principali, successivamente porta a problemi di comunicazione, impattando sull'efficacia del CdA e di conseguenza sulle prestazioni dell'istituto bancario. Si ritiene ottimale un Board costituito da un numero compreso tra 8 e 10 persone, valori inferiori rispetto a quelli risultanti da questo studio, nella quale il numero medio di amministratori è pari a 13,5.

Sebbene la presenza di donne all'interno del Board sia cresciuta soprattutto negli ultimi anni, la rappresentanza nelle più alte cariche dirigenziali è ancora molto scarsa. Infatti dai risultati ottenuti nell'analisi è possibile osservare che le donne appartenenti al Consiglio di Amministrazione raggiungono in media il 34,32%,

tuttavia tra le banche analizzate solamente 2 hanno come CEO una donna, a dimostrazione che ancora, soprattutto per i ruoli più importanti, prevale la presenza degli uomini.

Nel 2013 le donne che lavoravano come amministratori indipendenti rappresentavano il 25%, mentre soltanto il 2% delle donne esercitavano il ruolo di presidente del Consiglio di Amministrazione o di CEO. Dalla figura seguente è possibile osservare come la presenza di donne diminuisce all'aumentare dell'importanza della carica, mentre accade il contrario per gli uomini; inoltre la partecipazione maschile media nei CdA europei è dell'83% contro soltanto il 17% per le quote rosa.



**Figura 7.2:** Carica ricoperta in base al genere

Fonte: Heidrick Struggles, Towards Dynamic Governance, 2014

Per quanto riguarda il numero di meeting, maggiore è la frequenza con cui i membri si riuniscono, più elevata sarà la loro conoscenza sulle strategie e sulle caratteristiche principali della banca e quindi aumenterà anche la probabilità che prendano decisioni più consapevolmente. Importante è la regolarità con cui il manager partecipa alle assemblee: molti Stati adottano il gettone di presenza, ovvero un rimborso spese per incentivarlo a prendere parte alle riunioni.

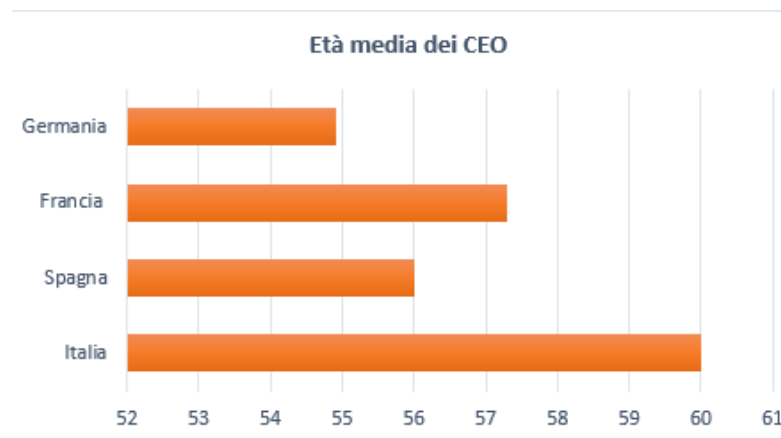
### 7.2.3 Variabili relative alla figura del CEO

In questo paragrafo si prendono in considerazione le principali variabili riguardanti la figura del CEO: l'età, la duality, ovvero se ricopre o meno anche il ruolo di presidente del CdA, il turnover, ossia la sua sostituzione, e la tenure, cioè il numero di anni in cui resta in carica.

	age	tenure	duality	turnover
Media	57,57	6,52	0,0513	0,1136
Mediana	58,5	5	0	0
Deviazione Standard	6,04	4,63	0,2235	0.3177
Varianza	36,513	21,44	0,0499	0,1009
Massimo	74	24	1	1
Minimo	43	1	0	0

**Tabella 7.4:** Variabili specifiche del CEO, elaborazione dati

La grande maggioranza delle banche analizzate ha optato per la separazione delle cariche di CEO e di presidente del CdA, seguendo le raccomandazioni di dividere i due ruoli. Per quanto riguarda l'età media dei dirigenti ci sono due correnti di pensiero: chi ritiene necessario inserire membri più giovani all'interno dei Board e chi crede che l'esperienza sia un fattore più importante. La tenure media del CEO è pressoché uniforme tra i vari Paesi; risulta tuttavia interessante il grafico riguardante l'età media per Stato.



**Figura 7.3:** Età media dei CEO per Stato

È possibile osservare che in Italia i CEO hanno mediamente un'età più elevata, superiore anche alla media generale, che risulta pari a 57,57 anni. Gli amministratori delegati tedeschi sono invece mediamente i più giovani.

#### 7.2.4 Variabili relative alla remunerazione dei CEO

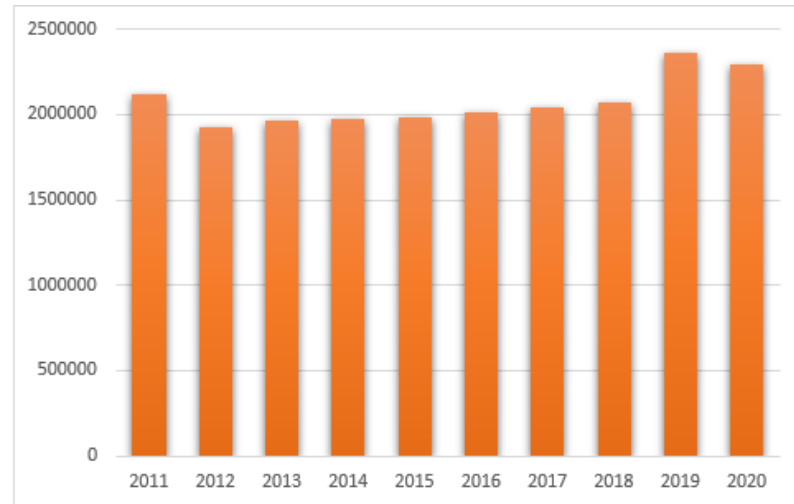
Le seguenti variabili sono quelle a cui il CEO pone maggiore attenzione e sono alla base di questa analisi. Per alcune banche non erano presenti sulle proprie relazioni annuali dati riguardanti la componente variabile della paga. In tali casi, è stato assunto che non ci fossero nel contratto ed è stato inserito il valore zero nelle osservazioni.

	sal	bonus	bnm	stockopt	tot
Media	1165507,14	433338,1	134211,4	353437,1	2086493,75
Mediana	1000000	184000	5257,5	0	1469350
Deviazione Standard	785475,56	613980,9	400534,8	677731,6	1649554,67
Varianza	$6,17 \cdot 10^{11}$	$3,77 \cdot 10^{11}$	$1,60 \cdot 10^{11}$	$4,59 \cdot 10^{11}$	$2,72 \cdot 10^{12}$
Massimo	5400000	4624000	5304000	4330029	8971062
Minimo	96000	0	0	0	121123

**Tabella 7.5:** Variabili riguardanti la remunerazione del CEO, elaborazione dati

Si evidenzia una notevole differenza tra media e mediana per le diverse componenti della paga; questo è dovuto alla grande variabilità nel campione analizzato. La remunerazione totale media è poco inferiore a 2 milioni e 86 mila euro mentre il valore mediano è quasi la metà ed è leggermente superiore a 1 milione e 469 mila euro.

Nel grafico sottostante è riportato l'andamento nel decennio considerato del valore medio del totale della paga dei CEO.



**Figura 7.4:** Remunerazione media dei CEO nel decennio 2011-2020

È possibile notare un trend piuttosto uniforme della remunerazione media nell'arco dei 10 anni, con un picco nel 2019, anno precedente allo scoppio della pandemia in Europa che ha portato alla spontanea riduzione dei compensi da parte di alcuni banchieri.

### 7.3 Modello di regressione

Nell'analisi di regressione viene valutato il legame tra la paga dei dirigenti e alcune variabili di performance come la capitalizzazione di mercato, il Return on Assets, il Return on Equity o il fatturato. Al modello sono state poi aggiunte altre variabili che tengono conto oltre che delle caratteristiche del CEO, quali l'età, la tenure e la presenza o meno della duality, anche della governance nelle banche rappresentata dalla dimensione del Board, dalla percentuale di donne e di indipendenti nel Consiglio di Amministrazione oppure dal numero di riunioni svolte annualmente. Quindi è possibile affermare che la remunerazione dei CEO sia in funzione di tutte queste variabili. Il campione utilizzato è costituito da più banche studiate per più di un anno, perciò si è in presenza di dati panel. Poiché il database comprende osservazioni di un insieme limitato e fisso di unità d'interesse, è corretto presupporre che il metodo ad effetti fissi sia il più efficiente.

Il modello può essere rappresentato matematicamente come segue:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 * X_{1,it} + \dots + \beta_k * X_{k,it} + u_{it} \quad (7.1)$$

con  $i=1, \dots, n$  e  $t=1, \dots, T$

Dove:

- $Y_{it}$  è la variabile dipendente indicante la paga del dirigente. Il pedice “i” si riferisce alla banca mentre il pedice “t” individua l’anno considerato.
- $\alpha_i$  indica l’intercetta per ogni istituto bancario.
- $X_{1,it}, \dots, X_{k,it}$  rappresentano le variabili indipendenti considerate nell’analisi.
- $\beta_1, \dots, \beta_k$  sono i coefficienti di tali variabili.
- $u_{it}$  è il termine di errore, che in presenza di dati panel può essere scomposto in:  $u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it}$  per evidenziare un effetto specifico individuale, un effetto specifico temporale e il classico disturbo stocastico.

Partendo dalle variabili iniziali ne sono state create altre, necessarie per eseguire le analisi di regressione, come ad esempio le trasformazioni logaritmiche delle stesse variabili o il rispettivo valore percentuale, moltiplicando per 100. Per queste ultime è stato aggiunto il suffisso `_pct` al nome della variabile iniziale, mentre le prime sono state identificate con `log`. Questo è stato possibile utilizzando la funzione `generate` di STATA. Inoltre per indicare al software di avere a disposizione dati panel si utilizza il comando `xtset`, mentre la funzione `xtreg` consente di eseguire le regressioni su questa tipologia di dati.

## 7.4 Risultati ottenuti

In questo paragrafo saranno presentati i risultati ottenuti eseguendo le diverse regressioni e considerando come variabile dipendente il logaritmo del compenso totale dei dirigenti.

### 7.4.1 Regressioni con capitalizzazione di mercato

La capitalizzazione di mercato è l’indicatore a cui gli investitori e gli azionisti di un’impresa pongono maggiore attenzione. Ci si aspetta quindi una relazione positiva con la remunerazione del CEO. Per studiare l’effettivo legame esistente, sono state realizzate diverse regressioni, i cui risultati sono riportati di seguito e nelle quali sono state man mano aggiunte le variabili in precedenza descritte. Si è deciso di utilizzare il logaritmo del fatturato come variabile di controllo.

*Analisi empirica*

log(tot)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
log(mcap)	0.2629*** (0.0905)	0.3751*** (0.1353)	0.3806*** (0.1293)	0.3460** (0.1453)	0.2579** (0.1174)	0.2600** (0.1168)	0.2855** (0.1152)	0.2431*** (0.0590)
log(fatturato)			-0.0335 (0.1498)	-0.0230 (0.1477)	-0.0419 (0.1413)	-0.0143 (0.1418)	0.1399 (0.1463)	0.0045 (0.0545)
age				0.0115 (0.0110)	0.0046 (0.0112)	0.0042 (0.0109)	0.0070 (0.0121)	0.0020 (0.0105)
tenure					0.0141 (0.0123)	0.0152 (0.0113)	0.0213 (0.0131)	0.0160 (0.0128)
board						0.0194 (0.0292)	-0.0114 (0.0230)	-0.0133 (0.0213)
ind_pct							-0.0015 (0.0028)	0.0005 (0.0028)
wom_pct								0.0014 (0.0109)
2012.year		-0.0634 (0.1444)	-0.0626 (0.1449)	-0.1366 (0.1293)	-0.0143 (0.1596)	-0.0180 (0.1684)	-0.1705 (0.1614)	-0.1620 (0.1607)
2013.year		-0.3007* (0.1726)	-0.3025* (0.1692)	-0.3509** (0.1634)	-0.3360 (0.2314)	-0.3471 (0.2290)	-0.6759*** (0.2409)	-0.5980** (0.2343)
2014.year		-0.3147 (0.2205)	-0.3143 (0.2219)	-0.3367 (0.2248)	-0.2397 (0.2336)	-0.2396 (0.2325)	-0.5613** (0.2430)	-0.4680** (0.2069)
2015.year		-0.2251 (0.2177)	-0.2226 (0.2229)	-0.2856 (0.2336)	-0.1928 (0.2468)	-0.2105 (0.2424)	-0.5117* (0.2475)	-0.3794* (0.1994)
2016.year		-0.2002 (0.2186)	-0.1965 (0.2277)	-0.2902 (0.2400)	-0.2254 (0.2589)	-0.2502 (0.2552)	-0.5864** (0.2419)	-0.4757** (0.1985)
2017.year		-0.2163 (0.2400)	-0.2125 (0.2498)	-0.2983 (0.2665)	-0.2435 (0.2546)	-0.2828 (0.2507)	-0.6395** (0.2721)	-0.4938** (0.2077)
2018.year		-0.1376 (0.1937)	-0.1325 (0.2056)	-0.2596 (0.2105)	-0.2350 (0.2392)	-0.2590 (0.2328)	-0.6316** (0.2391)	-0.4912*** (0.1754)
2019.year		-0.0857 (0.2072)	-0.0803 (0.2202)	-0.1811 (0.2364)	-0.1496 (0.2586)	-0.1580 (0.2519)	-0.5978** (0.2511)	-0.4426** (0.1806)
2020.year		-0.0487 (0.2083)	-0.0423 (0.2204)	-0.1891 (0.2414)	-0.1701 (0.2656)	-0.1686 (0.2582)	-0.6176** (0.2587)	-0.4732** (0.1958)
Constant	8.5478*** (1.9663)	6.2717** (2.8258)	6.8864 (4.5798)	6.7875 (4.9411)	9.3766*** (3.4378)	8.4742** (3.6670)	5.1535 (3.6836)	9.0246*** (1.5779)
Observation	330	330	330	290	245	231	176	176
R-squared	0.0525	0.0994	0.0997	0.0890	0.073	0.0827	0.1465	0.1370
Number of banks	40	40	40	33	33	30	23	23

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.6:** Risultati regressioni con capitalizzazione di mercato

Dalla tabella è possibile notare la presenza di una relazione positiva fra il compenso dei CEO e la capitalizzazione di mercato in tutte le regressioni effettuate e questa è significativa all'1% per le prime tre prove e nell'ultima ed esserlo al 5% in quelle centrali. Nella regressione (1) un incremento dell'1% della capitalizzazione di mercato comporta un aumento dello 0,26% della remunerazione totale del CEO. Nella seconda colonna sono stati presi in considerazione i vari anni e STATA elimina automaticamente la variabile binaria relativa al 2011 per evitare il problema di collinearità perfetta. Nella terza regressione viene aggiunta la variabile di controllo, il fatturato, dopo averlo trasformato in logaritmo. Nonostante ci si aspettasse una relazione positiva, poiché banche con un fatturato più elevato dovrebbero avere più risorse per pagare i propri dirigenti, così non è: il legame è infatti inizialmente negativo, anche se non è significativo, mentre nelle ultime due colonne la relazione diventa poi positiva. Nelle regressioni (4) e (5) sono state inserite l'età e la tenure ed entrambe hanno segno positivo: infatti è plausibile che all'aumentare dell'età e degli anni in carica, il CEO acquisisca una maggiore esperienza e consapevolezza e quindi riceva una remunerazione maggiore. Nella colonna (7) sono state aggiunte le variabili riguardanti la composizione del Board e la percentuale di amministratori indipendenti ed entrambe presentano segno negativo, seppur non siano significative e si abbiano un numero minore di osservazioni. Nella regressione conclusiva si è considerata anche la percentuale di donne appartenenti al Consiglio di Amministrazione.

### 7.4.2 La CEO Duality

Le precedenti analisi sono state completate eseguendo altre due regressioni riguardanti la duality e la sua interazione con la capitalizzazione di mercato. Quest'ultima, indicata con  $duality\_log(mcap)$ , rappresenta l'interdipendenza tra le due variabili indipendenti, di cui una continua ( $\log(mcap)$ ) e una *dummy* (duality), la quale può assumere soltanto due valori, lo zero o l'uno.

Dai risultanti sottostanti si nota che il coefficiente della duality è positivo ma non è significativo: a parità di altri fattori, la retribuzione del CEO aumenta del 38,74% se egli è anche presidente del Consiglio di Amministrazione, ma questa condizione comporta una diminuzione dell'effetto complessivo della capitalizzazione di mercato: infatti un incremento di un punto percentuale del market cap porta ad un aumento dello 0,13% (0,2125-0,08318) della remunerazione; tuttavia anche in questo caso la relazione non è significativa.



log(tot)	(1)	(2)
log(mcap)	0.2009*** (0.0444)	0.2125*** (0.0517)
log(fatturato)	-0.0074 (0.0528)	-0.0151 (0.0553)
age	0.0072 (0.0098)	0.0064 (0.0099)
tenure	0.0056 (0.0128)	0.0062 (0.0126)
duality	0.3874 (0.2384)	2.0957 (1.4163)
duality_log(mcap)		-0.0831 (0.0631)
2012.year	-0.0176 (0.1686)	-0.0152 (0.1691)
2013.year	-0.3072 (0.2244)	-0.3086 (0.2264)
2014.year	-0.1978 (0.2029)	-0.2026 (0.2047)
2015.year	-0.1476 (0.2128)	-0.1530 (0.2144)
2016.year	-0.1903 (0.2269)	-0.1938 (0.2284)
2017.year	-0.2054 (0.2069)	-0.2074 (0.2093)
2018.year	-0.2086 (0.1947)	-0.2089 (0.1966)
2019.year	-0.1152 (0.2093)	-0.1163 (0.2109)
2020.year	-0.1397 (0.2257)	-0.1382 (0.2274)
Constant	9.7099*** (1.2675)	9.6656*** (1.2981)
Observation	245	245
R-squared	0.0702	0.0709
Number of banks	33	33

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.7:** Risultati regressioni con duality e sua interazione

### 7.4.3 Regressioni con ROA

Il Return On Assets (ROA) è uno degli indicatori di bilancio più importanti e ci si aspetta una relazione positiva con la remunerazione del CEO. Anche in questo

caso viene utilizzato il logaritmo del fatturato come variabile di controllo. Dalla tabella seguente trova conferma il legame positivo tra le due variabili anche se questo è significativo soltanto nelle regressioni (4) e (8). Il fatturato, a differenza del caso precedente, ha segno positivo sin da subito.

log(tot)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROA_pct	0.0184 (0.0148)	0.0166 (0.0166)	0.0151 (0.015)	0.0741** (0.0313)	0.0819 (0.0510)	0.0823 (0.0517)	0.0866 (0.0519)	0.1292* (0.0686)
log(fatturato)			0.0934 (0.1917)	0.0818 (0.1888)	0.0249 (0.1472)	0.0415 (0.1523)	0.1717 (0.1522)	0.1874** (0.0747)
age				0.0143 (0.0120)	0.0072 (0.0120)	0.0077 (0.0115)	0.0100 (0.0127)	0.0041 (0.0139)
tenure					0.0202 (0.0131)	0.0208 (0.0132)	0.0278* (0.0145)	0.0145 (0.0134)
board						0.0032 (0.0314)	-0.0381** (0.0161)	-0.0322** (0.0145)
ind_pct							-0.0022 (0.0021)	0.0037 (0.0032)
wom_pct								-0.0069 (0.0119)
2012.year		-0.0511 (0.1699)	-0.0540 (0.1720)	-0.1238 (0.1558)	0.0169 (0.2184)	0.0154 (0.2194)	-0.1359 (0.1972)	-0.1365 (0.1824)
2013.year		-0.0883 (0.1833)	-0.0907 (0.1829)	-0.1753 (0.1758)	-0.1815 (0.2760)	-0.1851 (0.2726)	-0.4679* (0.2606)	-0.4238 (0.2629)
2014.year		-0.1001 (0.2147)	-0.1098 (0.2236)	-0.1615 (0.2169)	-0.1046 (0.26)	-0.0992 (0.2552)	-0.3718 (0.2496)	0.3398 (0.2265)
2015.year		0.0132 (0.2092)	-0.0033 (0.2265)	-0.1206 (0.2398)	-0.0684 (0.2884)	-0.079 (0.283)	-0.3451 (0.2837)	-0.2968 (0.2345)
2016.year		-0.0211 (0.2412)	-0.0388 (0.2625)	-0.1916 (0.2768)	-0.1620 (0.3044)	-0.1873 (0.3016)	-0.5189* (0.2710)	-0.4700** (0.2270)
2017.year		0.0436 (0.2240)	0.0222 (0.2495)	-0.1146 (0.2611)	-0.1087 (0.2887)	-0.1297 (0.2826)	-0.4511 (0.2822)	-0.3878* (0.2202)
2018.year		0.0193 (0.2095)	-0.0015 (0.2311)	-0.1911 (0.2421)	-0.1906 (0.2829)	-0.2133 (0.2788)	-0.5606* (0.27)	-0.4734** (0.1987)
2019.year		0.1239 (0.2120)	0.1012 (0.2383)	-0.0681 (0.2637)	-0.0789 (0.3063)	-0.0848 (0.301)	-0.5078* (0.2919)	-0.3985* (0.2156)
2020.year		0.1384 (0.218)	0.1149 (0.245)	-0.0881 (0.2819)	-0.0887 (0.3124)	-0.0848 (0.3072)	-0.5264* (0.3022)	-0.4019* (0.2271)
Constant	14.279*** (0.0071)	14.266*** (0.1808)	12.233*** (4.0872)	11.779*** (4.2466)	13.299*** (3.0944)	12.876*** (3.3103)	10.854*** (3.5432)	10.645*** (1.3719)
Observation	300	300	300	260	217	203	158	158
R-squared	0.0030	0.0344	0.0363	0.0497	0.0648	0.0699	0.1300	0.0987
Number of banks	37	37	37	30	30	27	21	21

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.8:** Risultati regressioni con ROA

### 7.4.4 Regressioni con ROE

Per provare ad ottenere evidenze empiriche migliori e più complete si sono svolte regressioni anche con il Return on Equity come variabile di interesse. Anche in questo caso dal modello dovrebbe emergere una relazione positiva tra ROE e remunerazione e così accade.

log(tot)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROE_pct	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0000)
log(fatturato)			0.0826 (0.1913)	0.0893 (0.1871)	0.0208 (0.1388)	0.0346 (0.1442)	0.1632 (0.1469)	0.1837*** (0.0707)
age				0.0158 (0.0118)	0.0081 (0.0108)	0.0086 (0.0105)	0.0116 (0.0117)	0.0103 (0.0102)
tenure					0.0274** (0.0126)	0.0284** (0.0129)	0.0340** (0.0146)	0.0296** (0.0135)
board						0.0003 (0.0301)	-0.0386** (0.0143)	-0.0359*** (0.1312)
ind_pct							-0.0030 (0.0018)	-0.0012 (0.0020)
wom_pct								-0.0041 (0.0122)
2012.year		-0.0465 (0.1655)	-0.0486 (0.1672)	-0.1344 (0.1602)	-0.0147 (0.2169)	-0.0164 (0.2164)	-0.1736 (0.2283)	-0.1798 (0.2242)
2013.year		-0.0904 (0.1757)	-0.0921 (0.1754)	-0.1790 (0.1659)	-0.1912 (0.2502)	-0.1944 (0.2448)	-0.4761* (0.2478)	-0.4656* (0.2426)
2014.year		-0.0936 (0.2031)	-0.1021 (0.2119)	-0.1595 (0.2088)	-0.1031 (0.2339)	-0.1008 (0.2298)	-0.3702 (0.2469)	-0.3623 (0.2263)
2015.year		0.0389 (0.1966)	0.0242 (0.2138)	-0.0785 (0.2225)	-0.0242 (0.2578)	-0.0345 (0.2527)	-0.2885 (0.2630)	-0.2690 (0.2250)
2016.year		0.0478 (0.2226)	0.0315 (0.2451)	-0.1026 (0.2614)	-0.0564 (0.2701)	-0.0774 (0.2676)	-0.3771 (0.2705)	-0.3561 (0.2301)
2017.year		0.0641 (0.2091)	0.0452 (0.2344)	-0.0866 (0.2473)	-0.0842 (0.2594)	-0.1021 (0.2538)	-0.4164 (0.2682)	-0.3937* (0.2190)
2018.year		0.038 (0.1952)	0.0196 (0.2165)	-0.1628 (0.2253)	-0.1722 (0.2528)	-0.1929 (0.2503)	-0.536** (0.2537)	-0.5041** (0.2035)
2019.year		0.1396 (0.1981)	0.1199 (0.2239)	-0.0454 (0.2476)	-0.0637 (0.2718)	-0.0696 (0.2691)	-0.4806* (0.2686)	-0.4441** (0.2127)
2020.year		0.1403 (0.2101)	0.1209 (0.2356)	-0.0883 (0.2690)	-0.0995 (0.2824)	-0.0904 (0.2798)	-0.5219* (0.2870)	-0.4863** (0.2316)
Constant	14.262*** (0.0000)	14.231*** (0.1736)	12.434*** (4.0786)	11.514** (4.2594)	13.277*** (2.9941)	12.952*** (3.1958)	10.944*** (3.4225)	10.552*** (1.5262)
Observation	309	309	309	269	226	212	165	165
R-squared	0.0294	0.0630	0.0646	0.0716	0.1001	0.1039	0.1722	0.1694
Number of banks	38	38	38	31	31	28	22	22

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.9:** Risultati regressioni con ROE

Il ROE sin dalla prima regressione risulta significativo all'1% e con segno positivo, nonostante il suo impatto sulla paga totale sia piuttosto contenuto. Anche la tenure è, a differenza dei risultati precedenti, significativa al 5%.

#### 7.4.5 Altre regressioni effettuate

Nelle regressioni seguenti la variabile dipendente non è più il logaritmo della paga totale, ma viene considerato il rapporto tra la parte variabile della remunerazione, costituita da bonus, benefici non monetari e stock options, e la totalità del compenso. Viene studiata la sua relazione con il logaritmo della capitalizzazione di mercato, con il ROA e con il ROE.

È possibile osservare come in tutte le regressioni, il legame con il logaritmo del market cap sia positivo e questo risulta sempre significativo tranne che nell'ultima colonna. In particolare un aumento di un punto percentuale della variabile d'interesse comporta un incremento molto contenuto della componente non fissa del compenso, pari a 0.0908%. Diversamente da quanto ci si aspettasse esiste una relazione negativa tra la variabile dipendente e l'età del CEO e anche la tenure assume il segno meno: una possibile spiegazione potrebbe essere che i dirigenti più giovani oppure che ricoprono la carica di amministratore delegato da minor tempo, ricevano maggiori compensi azionari e benefici privati per essere incentivati a svolgere meglio il proprio incarico, mentre con l'avanzare dell'età e quindi dell'esperienza acquisita, aumenta la parte fissa del compenso. Inoltre, in accordo con le ipotesi di partenza, un numero maggiore di componenti nel Board e una percentuale superiore di amministratori indipendenti comportano una diminuzione della paga variabile dei dirigenti. Al contrario, la relazione con la variabile riguardante la percentuale di donne nel Consiglio di Amministrazione, nonostante la mancanza di significatività, è positiva, probabilmente a causa di una riduzione eccessiva delle osservazioni.

Nelle pagine successive sono presentati i risultati appena commentati.

parte variabile/tot	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
log(mcap)	0.0908*** (0.0254)	0.1040*** (0.0337)	0.0930** (0.0341)	0.0750** (0.0319)	0.0727** (0.0326)	0.0740** (0.0346)	0.0783** (0.0358)	0.0401 (0.0310)
log(fatturato)			0.0673 (0.0679)	0.0503 (0.0645)	0.0084 (0.0557)	0.0110 (0.0556)	0.0452 (0.0564)	0.0138 (0.0307)
age				-0.0065** (0.0029)	-0.0062** (0.0027)	-0.0091* (0.0050)	-0.0102* (0.0057)	-0.0096* (0.0054)
tenure					-0.0047 (0.0042)	-0.0041 (0.0042)	-0.0032 (0.0050)	-0.0047 (0.0047)
board						-0.0013 (0.0125)	-0.0003 (0.0088)	-0.0031 (0.0084)
ind_pct							-0.0011 (0.0015)	-0.0004 (0.0014)
wom_pct								0.0033 (0.0044)
2012.year		-0.0129 (0.0285)	-0.0145 (0.0296)	-0.0117 (0.0318)	-0.0506 (0.0458)	-0.0511 (0.0456)	-0.0609 (0.0523)	-0.0664 (0.0564)
2013.year		-0.0649 (0.0439)	-0.0613 (0.0447)	-0.0526 (0.0464)	-0.0915 (0.0728)	-0.0928 (0.0732)	-0.1431 (0.0847)	-0.1213 (0.0817)
2014.year		-0.0418 (0.0495)	-0.0427 (0.0509)	-0.0205 (0.0525)	-0.0281 (0.0842)	-0.0331 (0.0853)	-0.0699 (0.0918)	-0.0426 (0.0876)
2015.year		-0.0222 (0.0616)	-0.0272 (0.0624)	0.0066 (0.0668)	0.0003 (0.1043)	-0.0045 (0.1065)	-0.0313 (0.1032)	0.0075 (0.0987)
2016.year		-0.0229 (0.0588)	-0.0303 (0.0598)	-0.0018 (0.0600)	-0.0079 (0.0950)	-0.0137 (0.0956)	-0.0193 (0.0821)	0.0053 (0.7964)
2017.year		-0.0183 (0.0557)	-0.0259 (0.0565)	-0.0011 (0.0590)	-0.0087 (0.9094)	-0.0163 (0.0901)	-0.0318 (0.0825)	0.0127 (0.0781)
2018.year		-0.006 (0.0519)	-0.0162 (0.0516)	-0.0003 (0.0497)	-0.0011 (0.0792)	-0.0070 (0.0799)	-0.0517 (0.0836)	-0.0205 (0.0770)
2019.year		-0.0008 (0.0550)	-0.0118 (0.0552)	0.0278 (0.0554)	0.0339 (0.0916)	0.0385 (0.0928)	0.0084 (0.0858)	0.0447 (0.0788)
2020.year		0.0121 (0.0543)	-0.00007 (0.0542)	0.0223 (0.0541)	0.0290 (0.0904)	0.0302 (0.0910)	-0.0124 (0.0914)	0.0117 (0.0876)
Constant	-1.6402*** (0.5528)	-1.9099** (0.7134)	-3.1444** (1.6195)	-2.0356 (1.5412)	-0.8953 (1.3054)	-0.9727 (1.3311)	-1.6902 (1.3631)	-0.3401 (0.6390)
Observation	330	330	330	290	245	231	176	176
R-squared	0.0537	0.0738	0.0821	0.0776	0.0946	0.0960	0.1811	0.1659
Number of banks	40	40	40	33	33	30	23	23

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.10:** Risultati regressioni con capitalizzazione di mercato (2)

Di seguito sono riportati i risultati considerando il ROA come variabile di interesse. Si nota, coerentemente con le ipotesi iniziali, una relazione positiva con il rapporto tra parte variabile e totale del compenso. Tale legame è significativo al 10% nelle

prime tre regressioni e nell'ultima.

parte variabile/tot	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROA_pct	0.0154* (0.0086)	0.0124 (0.0074)	0.0109* (0.0064)	0.0288 (0.0175)	0.0243 (0.0156)	0.0243 (0.0154)	0.0166 (0.0121)	0.0407* (0.0215)
log(fatturato)			0.0913 (0.0652)	0.0682 (0.0613)	0.0212 (0.0593)	0.0168 (0.0582)	0.0404 (0.0581)	0.0455* (0.0233)
age				-0.0050* (0.0029)	-0.0072 (0.0045)	-0.0065 (0.0046)	-0.0074 (0.0047)	-0.0042 (0.0048)
tenure					-0.0056 (0.0036)	-0.0051 (0.0040)	-0.0049 (0.0041)	-0.0088 (0.0064)
board						-0.0086 (0.0131)	-0.0092 (0.0090)	-0.0147 (0.0091)
ind_pct							-0.0020 (0.0010)	-0.0009 (0.0012)
wom_pct								0.0004 (0.0034)
2012.year		-0.0088 (0.0356)	-0.0116 (0.0368)	-0.0071 (0.0368)	-0.0536 (0.0513)	-0.0541 (0.0504)	-0.0387 (0.0603)	-0.0583 (0.0509)
2013.year		0.0036 (0.0415)	0.0013 (0.0408)	-0.0033 (0.0441)	-0.0424 (0.0702)	-0.0409 (0.0688)	-0.0523 (0.0673)	-0.0802 (0.0707)
2014.year		0.0296 (0.0458)	0.0202 (0.0464)	0.0320 (0.0487)	0.0256 (0.0853)	0.0254 (0.0819)	0.0311 (0.0755)	-0.0005 (0.0737)
2015.year		0.0540 (0.0619)	0.0378 (0.0640)	0.0528 (0.0704)	0.0521 (0.1144)	0.0530 (0.1143)	0.0697 (0.1036)	0.0323 (0.0926)
2016.year		0.0393 (0.0583)	0.0221 (0.0601)	0.0321 (0.0629)	0.0294 (0.1044)	0.0273 (0.1030)	0.0556 (0.0714)	0.0160 (0.0661)
2017.year		0.0651 (0.0527)	0.0441 (0.0534)	0.0490 (0.0572)	0.0447 (0.0952)	0.0470 (0.0894)	0.0684 (0.0661)	0.0471 (0.0571)
2018.year		0.0534 (0.0532)	0.0330 (0.0520)	0.0284 (0.0521)	0.0329 (0.0867)	0.0316 (0.0864)	0.0231 (0.0748)	0.0007 (0.0671)
2019.year		0.0717 (0.0540)	0.0496 (0.0536)	0.0655 (0.0572)	0.0778 (0.0999)	0.0890 (0.0988)	0.0959 (0.0758)	0.0765 (0.0671)
2020.year		0.0774 (0.0576)	0.0544 (0.0561)	0.0529 (0.0568)	0.0646 (0.0992)	0.0713 (0.0988)	0.0530 (0.0842)	0.0367 (0.0808)
Constant	0.3093*** (0.0042)	0.2686*** (0.0413)	-1.7191 (1.4220)	-0.9331 (1.3669)	0.2476 (1.2725)	0.4154 (1.1859)	0.0790 (1.2859)	-0.2866 (0.4625)
Observation	300	300	300	260	217	203	158	158
R-squared	0.0184	0.0549	0.0714	0.0814	0.0931	0.1020	0.1871	0.1302
Number of banks	37	37	37	30	30	27	21	21

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.11:** Risultati regressioni con ROA (2)

Emerge una relazione positiva anche con il ROE e questa è significativa all'1%

a partire dalla prima regressione, nella quale l'incremento della remunerazione variabile, in seguito ad un aumento di un punto percentuale del ROE, è piuttosto esiguo ed è pari a 0.000002 euro.

parte variabile/tot	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROE_pct	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)	0.0002*** (0.0000)
log(fatturato)			0.0938 (0.0674)	0.0739 (0.0679)	0.0232 (0.0616)	0.0191 (0.0609)	0.0417 (0.0604)	0.0488* (0.0291)
age				-0.0046 (0.0028)	-0.0077 (0.0047)	-0.0072 (0.0048)	-0.0078 (0.0048)	-0.0070 (0.0045)
tenure					-0.0007 (0.0037)	0.0000 (0.0041)	-0.0001 (0.0052)	-0.0015 (0.0051)
board						-0.0073 (0.0131)	-0.0083 (0.0085)	-0.0093 (0.0088)
ind_pct							-0.0020* (0.0010)	-0.0015 (0.0010)
wom_pct								0.0032 (0.0042)
2012.year		-0.0053 (0.0369)	-0.0076 (0.0379)	-0.0083 (0.0410)	-0.0505 (0.0599)	-0.0499 (0.0592)	-0.0483 (0.0713)	-0.0540 (0.0698)
2013.year		0.0037 (0.0403)	0.0017 (0.0395)	-0.0030 (0.0425)	-0.0410 (0.0670)	-0.0388 (0.0649)	-0.0521 (0.0710)	-0.0564 (0.0713)
2014.year		0.0306 (0.0429)	0.0210 (0.0434)	0.0290 (0.0462)	0.0219 (0.0795)	0.0200 (0.0757)	0.0193 (0.0779)	0.0151 (0.0778)
2015.year		0.0657 (0.0590)	0.0489 (0.0608)	0.0673 (0.0669)	0.0634 (0.1069)	0.0636 (0.1058)	0.0739 (0.1030)	0.0705 (0.0970)
2016.year		0.0680 (0.0513)	0.0495 (0.0540)	0.0637 (0.0573)	0.0607 (0.0960)	0.0589 (0.0936)	0.0874 (0.0686)	0.0846 (0.0676)
2017.year		0.0787 (0.0497)	0.0572 (0.0497)	0.0633 (0.0543)	0.0535 (0.0894)	0.0556 (0.0828)	0.0690 (0.0705)	0.0689 (0.0679)
2018.year		0.0605 (0.0501)	0.0396 (0.0482)	0.0361 (0.0489)	0.0309 (0.0821)	0.0287 (0.0815)	0.0103 (0.0807)	0.0108 (0.0750)
2019.year		0.0781 (0.0514)	0.0557 (0.0504)	0.0723 (0.0544)	0.0710 (0.0946)	0.0801 (0.0934)	0.0767 (0.0826)	0.0775 (0.0751)
2020.year		0.0731 (0.0563)	0.0511 (0.0545)	0.0505 (0.0541)	0.0499 (0.0949)	0.0558 (0.0941)	0.0329 (0.0898)	0.0324 (0.0845)
Constant	0.3273*** (0.0000)	0.2780*** (0.0399)	-1.7617 (1.4686)	-1.0622 (1.5038)	0.2229 (1.3082)	0.3803 (1.2290)	0.0537 (1.3176)	-0.2701 (0.6110)
Observation	309	309	309	269	226	212	165	165
R-squared	0.0379	0.0834	0.1009	0.1080	0.1264	0.1336	0.2578	0.2551
Number of banks	38	38	38	31	31	28	22	22

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.12:** Risultati regressioni con ROE (2)

### 7.4.6 Il CEO turnover

Per concludere è stato valutato l'effetto del CEO turnover, ovvero del cambio di dirigente in una determinata banca in uno specifico anno. Si tratta di una variabile dummy che assume valore 1 quando il nuovo amministratore delegato fa il suo ingresso, comportando una variazione nel contratto di lavoro ed è pari a zero in tutti gli altri casi.

Ci si aspetta una relazione negativa sia considerando come variabile dipendente il logaritmo della paga sia utilizzando il rapporto tra la parte variabile della remunerazione e il totale, poiché il nuovo manager non avrà ancora raggiunto gli obiettivi aziendali prefissati e potrebbe ricoprire il ruolo per la prima volta oppure provenire da altri istituti bancari e quindi non essersi formato internamente. La sostituzione del CEO comporta effettivamente una riduzione del compenso in tutte le regressioni effettuate anche se in nessuna di esse risulta significativo. In particolare, considerando come variabile d'interesse il logaritmo della capitalizzazione di mercato, il cambiamento del dirigente determina una diminuzione di circa l'8% della retribuzione e del 0.0366% della parte variabile della stessa rispetto al totale. Riduzioni di paga minori si sono ottenute impiegando come variabile indipendente il Return On Asset e il Return On Equity.

Le due tabelle successive mostrano i risultati ottenuti nelle diverse regressioni svolte: come variabile dipendente nella prima si considera il logaritmo della paga totale mentre nella seconda il rapporto tra parte variabile della remunerazione e totalità della stessa.



log(tot)	(1)	(2)	(3)
log(mcap)	0.2445** (0.1121)		
ROA_pct		0.0805 (0.0502)	
ROE_pct			0.0005*** (0.0000)
log(fatturato)	-0.0286 (0.1451)	0.0313 (0.1528)	0.0218 (0.1435)
age	0.0057 (0.0108)	0.0077 (0.0118)	0.0082 (0.0108)
tenure	0.0143 (0.0124)	0.0200 (0.0131)	0.0273** (0.0125)
turnover	-0.0821 (0.1063)	-0.0472 (0.1141)	-0.0080 (0.1091)
2012.year	-0.0150 (0.1758)	0.0160 (0.2231)	-0.0147 (0.2180)
2013.year	-0.3320 (0.2347)	-0.1853 (0.2797)	-0.1917 (0.2507)
2014.year	-0.2394 (0.2379)	-0.1081 (0.2642)	-0.1037 (0.2352)
2015.year	-0.1905 (0.2525)	-0.0707 (0.2941)	-0.0246 (0.2596)
2016.year	-0.2180 (0.2622)	-0.1609 (0.3084)	-0.0566 (0.2628)
2017.year	-0.2456 (0.2614)	-0.1139 (0.2967)	-0.0850 (0.2628)
2018.year	-0.2427 (0.2488)	-0.1980 (0.2924)	-0.1731 (0.2557)
2019.year	-0.1625 (0.2696)	-0.0885 (0.3168)	-0.0653 (0.2771)
2020.year	-0.1832 (0.2775)	-0.0986 (0.3239)	-0.1011 (0.2877)
Constant	9.3321** (3.4529)	13.1406*** (3.2006)	13.2516*** (3.1056)
Observation	245	217	226
R-squared	0.0776	0.0662	0.1002
Number of banks	33	30	31

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.13:** Risultati regressioni con CEO turnover (1)

parte variabile/tot	(1)	(2)	(3)
log(mcap)	0.0668** (0.0315)		
ROA_pct		0.0232 (0.0150)	
ROE_pct			0.0001*** (0.0000)
log(fatturato)	0.0143 (0.0573)	0.0262 (0.0609)	0.0264 (0.0636)
age	-0.0087* (0.0042)	-0.0068 (0.0042)	-0.0074 (0.0044)
tenure	-0.0046 (0.0042)	-0.0056 (0.0038)	-0.0008 (0.0037)
turnover	-0.0366 (0.0353)	-0.0365 (0.0399)	-0.0247 (0.0387)
2012.year	-0.0509 (0.0485)	-0.0544 (0.0543)	-0.0505 (0.0618)
2013.year	-0.0897 (0.0739)	-0.0454 (0.0730)	-0.0427 (0.0684)
2014.year	-0.0279 (0.0848)	0.0229 (0.0865)	0.0202 (0.0800)
2015.year	0.0013 (0.1045)	0.0503 (0.1154)	0.0621 (0.1074)
2016.year	-0.0046 (0.0949)	0.0302 (0.1053)	0.0601 (0.0970)
2017.year	-0.0096 (0.0914)	0.0406 (0.0975)	0.0509 (0.0908)
2018.year	-0.0046 (0.0949)	0.0271 (0.0884)	0.0280 (0.0825)
2019.year	0.0281 (0.0924)	0.0704 (0.1020)	0.0662 (0.0961)
2020.year	0.0231 (0.0911)	0.0570 (0.1018)	0.0451 (0.0963)
Constant	-0.9151 (1.2949)	0.1243 (1.3106)	0.1438 (1.3566)
Observation	245	217	226
R-squared	0.1016	0.0997	0.1294
Number of banks	33	30	31

*Robust standard errors in parentheses*

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabella 7.14:** Risultati regressioni con CEO turnover (2)



## Capitolo 8

# Conclusioni

Nella parte teorica della tesi sono stati illustrati in generale i principali meccanismi che regolano la Corporate Governance, per poi entrare più nello specifico ed estendere l'analisi al settore bancario descrivendo le leggi più importanti che si sono susseguite nel tempo e che hanno condotto alla realizzazione dell'attuale ordinamento bancario in Italia. Nel terzo capitolo è stato affrontato il tema della crisi finanziaria che a partire dal 2007 ha coinvolto dapprima gli Stati Uniti, per poi espandersi in tutto il mondo. In particolar modo sono state evidenziate le cause che hanno condotto alla crisi e i provvedimenti che sono stati successivamente adottati negli USA e in Europa. Nel quarto e quinto capitolo è stata trattata la figura del CEO, inizialmente descrivendo le sue caratteristiche, mansioni, responsabilità e analizzando le due teorie riguardanti la CEO duality, in seguito approfondendo il tema della sua remunerazione, esaminando le singole componenti che la costituiscono. Si è notato come nel corso del tempo la paga dei dirigenti sia aumentata e ciò è dovuto soprattutto all'introduzione di elevati bonus e di benefici non monetari e all'utilizzo di stock options.

Nell'ultimo capitolo infine è stata effettuata l'analisi econometrica per studiare la relazione esistente tra la paga dei CEO e alcune variabili di performance degli istituti bancari, come la capitalizzazione azionaria, il Return On Asset e il Return On Equity. Lo studio è stato svolto su un campione di 40 banche europee, prendendo come riferimento temporale il decennio dal 2011 al 2020; tramite il software STATA sono state eseguite regressioni con dati panel ad effetti fissi. Dai risultati ottenuti sembra esserci una relazione positiva e significativa tra il compenso e la capitalizzazione di mercato: un incremento del 10% del market cap provoca infatti un aumento del 2,6% della remunerazione del CEO. Positivo è anche il legame del compenso con il ROA e con il ROE. Le variabili principali considerate nell'analisi sono l'età del CEO, la tenure, la duality, il turnover e il fatturato; ne sono state anche utilizzate altre relative al Consiglio di Amministrazione ma, nonostante i risultati siano coerenti, a queste sono associate un numero minore di osservazioni.

Per concludere, la variabile che sembra influenzare maggiormente la retribuzione dei dirigenti è la capitalizzazione di mercato; per questo i CEO dovrebbero prevalentemente monitorare e cercare di migliorare le prestazioni finanziarie delle banche di cui sono a capo per conseguire così una paga maggiore.



# Bibliografia

- [1] AG Lafley. «What only the CEO can do.» In: *Harvard Business Review* 87.5 (2009), pp. 54–62.
- [2] Andrea Polo. «Corporate governance of banks: the current state of the debate». In: *Available at SSRN 958796* (2007).
- [3] Andrei Shleifer, Rafael La Porta e Florencio Lopez-de-Silanes. «Corporate ownership around the world». Tesi di dott. National Bureau of Economic Research, 1998.
- [4] Andrei Shleifer e Robert W Vishny. «A survey of corporate governance». In: *The journal of finance* 52.2 (1997), pp. 737–783.
- [5] Angelo Fanelli e Nora Ilona Grasselli. «Defeating the Minotaur: The construction of CEO charisma on the US stock market». In: *Organization Studies* 27.6 (2006), pp. 811–832.
- [6] Antonio Parbonetti. *Corporate governance. Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali*. Vol. 71. Giuffrè Editore, 2006.
- [7] Belén Villalonga, Raphael Amit, Maria-Andrea Trujillo e Alexander Guzmán. «Governance of family firms». In: *Annual Review of Financial Economics* 7 (2015), pp. 635–654.
- [8] Brian K Boyd. «CEO duality and firm performance: A contingency model». In: *Strategic management journal* 16.4 (1995), pp. 301–312.
- [9] Charles P Himmelberg e R Glenn Hubbard. «Incentive pay and the market for CEOs: An analysis of pay-for-performance sensitivity». In: *Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference*. 2000.
- [10] Clara Graziano e Laura Rondi. «The Impact of Market Competition and Family Control on CEO Compensations». In: *Italian Economic Association* (2016).
- [11] Dan L Worrell, Carol Nemec e Wallace N Davidson III. «One hat too many: Key executive plurality and shareholder wealth». In: *Strategic Management Journal* 18.6 (1993), pp. 499–507.

- 
- [12] David S Boss, Brian L Connelly, Robert E Hoskisson e LASZLO Tihanyi. «Corporate governance: Ownership interests, incentives, and conflicts». In: *The Oxford handbook of corporate governance* (2013), pp. 246–268.
- [13] Donald C Hambrick e Phyllis A Mason. «Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers». In: *Academy of management review* 9.2 (1984), pp. 193–206.
- [14] Donald C Hambrick e Sydney Finkelstein. «Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes.» In: *Research in organizational behavior* (1987).
- [15] Donald P Morgan. «Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry». In: *American Economic Review* 92.4 (2002), pp. 874–888.
- [16] Dong-Jin Park e Bruce K Berger. «The presentation of CEOs in the press, 1990-2000: Increasing salience, positive valence, and a focus on competency and personal dimensions of image». In: *Journal of Public Relations Research* 16.1 (2004), pp. 93–125.
- [17] Ettore Croci, Halit Gonenc e Neslihan Ozkan. «CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe». In: *Journal of Banking & Finance* 36.12 (2012), pp. 3318–3335.
- [18] Eugene F Fama. «Agency problems and the theory of the firm». In: *Journal of political economy* 88.2 (1980), pp. 288–307.
- [19] Franco Varetto. *Global Financial Crisis, Crisi finanziaria sistemica 2007-2013*, Slides del corso “Mercati, rischi e strumenti finanziari”. 2020.
- [20] George P Baker, Michael C Jensen e Kevin J Murphy. «Compensation and incentives: Practice vs. theory». In: *The journal of Finance* 43.3 (1988), pp. 593–616.
- [21] Gerard Caprio e Ross Levine. «Corporate governance in finance: Concepts and international observations». In: *Financial sector governance: The roles of the public and private sectors* (2002), pp. 17–50.
- [22] Gerald R Ferris, Fred R Blass, Ceasar Douglas, Robert W Kolodinsky e Darren C Treadway. «Personal reputation in organizations.» In: (2003).
- [23] Giuliano Iannotta. «Testing for opaqueness in the European banking industry: evidence from bond credit ratings». In: *Journal of Financial Services Research* 30.3 (2006), pp. 287–309.
- [24] Harold Demsetz e Kenneth Lehn. «The structure of corporate ownership: Causes and consequences». In: *Journal of political economy* 93.6 (1985), pp. 1155–1177.



- [25] J Richard Harrison, David L Torres e Sal Kukalis. «The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions». In: *Administrative Science Quarterly* (1988), pp. 211–232.
- [26] James T Hamilton e Richard Zeckhauser. «Media coverage of CEOs: who? what? where? when? why?» In: *Unpublished working paper, Stanford Institute of International Studies* (2004).
- [27] Jay W. Lorsch e Elizabeth MacIver. «Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards». In: *Journal of Financial Services Research* (1989).
- [28] Jeffrey Chen. «Deregulation and the 2008 financial crisis in America». In: *International Journal of Social Sciences* 6.2 (2020), pp. 295–309.
- [29] Jeffrey Pfeffer e Gerald R Salancik. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press, 1978.
- [30] Jeremy Edwards e Klaus Fischer. *Banks, finance and investment in Germany*. Cambridge University Press, 1994.
- [31] John H Boyd e Gianni De Nicolo. «The theory of bank risk taking and competition revisited». In: *The Journal of finance* 60.3 (2005), pp. 1329–1343.
- [32] Jonathan R Macey e Maureen O'hara. «The corporate governance of banks». In: *Economic policy review* 9.1 (2003).
- [33] JR Franks, C Mayer e S Rossi. *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK, ECGI-Finance Working Paper No. 35/2004*. 2004.
- [34] Kevin J Murphy. «Executive compensation». In: *Handbook of labor economics* 3 (1999), pp. 2485–2563.
- [35] Kevin J Murphy. «Regulating banking bonuses in the European Union: a case study in unintended consequences». In: *European Financial Management* 19.4 (2013), pp. 631–657.
- [36] Laura Rondi. *Slides del corso "Economia e finanza d'impresa"*. 2020.
- [37] Lex Donaldson. «The ethereal hand: Organizational economics and management theory». In: *Academy of management Review* 15.3 (1990), pp. 369–381.
- [38] Luca Enriques e Paolo F. Volpin. «Corporate Governance Reforms in Continental Europe». In: *Journal of Economic Perspectives* 21.1 (2007), pp. 117–140.
- [39] Lucian A Bebchuk e Jesse M Fried. *Pay without Performance: Overview of the Issues*. Columbia University Press, 2004.

- [40] Luigi Zingales. «Corporate Governance,(1997)». In: *The Governance of the New* (2000).
- [41] Luis R Gomez-Mejia, Martin Larraza-Kintana e Marianna Makri. «The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations». In: *Academy of management journal* 46.2 (2003), pp. 226–237.
- [42] Marcello Bianchi e Magda Bianco. «Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?» In: *ECGI-Finance Working Paper* 144 (2006).
- [43] Mark J Flannery, Simon H Kwan e Mahendrarajah Nimalendran. «Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets». In: *Journal of Financial Economics* 71.3 (2004), pp. 419–460.
- [44] Mathew LA Hayward e Donald C Hambrick. «Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris». In: *Administrative science quarterly* (1997), pp. 103–127.
- [45] Michael C Jensen. «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers». In: *The American economic review* 76.2 (1986), pp. 323–329.
- [46] Michael C Jensen e Kevin J Murphy. «CEO incentives: It's not how much you pay, but how». In: (1990).
- [47] Michael C Jensen e William H Meckling. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». In: *Journal of financial economics* 3.4 (1976), pp. 305–360.
- [48] Michael L Tushman e Elaine Romanelli. «Organizational evolution: A metamorphosis model of convergence and reorientation.» In: *Research in organizational behavior* (1985).
- [49] Michael T Hannan e John Freeman. «The population ecology of organizations». In: *American journal of sociology* 82.5 (1977), pp. 929–964.
- [50] Murray L Weidenbaum. «Updating the corporate board». In: *Journal of business Strategy* (1986).
- [51] Oliver D Hart. «The market mechanism as an incentive scheme». In: *The Bell Journal of Economics* (1983), pp. 366–382.
- [52] Oliver Hart. «Corporate governance: some theory and implications». In: *The economic journal* 105.430 (1995), pp. 678–689.
- [53] Organization for Economic Cooperation e Development (OECD). *Principles on Corporate Governance*. 1999.
- [54] Paula L Rechner. «Dalton, DR. CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Study». In: *Strategic Management Journal* 12 (1991).

- [55] Paula L Rechner e Dan R Dalton. «The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric». In: *Academy of Management Perspectives* 3.2 (1989), pp. 141–143.
- [56] Peter F Drucker. «How effective executives use their time». In: *Management review (condensed by Hospital Administration)* (1967).
- [57] Raaj K Sah e Joseph E Stiglitz. «The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies,» *The American Economics Review*». In: (1986).
- [58] Raaj K Sah e Joseph E Stiglitz. «The quality of managers in centralized versus decentralized organizations». In: *The Quarterly Journal of Economics* 106.1 (1991), pp. 289–295.
- [59] Ramon Caminal e Carmen Matutes. «Market power and banking failures». In: *International Journal of Industrial Organization* 20.9 (2002), pp. 1341–1361.
- [60] Randall Morck e Bernard Yin Yeung. «Special issues relating to corporate governance and family control». In: *Available at SSRN 625283* (2004).
- [61] Renée B Adams, Heitor Almeida e Daniel Ferreira. «Powerful CEOs and their impact on corporate performance». In: *The Review of Financial Studies* 18.4 (2005), pp. 1403–1432.
- [62] Renzo Costi. «L'ordinamento bancario, quinta edizione». In: *Il Mulino, Bologna* (2012).
- [63] Robert Gibbons e Kevin J Murphy. «Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence». In: *Journal of political Economy* 100.3 (1992), pp. 468–505.
- [64] Robert AG Monks e Nell Minow. *Corporate Governance*. 2020.
- [65] Ronald C Anderson e David M Reeb. «Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500». In: *The journal of finance* 58.3 (2003), pp. 1301–1328.
- [66] Rosa Chun. «Innovation and reputation: An ethical character perspective». In: *Creativity and Innovation Management* 15.1 (2006), pp. 63–73.
- [67] Ross Levine. *The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence*. Vol. 3404. World Bank Publications, 2004.
- [68] Sanford J Grossman e Oliver D Hart. «Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation». In: *The Bell Journal of Economics* (1980), pp. 42–64.
- [69] Sanford V Berg e Stanley K Smith. «CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership». In: *Directors and Boards* 3.1 (1978), pp. 34–39.

- [70] Stephen Prowse. «The corporate governance system in banking: what do we know?» In: *PSL Quarterly Review* 50.200 (1997).
- [71] Stuart L Hart e Robert E Quinn. «Roles executives play: CEOs, behavioral complexity, and firm performance». In: *Human relations* 46.5 (1993), pp. 543–574.
- [72] Sung-Han Lee. *CEO reputation: Who benefits—the firm and the CEO?* University of Southern California, 2007.
- [73] Sydney Finkelstein. «Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation». In: *Academy of Management journal* 35.3 (1992), pp. 505–538.
- [74] Tai-Yuan Chen, Sudipto Dasgupta e Yangxin Yu. «Transparency and financing choices of family firms». In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49.2 (2014), pp. 381–408.
- [75] Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt e Ross Levine. «Bank concentration, competition, and crises: First results». In: *Journal of banking & finance* 30.5 (2006), pp. 1581–1603.
- [76] Todd T Milbourn. «CEO reputation and stock-based compensation». In: *Journal of Financial Economics* 68.2 (2003), pp. 233–262.
- [77] Youngju Sohn. «Overcoming a corporate reputation crisis through managing CEO reputation». Tesi di dott. uga, 2009.
- [78] William Ocasio. «Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990». In: *Administrative science quarterly* (1994), pp. 285–312.

# Sitografia

- [79] Consob. *Corporate Governance delle società quotate italiane*. URL: [https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-rcg/-/asset\\_publisher/D4UvV7Ug51WY/content/report-corporate-governance-2020/11973](https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-rcg/-/asset_publisher/D4UvV7Ug51WY/content/report-corporate-governance-2020/11973).
- [80] Consob. *Crisi finanziaria 2007-2009*. URL: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>.
- [81] Federico Riganti. *Luci e ombre nei nuovi requisiti per gli esponenti bancari*. URL: <https://www.lavoce.info/archives/72935/luci-e-ombre-nei-nuovi-requisiti-per-gli-esponenti-bancari/>.
- [82] *La storia della banca italiana*. URL: <https://www.epertutti.com/economia/LA-STORIA-DELLA-BANCA-ITALIANA82973.php>.
- [83] Roberto Formisani. *Gli assetti proprietari delle società quotate e delle banche italiane*. URL: <https://www.filodiritto.com/gli-assetti-proprietari-delle-societa-quotate-e-delle-banche-italiane-la-partecipazione-nelle-assemblee-parte-i>.