



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"IL FENOMENO DEGLI INTERLOCKING DIRECTORATES
IN ITALIA"

RELATORE:

CH.MO PROF. ELENA SAPIENZA

LAUREANDO/A: FRANCESCA ROSIN

MATRICOLA N. 1138166

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Sommario

Introduzione	5
1. Il fenomeno degli Interlocking Directorates	7
1.1. I motivi che portano alla formazione degli Interlocks.....	7
1.2. Gli effetti degli Interlocks	11
1.3. Breve rassegna della letteratura.....	12
2. Lo sviluppo del fenomeno in Italia con particolare riferimento al settore finanziario	14
2.1. Gli interlocking directorates nel settore finanziario	17
3. Il divieto di Interlocking Directorates in Italia.....	20
3.1. Le origini storiche del divieto di Interlocking.....	20
3.2. La legislazione precedente all'introduzione dell'articolo 36	21
3.3. Il divieto di Interlocking Directorates in Italia: articolo 36 d.l. 201/2011.....	23
3.3.1. Aspetti sostanziali e interpretativi (comma 1 e 2).....	24
3.3.2. Aspetti procedurali e sanzionatori (comma 2-bis e 2-ter)	26
3.4. Dati a confronto.....	27
Conclusioni	31
BIBLIOGRAFIA.....	33
SITOGRAFIA	35

Introduzione

Dalla seconda metà del '900 in poi, molti sono stati gli studi economici e sociali che hanno riguardato le relazioni e i rapporti che intercorrono tra i diversi attori economici. Un'importante filone di studi, in particolare, ha riguardato il fenomeno degli *interlocking directorates*. Si tratta di legami caratterizzati dalla presenza dello stesso soggetto in consigli di amministrazione di diverse società, che formano, perciò, una rete di interazione sociale grazie alla quale gli organi decisionali di importanti società si collegano. Tali reti inter-aziendali vengono intese come "*opportunity structures*" che possono essere attuate per il conseguimento di scopi specifici, in quanto rappresentano un canale in cui circolano informazioni e sono utili per il coordinamento delle attività economiche (Heemskerk, 2007). L'instaurarsi di simili legami personali permette, quindi, alle società di ricavare indebiti vantaggi, ma spesso determinano effetti anticompetitivi e limitano la corretta concorrenzialità del mercato. È per questa ragione che molteplici studiosi hanno mosso delle critiche al fenomeno e che i legislatori di diversi stati hanno deciso di introdurre norme *ad hoc* per contrastarne la diffusione. In Italia, in particolare, fino all'introduzione dell'articolo 36 del c.d. "Decreto Salva Italia" del 2011, non esisteva una disciplina specifica sugli *interlocking directorates*, ma solamente delle norme di disciplina *antitrust* o di diritto societario, che però non riuscivano a colpire tali legami a causa della natura giuridica, che appare come un istituto ibrido.

In questa sede, ci si focalizzerà innanzitutto sul fenomeno degli *interlocking directorates* in generale, analizzando i motivi che ne danno luogo, gli effetti che essi hanno su vari fattori, come ad esempio la performance aziendale o la remunerazione, e le perplessità che destano a diversi autori. In secondo luogo si analizzerà la loro diffusione in Italia e in particolar modo nel settore finanziario al fine di comprendere perché sia stata introdotta, nel nostro paese, una norma che vieta i legami personali appunto nei mercati del credito, assicurativi e finanziari. Infine si analizzerà tale norma nel dettaglio.

1. Il fenomeno degli Interlocking Directorates

Il termine *Interlocking Directorate* indica la connessione che si instaura tra due o più imprese nel momento in cui un soggetto, affiliato con un'impresa, siede contemporaneamente nel consiglio di amministrazione di altre imprese (Mizruchi, 1996). Ciò determina quindi l'insorgere di legami tra le diverse organizzazioni, i quali possono essere unidirezionali, qualora le imprese condividano un solo amministratore, oppure bidirezionali, se gli amministratori condivisi sono plurimi. Tali legami, inoltre, possono essere classificati a seconda della tipologia degli incarichi assunti negli organi amministrativi. Nello specifico, le cariche ricoperte in ciascuna società possono essere ricondotte a due categorie: le cariche *in*, delle quali fanno parte gli amministratori con cariche esecutive (amministratore con deleghe) e la carica di presidente, e le cariche *out*, che comprendono tutte le rimanenti. Tale distinzione permette di suddividere i legami formati tra due diverse imprese in: legami "stretti", caratterizzati dall'assunzione da parte degli amministratori di cariche *in* in entrambe le società e che vengono chiamati *in-in*; legami "più distanti", nei quali i soggetti in questione ricoprono cariche *out* in entrambe le società e che per questo vengono definiti *out-out*; e infine legami *in-out* oppure *out-in*, in cui l'amministratore ricopre cariche rilevanti in una sola delle imprese legate.¹

1.1. I motivi che portano alla formazione degli Interlocks

A partire dalla seconda metà del '900, l'*interlocking directorship* è stato di frequente oggetto di studi e, nonostante le numerose critiche e le leggi volte a frenare la diffusione del fenomeno, esso continua a caratterizzare largamente le principali economie Occidentali e Orientali.² Tra i vari studi, numerose sono le teorie che spiegano i motivi sottesi alla creazione di tali interconnessioni. Dooley (1969), Mizruchi (1996), Bianco e Pagnoni (1997) e Drago et al.

¹ BIANCO, M. e PAGNONI, E., 1997. I legami creati tra le società quotate dagli interlocking directorates: il caso delle banche. *Quaderno di Moneta e Credito*, supplemento al n. 197 (marzo), p.217 e 234

²Tale diffusione è dimostrata da numerosi studi riguardanti il tema in questione. Per esempio, Dooley (1969) compara uno studio della National Resource Committee del 1935 con la situazione presente nel 1965 in U.S., evidenziando come la frequenza degli *interlocks* sia pressoché invariata: su un campione composto dalle 250 imprese, finanziarie e non, più grandi degli U.S., il numero delle imprese collegate è di 225 nel 1935 e di 233 nel 1969. Fich e White (2003) studiano un campione di 366 tra le più grandi imprese nel 1991 individuando che l'87% di tali imprese sono legate da almeno un *interlock*. Per quanto concerne la diffusione del fenomeno in Italia, Bianco e Pagnoni (1997), studiando le società quotate in borsa tra il 1985 e il 1995, osservano che poco più del 20% degli amministratori ricopre molteplici cariche, mentre Bertoni e Randone (2006) (si vedano Croci, E. e Grassi, R., 2012) mostrano un incremento della diffusione degli *interlocking directorates* tra il 1999 e il 2004.

(2015) e numerosi altri autori presentano tra le principali ragioni degli *interlocks*: la collusione, la cooptazione e il controllo, la legittimazione, i vantaggi legati alla carriera, la coesione di classe e il controllo manageriale.

Collusione. Gli *interlocks* facilitano l'adozione di comportamenti collusivi³. Infatti, grazie allo scambio di amministratori tra i consigli di amministrazione di diverse imprese, si crea un canale di comunicazione che queste possono sfruttare al fine di stipulare accordi idonei alla formazione dei cosiddetti "cartelli", i quali inficiano gli interessi dei consumatori e limitano la concorrenza. Tale tesi è avvalorata dagli studi di Pennings (1980) e Burt (1983) (si veda Mizruchi, 1996) sulle imprese inglesi, i quali osservano un'associazione tra la concentrazione dell'industria e i legami orizzontali fra le imprese che ne fanno parte. Nello specifico, Pennings individua un'associazione positiva mentre Burt constata che la percentuale di *interlocking directorates* è massima in corrispondenza di industrie caratterizzate da un livello intermedio di concentrazione. Ciò dimostra che la concentrazione facilita i legami tra imprese, ma superata una certa soglia, le industrie con il grado di concentrazione più elevato non hanno bisogno di *interlocks* per fissare i prezzi, in quanto il numero di produttori è basso.

Cooptazione e Controllo. Gli *interlocks* possono essere utilizzati dalle imprese per cooptare le risorse di cui hanno bisogno nel proprio business. Selnick (1949) definisce la cooptazione come il processo di assorbimento di nuovi elementi nella *leadership* o nella politica strutturale di un'organizzazione, come mezzo per evitare le minacce alla sua stabilità o esistenza.⁴ Egli propone quindi, come modello di interpretazione di tali legami, quello della dipendenza da risorse, successivamente avvalorato da ulteriori studi di altri autori, come Dooley (1969) e Pennings (1980) (si vedano Drago et al., 2015, p.41). Secondo tale tesi la creazione degli *interlocks* è dettata da "motivi di tipo organizzativo-operativi"⁵: si tratta di legami reciproci per il raggiungimento di un interesse comune alle diverse parti, attraverso il quale le imprese possono ridurre l'incertezza relativa al loro business e al reperimento di risorse, nonché condividere conoscenza e informazioni. È per tali motivi che spesso le imprese cercano di avere nei loro consigli di amministrazione, esponenti dei propri fornitori, clienti e banche. In particolar modo, molto frequenti sono gli *interlocks* tra imprese non finanziarie e banche, i quali

³ Collusione: "In economia, accordo fra un certo numero di imprese per definire strategie di prezzo e/o di prodotto che rendano il loro profitto collettivo più elevato di quanto sarebbe in assenza della pratica collusiva" Enciclopedia Treccani

⁴ "To risk a definition: cooptation is the process of absorbing new elements into the leadership or policy-determining structure of an organization as a means of averting threats to its stability or existence." SELNICK, P., 1949. TVA and the Grass Roots. 1° ed. New York: Harper & Row, p.13

⁵ BIANCO, M. e PAGNONI, E., 1997. I legami creati tra le società quotate dagli interlocking directorates: il caso delle banche. *Quaderno di Moneta e Credito*, supplemento al n. 197 (marzo), p.218

permettono di raggiungere un duplice beneficio: da una parte le imprese riescono a reperire più facilmente capitale di debito, e dall'altra le banche possono effettuare un monitoraggio più efficiente. Infatti tale interconnessione permette di ridurre l'asimmetria informativa, grazie ad un accesso più immediato da parte del creditore alle informazioni relative al debitore e alla possibilità di influenzarne la gestione (Mariolis, 1975) (si vedano Drago et al., 2008). Questo trova evidenza negli studi di Dooley (1969), Pfeffer (1972) e Mizruchi e Stearns (1988), i quali riscontrano che le imprese meno solventi, con un elevato rapporto tra debito e capitale di rischio oppure con fabbisogni crescenti di capitale, hanno una maggiore tendenza a stabilire interconnessioni con imprese finanziarie.

Legittimazione. Un'ulteriore ragione che porta alla creazione di *interlocking directorships* è la legittimità. Infatti il CdA rappresenta pubblicamente l'organizzazione e gli investitori decidono in che impresa investire anche in relazione alla performance del suo CdA e alla qualità del suo management. Per aumentare la propria reputazione, quindi, le imprese nominano individui legati ad importanti organizzazioni e dotati di un'immagine forte e positiva.

Vantaggi legati alla carriera. Spesso la decisione di creare *interlocks* è dettata da interessi di tipo individuale, piuttosto che dal volere dell'impresa. Infatti gli amministratori possono decidere di legarsi ad un'altra azienda per diversi motivi: la remunerazione, il prestigio, il network che si possono creare oppure le future opportunità lavorative⁶ (Zajac, 1988) (si veda Mizruchi, 1996, p.277). Viceversa anche le imprese molte volte scelgono gli amministratori sulla base delle loro peculiarità, indipendentemente dall'impresa che rappresentano. Mace (1971) (si veda Mizruchi, 1996, p.277), per esempio, individua 3 diverse ragioni per cui un amministratore può essere scelto per lavorare nel CdA di una determinata impresa: innanzitutto il soggetto in questione deve essere in grado di aumentare il prestigio dell'impresa, deve saper fornire input e consigli utili e infine deve essere noto per le proprie conoscenze, capacità e per la propria reputazione. Gli individui dotati di tali caratteristiche non sono però comuni ed è per questo che frequentemente vengono nominate persone che fanno già parte di altre organizzazioni. Ciò è dimostrato anche dagli studi di Stokman et al. (1988) (si veda Mizruchi, 1996, p.277) che mostrano come le imprese olandesi abbiano nominato, in un periodo di 20

⁶ Anche Useem(1984) concorda su tale tesi, in particolare afferma: “*You're damn right it's helpful to be on several boards. It extends the range of your network and acquaintances, and your experience.*” USEEM, M. 1984. *The Inner Circle*. New York: Oxford Univ. Press, p.47 (si veda Mizruchi, 1996, p.277)

anni, amministratori appartenenti ad una ristretta cerchia di persone con alti livelli di esperienza e conoscenza.⁷

Coesione di classe. Mills (1956) e successivamente altri autori, come Useem (1984) (si veda Mizruchi, 1996, p.277-279) e Mace (1971), svilupparono l'idea secondo la quale gli amministratori che hanno un ruolo in plurimi CdA, sono esponenti della medesima *business elite* e i legami vengono creati in modo tale da rafforzare la classe. L'appartenenza alla *business elite* permette quindi l'accesso a numerose opportunità e altri vantaggi, ma in questo modo gli amministratori non vengono scelti in relazione alle loro competenze e capacità professionali e ciò potrebbe avere un effetto negativo sulla performance aziendale. Gli autori favorevoli a questo modello di pensiero, sostengono che, il fatto che la maggior parte dei legami rotti tra imprese non vengano ricostruiti tra le stesse, indichi che tali *interlocks* riflettano legami sociali piuttosto che legami interorganizzativi, ovvero motivati da esigenze di controllo sull'impresa o sulle risorse di cui dispone. Ciò però non è sempre vero. Infatti altri studi (Pfeffer, 1987 e Mizruchi e Stearns, 1986) (si veda Mizruchi, 1996, p.279-280) dimostrano che spesso, quando un'impresa rompe un legame con un'altra, la sostituisce con una nuova impresa che opera nello stesso settore della prima. Queste idee contrastanti, suggeriscono quindi che gli *interlocks* possono essere dettati sia da ragioni legate alla coesione di classe che per motivi di tipo interorganizzativo.

Controllo manageriale. Alcune imprese sono caratterizzate da una separazione tra proprietà e direzione tale da permettere una pressoché completa autonomia dei managers, i quali possono perseguire strategie che non sono in linea con gli interessi degli *shareholders*. In questi casi è quindi possibile che essi nominino a far parte del CdA, amministratori di altre aziende che, come tali, sono spesso molto impegnati, passivi e in generale non votano contro colui che li ha assunti (Koenig, et al., 1979) (si vedano Drago et al., 2015, p.40), in modo tale da sfruttare gli *interlocking directorates* al solo scopo di aumentare il proprio potere.

⁷ Ciò è confermato da Mace (1971): “*Here in Baltimore there is a relatively small group of leading businessmen who dominate all the principal company boards in the area. They are all fine men, they are public-spirited men, they have high standards and are widely admired. Individually and collectively their names are a credit to the boards they are on. They are friends of friends, and new board vacancies are filled from their ranks and their rosters.*” MACE, ML., 1971. *Directors: Myth and Reality*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, p.99 (si veda Mizruchi, 1996, p.278). In tal senso questa teoria è coerente con il modello della coesione di classe che verrà approfondito nel seguente sottoparagrafo.

1.2. Gli effetti degli Interlocks

Gli *interlocks* influenzano in modo significativo il comportamento delle imprese e la maggior parte delle analisi sulle determinanti di tali legami, precedentemente descritte, implicano di per sé varie conseguenze. Esistono poi ulteriori studi che analizzano l'impatto degli *interlocking directorates* su vari fattori. In particolare molti sono gli autori che studiano l'influenza di tali legami sulla performance aziendale e molteplici e differenziati i risultati a cui pervengono, in relazione alle variabili considerate. Larcker, So e Wang (2010) studiano un campione esaustivo di amministratori dal 2000 al 2007, focalizzandosi sulla posizione delle imprese nella rete degli *interlocks*. Essi dimostrano che le imprese centrali hanno prestazioni migliori rispetto a quelle periferiche, in media del 4,68% all'anno dopo la formazione del portafoglio. Essi notano inoltre che la differenza di rendimento è più pronunciata per le imprese giovani e con un elevato potenziale di crescita⁸ (misurate utilizzando il rapporto book-to-market) e per quelle finanziariamente in difficoltà. Tale studio evidenzia dei risultati migliori per le imprese centrali, anche in termini di crescita delle prestazioni operative. Specificatamente, il ritorno sull'attivo (ROA) delle imprese centrali aumenta del 2% in più rispetto a quello delle imprese non centrali nell'anno successivo alla formazione del portafoglio. Essi infine confutano l'idea secondo la quale la centralità di un'impresa sia dovuta alle sue buone prestazioni. Viceversa dimostrano che è la centralità che determina un miglioramento nelle prestazioni. Infatti essi notano che i rendimenti maggiori si trovano in corrispondenza delle aziende che registrano un maggiore aumento nella centralità e che anche i cambiamenti di centralità in società la cui composizione del consiglio di amministrazione rimane invariata nel tempo, ma che riflettono cambiamenti in altre parti della rete, sono positivamente associati ai rendimenti azionari futuri. Tale studio viene confermato, nel settore finanziario, anche da Farina (2009), il quale analizza un campione formato da tutte le imprese quotate nella Borsa Italiana nel 2006. Egli prova che le banche e le compagnie assicurative sono caratterizzate dal più alto numero di *interlocks* e da un grado di centralità superiore. Grazie a quest'ultimo esse hanno la possibilità di influire sulle interazioni che avvengono all'interno della rete, controllare le risorse e connettere i vari sottogruppi. Infine conferma l'ipotesi per cui la centralità nel network darebbe un contributo positivo e significativo alla performance nel settore finanziario. A risultati diversi sono invece arrivati Croce e Grassi (2012), i quali, considerando un campione composto da 282 imprese quotate nella Borsa Italiana nel 2008, comprovano che l'effetto della centralità sul valore dell'impresa dipende dalle modalità con cui tale centralità è misurata. In particolare, la centralità

⁸ La differenza media nei rendimenti tra imprese centrali e non è del 6,7% per le società con basso book-to-market e oltre il 9% per le giovani imprese.

dell'impresa e la sua influenza sul resto della rete hanno un impatto negativo sul suo valore. Per quanto riguarda il volume delle informazioni che possono essere scambiate grazie agli *interlocks*, gli studiosi dimostrano che esso non ha un particolare impatto sulla performance aziendale, evidenziando come non sia la quantità delle informazioni ad influire, bensì la qualità. Fich e White (2003) si focalizzano invece sull'impatto che gli *interlocks* hanno sulla remunerazione e sul turnover dei CEO. Essi considerano un campione di 452 imprese⁹ nel periodo dal 1984 al 1991 e trovano un'associazione positiva tra il numero di *interlocking directorates* e la compensazione che il CEO riceve. Al contrario notano un'associazione negativa tra la probabilità di turnover del CEO e la presenza di amministratori interconnessi nel consiglio di amministrazione. Gli studiosi evidenziano quindi come tali risultati riflettano la pratica degli amministratori di creare alleanze di potere attraverso tali interconnessioni, in modo tale da ottenere dalle società remunerazioni più interessanti e rafforzare il loro consolidamento.

1.3. Breve rassegna della letteratura

Le diverse motivazioni che determinano la formazione degli *interlocking directorates* e l'incertezza sugli effetti che essi comportano, ha spinto gli autori che hanno studiato tale fenomeno ad elaborare opinioni differenti nei confronti di esso. La prima critica esplicita risale al 1914. L'autore fu Louis Brandeis, il quale descrisse il fenomeno degli *interlocking directorates* come la radice di molti mali. Egli sosteneva che tale pratica sopprimesse la concorrenza, fosse sleale e inefficiente e che violasse la legge.¹⁰ Anche altri studiosi, più recenti, disapprovano tali legami. In particolare Fich e White (2003) sostengono che l'interconnessione tra diversi consigli di amministrazione, rende più debole la struttura di *governance* delle imprese, promuove il clientelismo e aggrava gli *agency problems* delle imprese. Anche Andres e Lehmann (2011) (si vedano Croci e Grassi, 2012, p.5) concordano sull'ipotesi che le imprese caratterizzate da tali legami abbiano una *governance* più debole e un monitoraggio limitato. A ciò Fich e Shivdasani (2007) (si vedano Croci e Grassi, 2012, p.2) aggiungono il fatto che la

⁹ Per essere incluse nel campione le imprese devono classificarsi tra le prime 500 maggiori società statunitensi della rivista Forbes, in una categoria tra: attività totali, capitalizzazione di mercato, vendite o reddito netto.

¹⁰ "The practice of interlocking directorates is the root of many evils. It offends laws human and divine. Applied to rival corporations, it tends to the suppression of competition and to violation of the Sherman law. Applied to corporations which deal with each other, it tends to disloyalty and to violation of the fundamental law that no man can serve two masters. In either event it leads to inefficiency; for it removes incentive and destroys soundness of judgement. It is undemocratic, for it rejects the platform: "A fair field and no favors,"-substituting the pull of privilege for the push of manhood" BRANDEIS, L.D., 1914. *Other People's Money*. 2^a ed. New York: Frederick A. Stokes Company. p.51

reputazione di un'impresa potrebbe essere messa a rischio qualora un suo amministratore detenesse un ruolo anche in un'impresa coinvolta in uno scandalo finanziario. Sfavorevoli agli *interlocks* sono anche Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) (si vedano Croci e Grassi, 2012, p.4) e Croci e Grassi (2012). Questi autori sostengono che avere un ruolo in più di un consiglio di amministrazione porti il soggetto a sovraccaricarsi, con la conseguenza che questo possa sottrarsi ai propri doveri e responsabilità. Inoltre Larcker, So e Wang (2010) evidenziano come gli *interlocking directorates* siano un valido strumento per condividere informazioni. Questo può però essere utilizzato per diffondere pratiche commerciali distruttive¹¹ oppure informazioni errate, che, se utilizzate, possono comportare una riduzione della performance aziendale.

¹¹Ad esempio, Snyder, Priem e Levitas (2009) (si vedano Larcker, So e Wang, 2010) scoprono che innovazioni illegali come il *backdating* (pratica che consiste nell'apporre una data anteriore rispetto a quella effettiva su un documento e che ha compromesso il funzionamento delle *stock options*) si sono diffuse attraverso la rete degli *interlocking directorates*.

2. Lo sviluppo del fenomeno in Italia con particolare riferimento al settore finanziario

Gli *interlocking directorates* rappresentano un connotato rilevante del capitalismo italiano fin dagli inizi del '900. Essi sono presenti sia a livello di piccola-media impresa, dove è possibile notare un elevato grado di interazione tra organizzazioni (Bagnasco, 1988; Trigilia, 2005) (si veda Dagnes, 2014), sia nelle grandi imprese, contraddistinte dal tipico modello proprietario e di controllo italiano. In Italia infatti la composizione proprietaria e il controllo aziendale fanno riferimento ad una cerchia ristretta e relativamente costante nel tempo di famiglie industriali. Esse, grazie a partecipazioni incrociate, acquisiscono un gruppo di aziende e riescono a mantenere il controllo sulle azioni di tutte le società appartenenti ad esso attraverso strutture gerarchiche e piramidali, creando così una catena di controllo e gestendone direttamente il livello più alto. Inoltre l'indebitamento bancario è il metodo più diffuso per reperire fonti di finanziamento, ma spesso le società quotate ricorrono all'emissione di obbligazioni oppure di azioni con diritti limitati o senza diritto di voto, al fine di aumentare il capitale senza ridurre il controllo della capogruppo. Tale sistema economico, in cui il controllo aziendale e le fonti di capitale sono considerevolmente accentrate, è caratterizzato quindi dall'esistenza di un fitto network in cui sono presenti numerosi *interlocking directorates* (Drago et al., 2015; Dagnes, 2014). In particolare, negli anni '20, Luzzatto Fegiz (1928) (si vedano Bianco e Pagnoni, 1997), compiendo un'analisi su 2829 società con riferimento al 1923, evidenzia come, già all'epoca, il fenomeno dell'interscambio di amministratori fosse diffuso in Italia, specialmente nell'industria idroelettrica. Questa precoce diffusione degli *interlocking directorates* è confermata anche da alcuni studi più recenti a cura di Rinaldi e Vasta (2005, 2008). Essi prendono in considerazione un campione piuttosto ampio di imprese italiane quotate e non, con riferimento agli anni dal '50 all'80. Con l'obiettivo di analizzare la struttura di corporate governance nel secondo dopoguerra, gli studiosi evidenziano il ruolo degli *interlocking directorates*, fondamentali per la creazione di una rete nella quale erano presenti sia imprese private che pubbliche. Nel periodo considerato la quota di amministratori con più cariche è rimasta pressoché costante (tra il 23% e il 26%), registrando però una riduzione della densità della rete dagli anni '70. Anche Ferri e Trento (1997) (si vedano Gambini, Sarno e Zazzaro, 2010) confermano che la quota dei soggetti che detengono più di una carica, non è mai scesa sotto al 20% tra il 1940 e il 1995. Ulteriori analisi sono state compiute da Drago et al. (2015) su un campione formato da tutte le società quotate nella borsa italiana dal 1998 al 2007. Tale studio mira ad evidenziare come le riforme possano influire sugli *interlocking directorates*. Nello specifico si fa riferimento all'introduzione del cosiddetto "Codice di Autodisciplina della

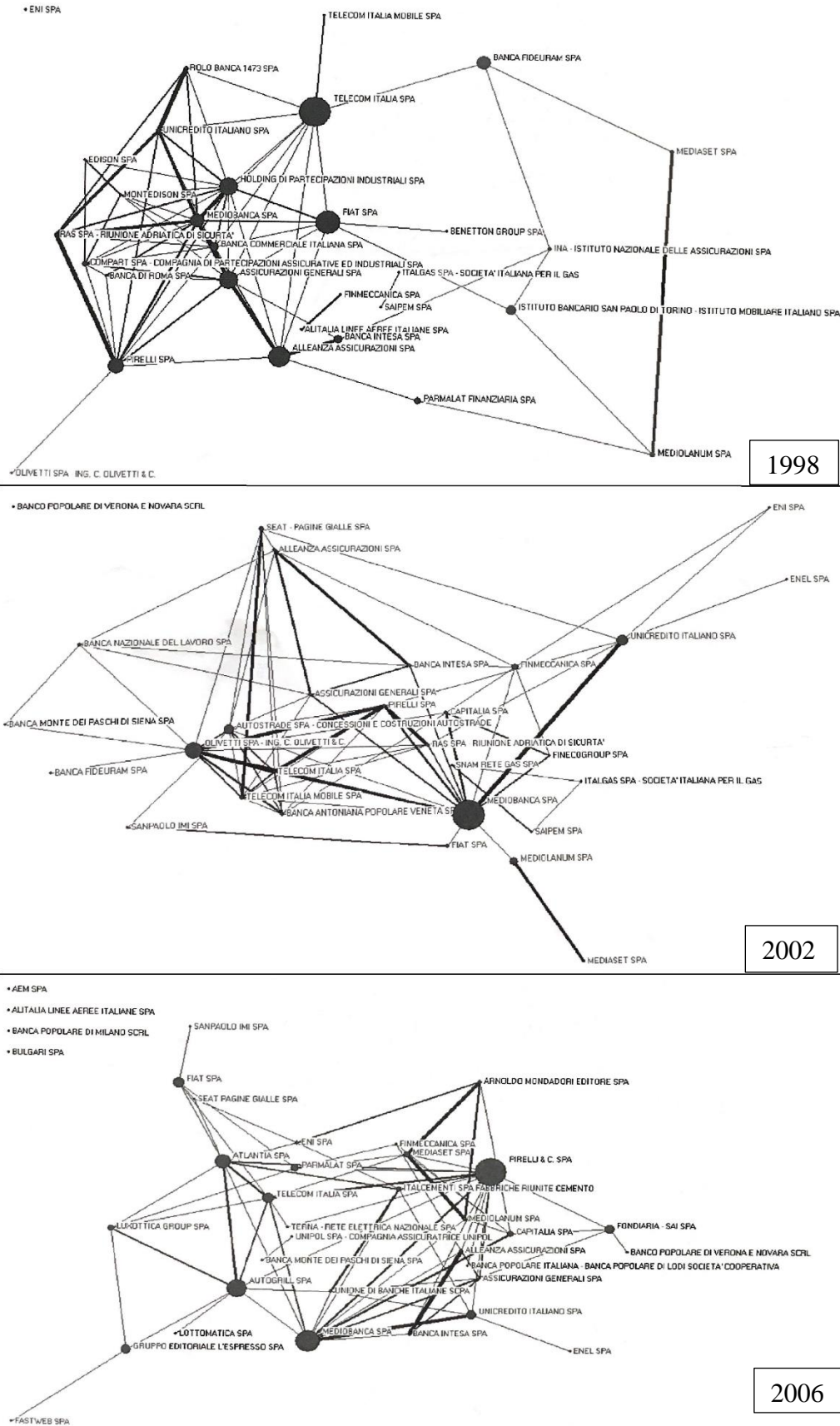
Corporate Governance” (o “Codice Preda”) del 1999¹². Tale codice contiene un modello non vincolante e congruo ai principi di *best practice* internazionale, per l’organizzazione e il funzionamento delle società quotate italiane, specificatamente adattato per tenere conto delle caratteristiche di quest’ultime. Esso ha iniziato ad affrontare il problema degli *interlocks* dal 2002 ed è stato successivamente implementato dalle società, comportando quindi un’evoluzione del fenomeno: da una parte si è assistito ad una parziale riduzione del numero dei legami, dall’altra ad un incremento della centralità. Ciò è dimostrato da tale studio che, considerando soltanto le *Italian Blue Chip companies*¹³, mostra che le imprese con il maggior numero di *interlocking directorates* hanno abbandonato, dal 2002 in poi, i legami relativamente meno importanti e più periferici. Questo ha comportato un aumento della rilevanza delle società che occupano le posizioni più centrali del network, creando una struttura maggiormente gerarchica. Tale evoluzione può essere dedotta dalla figura 2.1 che mostra lo sviluppo del network nel periodo in questione, evidenziando da una parte le società che hanno interrotto i loro legami e dall’altra il progressivo aumento di legami strategici nelle zone più centrali. Tale distribuzione non uniforme del fenomeno tra le società è dimostrata anche da Gambini, Sarno e Zazzaro (2010), i quali affermano che l’*interlocking directorship* “riguarda in misura abnorme alcune importanti società e solo in misura ridotta le molte altre che entrano a far parte della rete come satelliti delle prime”. Per l’appunto, delle 281 società quotate che vengono considerate nel 2009 da tali studiosi, 241 formano un’unica grande componente, mentre quelle completamente isolate sono 38. Inoltre registrano, contestualmente ad una riduzione del cumulo medio di cariche, pari a 1,2, e della percentuale di amministratori coinvolti in un *interlock* (15%), anche una diminuzione del numero massimo di cariche per ciascun amministratore (prevalgono i soggetti presenti in due società, mentre soltanto il 3% arriva ad avere un numero massimo di 5 o 6 incarichi).¹⁴

¹² Il “Codice di Autodisciplina della Corporate Governance” è stato redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate su iniziativa di Stefano Preda. Esso rappresenta “un modello di organizzazione societaria adeguato a gestire il corretto controllo dei rischi d’impresa e i potenziali conflitti di interesse ... fra amministratori e azionisti e fra maggioranze e minoranze”. Contiene direttive, non obbligatorie, riguardanti la struttura organizzativa della società, le informazioni che essa deve condividere e il rapporto da tenere con soci e sindacati. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, 1999. *Il Rapporto e il Codice di Autodisciplina*. 1° ed. (s.l.): Borsa Italiana S.p.a., p. 1-25

¹³ “Le *blue chip* sono i titoli emessi da società quotate su un mercato regolamentato che possiedono una capitalizzazione elevata. Sul mercato italiano tale soglia è fissata a € 1.000 milioni”. BORSA ITALIANA, 2019. Disponibile su: < <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/blue-chip.html> >

¹⁴ La riduzione si riscontra rispetto al periodo tra il 1985 e il 1995. In esso, Bianco e Pagnoni (1997) riscontrano un cumulo medio di cariche (ovvero il rapporto tra numero delle cariche e numero degli amministratori) che va da un minimo di 1,35 ad un massimo di 1,45; una percentuale di amministratori con più cariche che si aggira intorno al 20% e infine tra il 4,4 e l’8,8% di amministratori che detengono 6 o più cariche.

FIGURA 2.1: Interlocking Directorship Network nel 1998, 2002 e 2006



Fonte: DRAGO, et al., 2015. Corporate Governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy. *International Review of Law and Economics*, 41, 38-49

2.1. Gli interlocking directorates nel settore finanziario

L'Italia è un paese caratterizzato da un sistema banco-centrico e l'indebitamento bancario rappresenta la più diffusa fonte di finanziamento. Le banche quindi, raccogliendo il risparmio e veicolandolo verso le attività produttive, influiscono su tutti gli altri attori economici (AGCM, 2008). Inoltre, nel nostro paese, il settore finanziario (considerando nello specifico mercato bancario, assicurativo e della gestione del risparmio) ha ricoperto, per tutto il '900 e oltre, un ruolo estremamente rilevante nel network formato dagli *interlocking directorates*. Esso ne rappresenta il nucleo centrale ed è al contempo fortemente interconnesso al proprio interno e fondamentale per l'esistenza di legami intersettoriali. Questo aspetto è confermato dai dati: all'interno dello stesso settore finanziario, la quota di banche e assicurazioni che hanno stabilito *interlock*, ha superato in taluni anni il 95%; mentre per quanto riguarda i legami con altri settori produttivi si è raggiunto il 20% nella seconda metà del '900, registrando però una diminuzione negli anni successivi (Gambini, Sarno e Zazzaro, 2010).

In particolare, considerando il periodo compreso tra il 1985 e il 1995, Bianco e Pagnoni (1997) hanno analizzato gli *interlocking directorates* formati dalle società quotate in ognuno degli anni considerati.¹⁵ Da tale studio emerge che la percentuale di amministratori con più cariche nel mercato bancario si aggira intorno al 7,5% del totale degli amministratori, con un picco del 9,57% nel 1987 e il valore minore, 5,12%, registrato nel 1993. Da tali dati si può notare come la percentuale di amministratori coinvolti in *interlock* non abbia un andamento stabile nel tempo, seppur le variazioni non siano notevoli. Inoltre tale percentuale risulta essere inferiore rispetto alla quota totale di amministratori con più cariche se non si effettuano distinzioni tra settore finanziario e non, che è in media del 20%. Ciò può essere spiegato anche dal fatto che nel periodo preso in considerazione le banche quotate erano un numero limitato. Al contempo tale studio evidenzia però la centralità del ruolo delle banche e la loro importanza nel fungere da tramite tra legami bancari e società non finanziarie. Infatti il numero medio di cariche ricoperte dagli amministratori delle banche in altre società è di 1,7, superiore di 3 punti percentuale rispetto al totale degli amministratori senza distinzioni. Infine, soffermandosi nell'esame degli anni 1991, 1992 e 1993, cercano di verificare se tali legami personali abbiano rappresentato uno strumento per fortificare oppure per aggirare il limite imposto dal legislatore fino al 1992 di separazione proprietaria e partecipativa tra banche e società non finanziarie. Per far ciò si analizzano singolarmente le varie tipologie di *interlock* create dagli amministratori delle banche. In particolare si può notare che i legami *in-in* si formano prevalentemente all'interno dello stesso settore finanziario, dove è presente anche una relazione proprietaria. I

¹⁵ Il numero delle società considerate varia da 187 a 253 a seconda dell'anno.

legami *in-out* o *out-in* collegano invece prevalentemente le banche alle società non finanziarie e rappresentano quindi un metodo utilizzato per avere il controllo della società senza poter assumere partecipazioni. Un altro studio avente ad oggetto tali legami, è stato compiuto da Ferranti, Greco e Murgia (2009) i quali hanno preso in considerazione 38 operazioni di M&A tra banche avvenute dal 2000 al 2007.¹⁶ Questo allo scopo di evidenziare il ruolo degli *interlocking directorates* in tali operazioni e la loro relazione con la *retention* (consiglieri della società acquisita mantenuti dopo l'operazione) e la *performance*. Innanzitutto si è individuato che il numero di *interlocks* con altre società per ogni *bidder* quotata è in media pari a 65, mentre i legami instaurati esclusivamente con altre società finanziarie sono in media 30. Inoltre esaminando a fondo le operazioni considerate, si nota che nel 64% del campione è presente almeno un legame tra la *bidder* e la *target* e che nelle operazioni compiute da banche collegate da uno o più *interlocks*, almeno uno dei consiglieri della *target* ha mantenuto il proprio incarico dopo l'operazione, in particolare i soggetti che fungevano da connessione. Oltre a ciò, in più del 70% dei casi in cui le operazioni sono avvenute tra banche non interconnesse, la *bidder* era caratterizzata da un assetto proprietario che le permetteva di controllare la società *target*. Questo indica che l'*interlocking directorship* sembra sostituire in qualche modo il controllo partecipativo ed essere un valido strumento per lo scambio di informazioni qualora le banche coinvolte nella fusione non appartengano allo stesso gruppo. Esso diventa però superfluo quando la *bidder* è già nella posizione di poter influire nelle scelte della *target*. Oltre a questi studi presi in considerazione, esiste una varietà di ulteriori indagini sugli *interlocking directorates* che, prendendo in considerazione diversi aspetti, avvalorano la centralità del ruolo delle banche e in generale delle società finanziarie. Tale ruolo sembra però affievolirsi nel tempo: per esempio, Dagnes (2014) nota che dal 2007 al 2011 il numero di legami all'interno del settore finanziario in Italia diminuisce, passando progressivamente da 125 a 74. Tale riduzione, seppur contenuta, è coerente con una serie di normative e disposizioni messe in atto per cercare di frenare tale fenomeno. Nonostante ciò però la sua pervasività e diffusione è di

¹⁶ Le *Merger & Acquisition* sono “operazioni di finanza straordinaria che portano alla fusione di due o più società. *Merger* è la fusione vera e propria e con tale operazione le società partecipanti alla fusione cessano la loro esistenza giuridica per far confluire i loro patrimoni in una nuova società. L'*Acquisition* è una forma di fusione per incorporazione in cui una società (l'incorporante) mantiene la propria identità giuridica annettendo altre società che cessano di esistere; in questo caso quindi non nasce una nuova società”. Le operazioni considerate nello studio, sono state individuate in quanto caratterizzate dal fatto che erano “operazioni di fusione “pura” (ossia l'integrazione che viene fatta attraverso la creazione di una *newco* in cui confluiscono le banche *target*) o incorporazione (ossia l'integrazione che viene fatta attraverso lo scioglimento delle banche *target* all'interno della *bidder*) e coinvolgevano almeno una banca quotata nella Borsa di Milano nel periodo preso in considerazione”. AC-Finance, 2019. Disponibile su: <<http://www.ac-finance.it/site/ma-il-significato-di-questa-misteriosa-sigla/>> FERRANTI, E., GRECO, M. e MURGIA, G., 2009. Le M&A nel settore bancario: qual è l'effetto del modello di corporate governance italiano sul loro successo? *XX Riunione Scientifica dell'Associazione italiana di Ingegneria Gestionale: Oltre la crisi: quali strategie per l'innovazione*, Udine, 29-30 Ottobre

gran lunga superiore rispetto a quanto si riscontra, nello stesso periodo, negli altri stati membri dell'Unione Europea (Ghezzi, 2012).

3. Il divieto di Interlocking Directorates in Italia

Il fenomeno dell'*interlocking directorates*, come precisato nel capitolo 1, può essere valutato da una parte come una “formula organizzativa di successo” e dall'altra come strumento di “deformazione del gioco competitivo”. È quindi a causa dei suoi effetti restrittivi e negativi in termini di efficienza economica che i legislatori hanno considerato necessario anche in Italia l'introduzione di una regolamentazione pro-concorrenziale specifica¹⁷. Si tratta dell'articolo 36 del cosiddetto “Decreto Salva Italia”¹⁸ che impone il divieto di *interlocking directorates* nel settore finanziario. Esso si aggiunge a un set di disposizioni e leggi di diritto societario preesistenti finalizzate alla regolamentazione della sovrapposizione delle cariche degli esponenti delle società, che non riescono però a contrastare, ma al più limitano, il fenomeno degli *interlocking directorates*.

3.1. Le origini storiche del divieto di Interlocking

L'introduzione di una norma *anti-interlock* in Italia rappresenta il recepimento, con quasi un secolo di ritardo, della disciplina sui legami personali statunitense. In USA, infatti, già nel 1914 fu introdotta una speciale disciplina *antitrust*: la *Section 8* del *Clayton Act*. Con essa viene vietata la presenza di *interlocking* tra amministratori e “*officers*” di imprese (non bancarie) concorrenti a livello orizzontale, nel caso in cui il fatturato delle imprese coinvolte superi determinate soglie dimensionali e le attività concorrenziali rappresentino una percentuale non influente dei loro ricavi¹⁹. Al tempo, la disciplina rappresentava un divieto preventivo in

¹⁷ MARRONI, L., 2013. Variazioni su connessioni tra imprese concorrenti: sulla necessità di un'analisi empirica ex ante ed ex post orientata a far valutare se predisporre o migliorare la regolazione. *IANUS*, N.8, 97-145

¹⁸ Il D.L. n.201 del 06 dicembre 2011, successivamente convertito dalla L. 214/2011 e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 300 del 27 dicembre 2011.

¹⁹ “(1) No person shall, at the same time, serve as a director or officer in any two corporations (other than banks, banking associations, and trust companies) that are -(A) engaged in whole or in part in commerce; and (B) by virtue of their business and location of operation, competitors, so that the elimination of competition by agreement between them would constitute a violation of any of the antitrust laws; if each of the corporations has capital, surplus, and undivided profits aggregating more than \$10,000,000 as adjusted pursuant to paragraph (5) of this subsection”. Tale norma è stata modificata e aggiornata numerose volte. In particolare sono stati inseriti dei casi di esenzione: “(2) simultaneous service as a director or officer in any two corporations shall not be prohibited by this section if -(A) the competitive sales of either corporation are less than \$1,000,000, as adjusted pursuant to paragraph (5) of this subsection; (B) the competitive sales of either corporation are less than 2 per centum of that corporation's total sales; or (C) the competitive sales of each corporation are less than 4 per centum of that corporation's total sales”. È quindi richiesto dal paragrafo 5 che ogni anno la Federal Trade Commission aggiorni la soglia. Il 15 febbraio 2019 la FTC ha quindi annunciato i nuovi limiti per l'anno in questione: \$36,564,000 per quanto riguarda il primo comma (1) e \$3,656,400 per l'esenzione prevista al secondo comma (2) punto (A). FEDERAL TRADE COMMISSION, 2019. Disponibile su: <<https://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2019/02/ftc-announces-annual-update-size-transaction-thresholds-premerger>>

quanto i *board* erano composti da un numero limitato di amministratori con un ruolo spesso esecutivo ed erano quindi nelle condizioni di poter influenzare le scelte delle imprese. Inoltre, si poneva da garante del buon governo societario e da deterrente contro i possibili conflitti di interesse. La norma non fu però esente dalle critiche di coloro che sostenevano che non ci fossero esplicite evidenze degli effetti anticoncorrenziali degli *interlocking directorates*. Tali critiche vennero però accolte solo marginalmente dal legislatore che si limitò ad inserire casi di esenzione e a prevedere l'adeguamento annuale delle soglie dimensionali (Ghezzi, 2012).

Per quanto concerne il settore bancario, nel 1977 fu introdotto il *Depository Institution Management Interlocks Act* che dispone il divieto di *interlocking* tra imprese bancarie (c.d. *dual service*) che superino certe soglie dimensionali o competano nello stesso territorio.²⁰ Quest'ultima norma si distingue dalla *Section 8* in quanto prevede una serie di esenzioni aggiuntive²¹. Inoltre, delega l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) ad emanare regolamenti contenenti ulteriori esenzioni o deroghe di carattere generale e, infine, prevede che le autorità bancarie possano autorizzare caso per caso, su richiesta delle imprese, specifici *interlocking directorates* a condizione che non limitino la concorrenza e non comportino problemi gestionali (Ghezzi, 2012 e Martelloni, 2012).

La normativa italiana, però, pur essendo ispirata a quella statunitense, se ne discosta sotto molteplici profili.

3.2. La legislazione precedente all'introduzione dell'articolo 36

Sebbene l'articolo 36 “sia stato salutato dai commentatori come la prima codificazione in Italia”²² di una normativa specifica in tema di divieto di *interlock*, nel nostro ordinamento esistevano già alcune norme, di natura pubblicistica e di autoregolamentazione, finalizzate a regolamentare la presenza di medesimi soggetti in imprese tra loro concorrenti. Tra queste,

²⁰ Ai fini dell'applicazione del divieto le banche devono avere attività (filiali) nella stessa città o operare nella stessa area statistica metropolitana per almeno 50 milioni di dollari, oppure, indipendentemente dall'ubicazione, deve essere superata la soglia dimensionale di 1,5 miliardi di dollari per ciascuna delle banche interessate oppure 2,5 miliardi di dollari per almeno una delle due. (Martelloni, 2012)

²¹ Per esempio sono esenti dal divieto le banche in liquidazione, le *credit unions*, le banche che non operano negli Stati Uniti, le *savings and loan guaranty corporations* statali. (Ghezzi, 2012)

²² MARTELLONI, A., 2012. Il controllo pubblico sui legami personali tra imprese concorrenti nella recente decretazione anti-crisi. *Gruppo di Pisa*, n. 2 (1 novembre), p.4

significativo è l'articolo 2390 c.c. ai sensi del quale “Gli amministratori non possono assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti, né esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi, né essere amministratori o direttori generali in società concorrenti, salvo autorizzazione dell'assemblea. Per l'inosservanza di tale divieto l'amministratore può [e non deve] essere revocato dall'ufficio e risponde dei danni”. Si può notare come tale articolo preveda un divieto generale di concorrenza che si applica solo alla figura dell'amministratore. Inoltre è derogabile dalle imprese coinvolte, che possono autorizzare la compresenza dello stesso soggetto nei CdA, attraverso un'apposita previsione statutaria o decisione assembleare. Esso rappresenta “una sorta di difesa anticipata dell'interesse sociale”, ampliando, quindi, il contesto di riferimento dell'articolo 2391 c.c. e non limitandosi a disciplinare il conflitto di interessi solo nel caso di attività deliberativa, bensì facendo riferimento a situazioni non episodiche e potenzialmente abituali (Miola, 2011). In aggiunta è opportuno richiamare anche l'articolo 148-bis del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico della Finanza, TUF). Esso delega alla CONSOB l'emanazione di un regolamento con il quale stabilisca i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo nelle società quotate. La *ratio* ispiratrice di tale norma non è però di garanzia della concorrenza, ma quella di limitare da un punto di vista quantitativo il cumulo, per assicurare la partecipazione alla vita sociale (Martelloni, 2012). In aggiunta, un'importante fonte di autoregolamentazione in materia di *corporate governance* è il Codice di Autodisciplina, redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance e aggiornato successivamente²³. Esso contiene delle raccomandazioni con riguardo all'assetto organizzativo di cui la società dovrebbe dotarsi e a cui le società possono aderirvi volontariamente. Con particolare riferimento al tema degli *interlocking directorates*, esso prevede che gli amministratori debbano accettare le cariche in relazione al tempo che possono dedicarvi (delineando quindi un limite quantitativo al cumulo, articolo 1 e 2 del Codice) e, inoltre, effettua una precisazione su quanto disposto dal divieto di concorrenza di cui all'articolo 2390 c.c. (qualora l'assemblea rilasci deroghe al divieto di concorrenza, il CdA dovrà valutare ciascun caso e segnalare eventuali criticità all'assemblea, articolo 1.C.4 del Codice). Tali misure non sono però risultate efficaci nel contenimento della diffusione e della pervasività del fenomeno in questione. Ciò è rilevato anche dall'indagine conoscitiva IC36²⁴ svolta dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato a cavallo tra il 2007 e il 2008, che

²³ L'ultimo aggiornamento risale a luglio 2019 ma in questa sede ci rifaremo alla versione vigente prima dell'introduzione dell'articolo 36 del “Decreto Salva Italia”. Tutte le versioni sono disponibili nel sito: <<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/codice.htm>>

²⁴ Si veda il provvedimento 19386 del 23 dicembre 2008, in Bollettino 49/2008, con il quale si dichiara conclusa l'indagine conoscitiva IC36, avviata con provvedimento 17010 del 27 giugno 2007, in Bollettino 25/2007. Disponibile su: <<https://www.agcm.it/pubblicazioni/bollettino-settimanale/index>>

fungerà poi da presupposto all'emanazione della norma *ad hoc*. La presente indagine analizza la *corporate governance* di banche, compagnie assicurative e società di gestione del risparmio, quotate e non quotate in Italia, considerando quattro aree di analisi, tra cui i legami personali (*interlocking directorates*). Innanzitutto l'Autorità pone l'attenzione sul potenziale effetto restrittivo della concorrenza degli *interlocks*, precisando che i legami instaurati tra attori operanti nel medesimo settore possono affievolire le dinamiche competitive del mercato e presentano ulteriori elementi sfavorevoli che rischiano di essere aggravati dagli effetti della crisi, che negli anni in questione iniziava a manifestarsi. Con l'analisi dello scenario della crisi, caratterizzato dalla perdita di fiducia nel sistema, l'Autorità si sofferma, quindi, sulla reputazione individuale e collettiva degli intermediari, come "elemento chiave per garantire il corretto ed efficiente funzionamento"²⁵ del settore finanziario. Infine dall'analisi del contesto giuridico e fattuale di tale tema, l'AGCM nota l'inadeguatezza del quadro normativo e di autoregolamentazione²⁶. Date tali argomentazioni, l'Autorità sostiene l'importanza di introdurre un'apposita norma sugli *interlocking directorates* nel macro settore finanziario che migliori e incentivi le dinamiche competitive.

3.3. Il divieto di Interlocking Directorates in Italia: articolo 36 d.l. 201/2011

Le numerose segnalazioni sul tema degli *interlocking directorates* effettuate dall'Autorità Garante, tuttavia, non furono prese in considerazione dall'attenzione politica prima dell'instaurarsi del Governo Monti, nel novembre del 2011. Il primo atto del nuovo Governo, infatti, fu la predisposizione del decreto legge n. 201 del 6 dicembre 2011 (c.d. "Decreto Salva Italia"), che disciplina, all'articolo 36, i legami personali tra imprese nei mercati bancari, assicurativi e creditizi. Quest'ultima disposizione venne poi incrementata da due ulteriori commi in sede di conversione e definitivamente varata nell'articolo 36 della legge n. 241 del 22 dicembre 2011, recante "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici". La norma risente però della velocità con cui è stata predisposta, essendo stata inserita in un provvedimento approvato con estrema urgenza. Per questo motivo, essa appare molto rigida ed è contraddistinta da numerose lacune e da un'opacità interpretativa, a

²⁵ AGCM, IC36, 17

²⁶ Si osserva che la maggioranza delle banche non hanno adottato alcuna disposizione statutaria specifica che preveda un limite al cumulo degli incarichi. (AGCM, IC36, 186)
"Tra tutti gli statuti esaminati, [solo] quello di Monte dei Paschi di Siena ... prevede il divieto di cumuli di incarichi con riferimento ai membri del collegio sindacale ... [e] del CdA" (AGCM, IC36, 187)

cui cercano di porre rimedio i c.d. “Criteri per l’applicazione dell’art. 36 del d.l. ‘Salva Italia’ (c.d. ‘divieto di interlocking’),” pubblicati il 20 aprile 2012. Essi rappresentano il risultato di un “tavolo tecnico” costituito presso il Ministero dell’Economia e delle Finanze, a cui presero parte Banca d’Italia, Consob e Isvap, con la collaborazione dell’AGCM. Tale documento contiene “i criteri cui si atterrano [le Autorità di Vigilanza], ciascuna per il proprio settore di competenza, qualora debbano valutare la sussistenza di cariche incrociate in violazione della legge”²⁷, in attesa che vengano introdotti specifici criteri legislativi. I criteri predisposti dalle Autorità non esauriscono, però, tutte le problematiche applicative del divieto di *interlocking* ed è per questa ragione che il 13 giugno 2012 fu pubblicato un ulteriore documento interpretativo, denominato “*Frequently Asked Questions*” (FAQ).

L’articolo 36 può essere sostanzialmente suddiviso in due parti: la prima contiene le regole sostanziali e interpretative (comma 1 e 2), mentre la seconda disciplina gli aspetti procedurali e sanzionatori (comma 2-*bis* e 2-*ter*).

3.3.1. Aspetti sostanziali e interpretativi (comma 1 e 2)

Il primo comma prevede che sia “vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti”. Si può notare quindi come la disposizione preveda un divieto applicabile *tout court* a tutti i soggetti che potrebbero influenzare le decisioni dell’impresa, quali componenti degli organi di amministrazione e controllo, indipendentemente dal fatto che siano esecutivi o no. Su tal punto sorgono già i primi interrogativi. Innanzitutto Ghezzi (2010) rileva l’assenza di preoccupazioni concorrenziali con riguardo alla figura del sindaco, il quale non ha la possibilità di influire sulle deliberazioni riguardanti la gestione. Inoltre non appare chiaro il perimetro dei soggetti passibili al divieto. In primo luogo la locuzione “funzionari di vertice” non viene definita e risulta sconosciuta sia al diritto *antitrust* che a quello societario. In merito, si esprimono le Linee Guida specificando che rientrano in tale categoria, “i direttori generali [e] i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari previsti dall’art. 154-*bis* del TUF”. In secondo luogo, l’espressione “cariche analoghe” può portare a ritenere che lo stesso soggetto possa ricoprire cariche differenti nelle imprese concorrenti, mentre viene chiarito dalle Linee Guida che il divieto non riguarda solamente l’assunzione di cariche della stessa specie e che non è applicabile ai sindaci supplenti, fino al momento in cui questi non

²⁷ BANCA D’ITALIA, CONSOB, ISVAP, 2012. *Criteri per l’applicazione dell’art. 36 del d.l. “Salva Italia”*

svolgano effettivamente le funzioni in supplenza. Infine, alcuni interrogativi sorgono con riguardo alle imprese interessate dal divieto. La norma prende in considerazione, in generale, tutte le imprese o gruppi operanti nel settore creditizio, assicurativo e finanziario, senza porre dei limiti o prevedere dei casi di esenzione. Intervengono, quindi, le Linee Guida per puntualizzare che le imprese assoggettate alla disciplina prevista dall'articolo 36 sono quelle la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza ai sensi del TUB, del TUF e del codice delle assicurazioni o di normative speciali che fanno rinvio a queste discipline²⁸. Inoltre, è prevista l'esclusione dall'applicazione del divieto alle cariche assunte in società estere oppure qualora almeno due delle imprese coinvolte dall'*interlock* si attestino al di sotto di una certa soglia dimensionale. Tale soglia è coerente con quanto disposto dalla legge n. 287/90 (articolo 16, comma 1 e 2) in materia di concentrazione ai fini *antitrust* e fissa il fatturato totale nazionale a 30 milioni di euro²⁹.

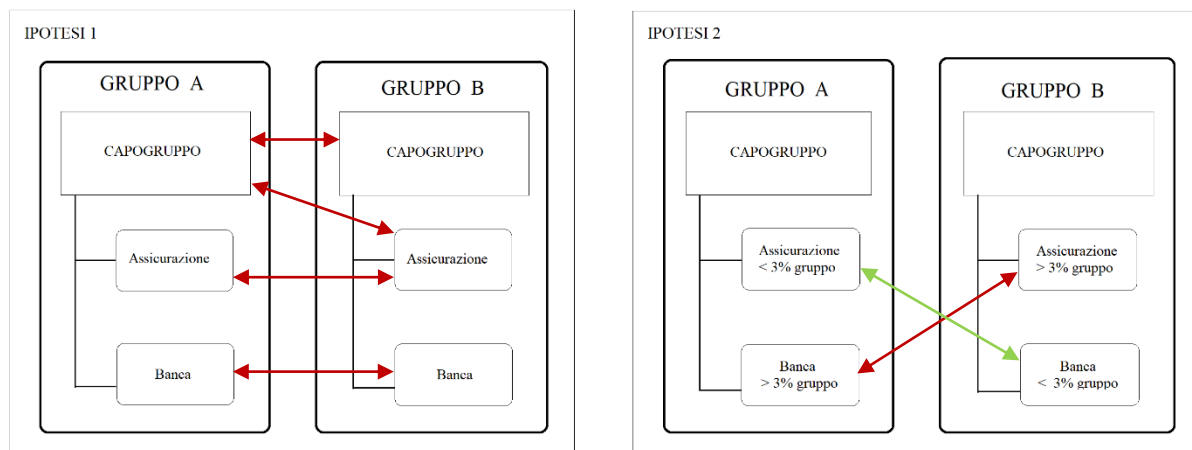
Nel secondo comma dell'articolo 36, viene poi specificata la nozione di concorrenza: “si intendono concorrenti le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 7 della legge n. 287/90 e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici”. A tal proposito Ghezzi (2010) muove una prima critica per quanto riguarda la scelta di richiamare l'articolo 7, l. n. 287/90: esso definisce la “nozione di controllo ai fini della disciplina delle concentrazioni”, per cui è sufficiente la possibilità di influenzare un'impresa perché si configuri un rapporto di controllo, e richiama la nozione di controllo congiunto, escludendo quindi le partecipazioni incrociate indirette. A vista dell'autore, però, tali riferimenti risultano limitativi ai fini della corretta applicazione della norma, in quanto gli *interlocking directorates*, dati i loro effetti, attengono “alla disciplina delle intese”, la quale richiede in concreto un'effettiva influenza affinché si crei un'unità economica. Con riguardo a tale comma le Linee Guida si esprimono specificando la nozione di gruppo. Vanno inclusi nel campo di applicazione del divieto: “i gruppi/conglomerati come definiti dalla normativa di settore; le relative società controllanti e controllate; le holding di sola partecipazione che controllano direttamente un gruppo”. Inoltre, l'articolo 36 non tiene in considerazione del settore di attività della singola impresa del gruppo. Per questo viene puntualizzato dalle Linee Guida che sono assoggettati al divieto gli *interlocks* tra imprese concorrenti appartenenti a

²⁸ Nello specifico il divieto si estende a: banche, compagnie di assicurazione e riassicurazione, SIM, SGR, SICAV, intermediari finanziari ex Titolo V del Testo unico bancario e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL, Poste Italiane S.p.A. per l'attività di Bancoposta, Cassa Depositi e Prestiti.

²⁹ Tale soglia è quella prevista dall'aggiornamento dei criteri applicativi effettuato in data 21 dicembre 2018, in risposta alla modifica della legge antitrust apportata dalla legge n.124/2017. Questo perché “gli aggiornamenti periodici della ... soglia prevista dalla legge 287/90 si estendono automaticamente anche ai fini dell'applicazione del divieto di interlocking”. Precedentemente i criteri prevedevano l'esclusione dal divieto qualora anche una sola delle imprese presentasse un fatturato totale minore di 47 milioni di euro.

gruppi operanti in mercati diversi (ipotesi 1, figura 3.1) e viceversa gli *interlocks* tra imprese diverse ma appartenenti a gruppi che operano nello stesso mercato, a condizione che il fatturato totale nazionale di ciascuna impresa sia superiore al 3% del fatturato nazionale del gruppo di appartenenza (ipotesi 2, figura 3.1).

FIGURA 3.1: Gruppi operanti su mercati diversi



Fonte: BANCA D'ITALIA, CONSOB, ISVAP, 2012. Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia", p. 8

3.3.2. Aspetti procedurali e sanzionatori (comma 2-bis e 2-ter)

Il comma 2-bis, invece, disciplina i meccanismi applicativi e nello specifico prevede che: “i titolari di cariche incompatibili possono optare nel termine di 90 giorni dalla nomina. Decorso inutilmente tale termine, decadono da entrambe le cariche e la decadenza è dichiarata dagli organi competenti degli organismi interessati nei trenta giorni successivi alla scadenza del termine o alla conoscenza dell'inosservanza del divieto. In caso di inerzia, la decadenza è dichiarata dall'Autorità di vigilanza di settore competente” (ovvero Banca d'Italia per le banche, Isvap per le compagnie assicurative e Consob per le imprese di investimento). Tale divieto trova applicazione sia per gli esponenti di nuova nomina, sia per quelli già in carica. Per questo motivo il comma 2-ter prevede, in sede di prima applicazione, che il termine per l'esercizio dell'opzione sia di 120 giorni, che decorrono dall'entrata in vigore della legge di conversione. Anche la previsione dettata dal comma 2-bis non risulta essere però esente da critiche. Infatti la sanzione prevista appare alquanto severa e lacunosa agli occhi di plurimi autori (Ghezzi, 2010 e 2012; Martelloni, 2012; Bardanzellu e Siragusa, 2012). In primo luogo, qualora un funzionario di vertice sia protagonista di un interlocking, egli non solo decadrebbe dalla carica in entrambe le imprese, ma perderebbe anche i requisiti per esercitare le proprie funzioni o addirittura cesserebbe il proprio rapporto di lavoro (Ghezzi, 2010 e 2012). In secondo luogo, la verifica dell'esistenza di una relazione concorrenziale può risultare molto complessa e dubbia.

Si prenda, ad esempio, il caso di concorrenza sopravvenuta, ovvero qualora due imprese operanti in mercati del prodotto e geografici diversi, divengano gradualmente concorrenti oppure superino le soglie dimensionali. In tal caso le Linee Guida attribuiscono agli organi sociali competenti l'onere di valutare con cadenza annuale la situazione, ai fini dell'applicazione del divieto. Un simile onere risulta, però, essere alquanto pesante considerando che gli esponenti delle imprese prese in considerazione, dovrebbero analizzare strategicamente imprese a loro estranee. In aggiunta, è difficile individuare il momento esatto in cui ha inizio il rapporto di concorrenza e, quindi, il giorno da cui decorre il termine per l'esercizio dell'opzione. Infine è necessario evidenziare che la legge attribuisce alle Autorità di Vigilanza un ruolo "limitato, residuale e passivo" e che nessun ruolo è invece attribuito all'AGCM. Ciò appare incoerente con le competenze delle diverse Autorità³⁰ e con la struttura generale della legge *antitrust*, che prevede il coordinamento e la collaborazione fra quest'ultime³¹ (Ghezzi, 2010 e Martelloni, 2012).

3.4. Dati a confronto

Dall'indagine conoscitiva IC36, svolta dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, emerge che, nel periodo preso in considerazione (ovvero a cavallo tra il 2007 e il 2008), il 79,5% del campione considerato³² era affetto da *interlocking directorates*, ovvero una quantità di soggetti rappresentanti circa il 95,9% dell'attivo totale del campione. Si può quindi notare come tale fenomeno risultasse alquanto pervasivo nel sistema. È ora opportuno confrontare tali dati con quelli emersi da uno studio condotto da Creatini e Main nell'aprile del 2015, su un campione fondamentalmente formato dalle stesse imprese prese in considerazione dall'AGCM³³. Lo studio mira a confrontare il fenomeno prima e dopo l'introduzione del c.d. divieto d'*interlocking* e si può notare come nel complesso esso abbia subito una riduzione. Nello specifico, come si può vedere dalla figura 3.2, oltre ad un aumento della percentuale di

³⁰ L'individuazione e l'analisi dei mercati di riferimento appare estremamente ardua, soprattutto in un contesto di continua evoluzione, e non fa parte dei compiti abituali delle Autorità di vigilanza settoriali, bensì rientra nelle funzioni dell'AGCM.

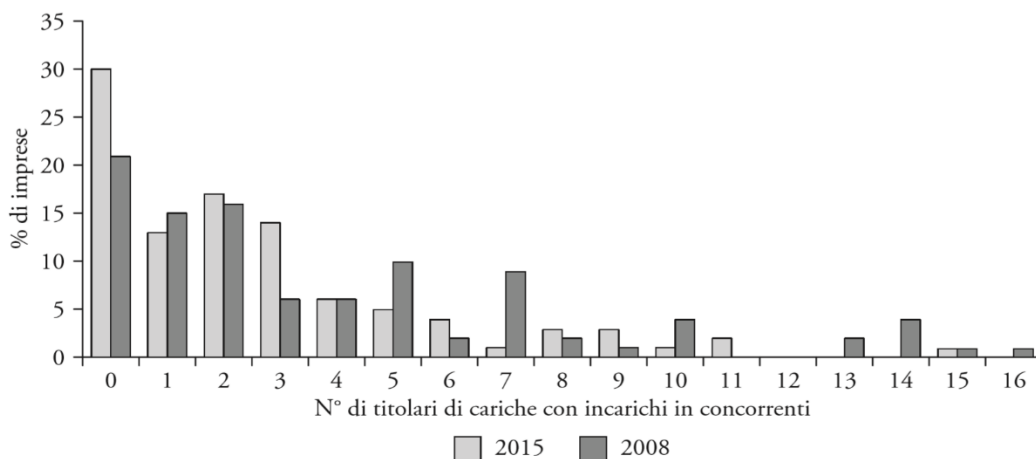
³¹ Articoli 20 e 21 della l. n. 262/2005, c.d. Legge sulla tutela del risparmio.

³² Il campione esaminato è composto da 145 società italiane di cui 83 di natura bancaria, 41 assicurativa e 20 società di gestione del risparmio (SGR). Tali società sono riconducibili a 34 gruppi di imprese (23 bancari e 7 assicurativi); le restanti 49 società sono indipendenti. Si tratta quindi di 83 soggetti totali (o imprese in senso *antitrust*). AGCM, IC36, 209-213.

³³ Il campione risulta essere ridotto rispetto a quello del 2008, in particolare le società considerate sono 95.

imprese non interessate dai legami personali da 20,5% nel 2008 a circa 30% nel 2015, si può notare anche un incremento della concentrazione delle imprese in relazione a classi dei legami meno numerosi.

FIGURA 3.2: Percentuale di imprese con interlocking directorates – 2015 e 2008



Fonte: CREATINI, R. e MAIN, O., 2015. Interlocking directorates: un problema risolto? *Mercato Concorrenza Regole*, n.3 dicembre, p. 549

Inoltre è possibile rilevare diversi andamenti tra i settori, anche a seconda che i legami considerati siano inter e intra settoriali o solo intra settoriali. Una diversa distribuzione a seconda del settore di attività era già stata messa in luce dall'IC36 che mostra, per ogni settore appunto, il numero di imprese coinvolte in legami personali con altre imprese dello stesso macro settore o con altre imprese della stessa tipologia (figura 3.3).

FIGURA 3.3:

	Imprese incluse nel campione	Imprese con <i>interlocking directorates</i> con altre imprese incluse nel campione	Imprese con <i>interlocking directorates</i> con altre imprese incluse nel campione della stessa tipologia	
	N° di imprese*	N° di imprese	% dell'attivo totale del settore	% dell'attivo totale del settore
Banche	53	43	96,0	89,4
Assicurazioni	31	26	93,9	86,9
SGR	17	12	84,9	7,0
Totale	101	81		58

Fonte: AGCM, IC36, p.89

Creatini e Main (2015) evidenziano una diversità settoriale anche in relazione alle contrazioni avvenute in seguito del divieto. In particolare, come si vede dalla figura 3.4, le riduzioni maggiori si registrano, sia a livello intra settoriale che di macro settore, per le imprese assicurative, mentre le SGR legate ad altre SGR sono aumentate.

FIGURA 3.4:

Tipologia imprese	Imprese caratterizzate da <i>interlocking directorates</i> con altre imprese del macro settore (imprese concorrenti in senso ampio) Inter + Intra-settoriale		Imprese caratterizzate da <i>interlocking directorates</i> con altre imprese della stessa tipologia Intra-settoriale	
	2008	2015	2008	2015
	% di imprese	% di imprese	% di imprese	% di imprese
Banche	81	78	60	50
Assicurazioni	84	58	71	45
SGR	71	69	24	53
Tot	80	71	57	50

Fonte: CREATINI, R. e MAIN, O., 2015. *Interlocking directorates: un problema risolto? Mercato Concorrenza Regole*, n.3 dicembre, p. 549

Infine è opportuno segnalare una riduzione di circa il 40% del numero di cariche esercitate da soggetti in posizione di *interlockings* e una diminuzione del numero medio di legami per ogni impresa³⁴, soprattutto con riguardo ai legami intra settoriali (figura 3.5).

FIGURA 3.5:

	<i>Interlocking directorates</i>		<i>Interlocking directorates</i>	
	Inter + intra-settoriali		Inter-settoriali	Intra-settoriali
	2008	2015	2015	2015
n. legami	428	260	145	115
n. imprese/gruppi con legami	81	67	20	47
n. medio legami per impresa/gruppo	5,3	3,9	7,3	2,5

Fonte: CREATINI, R. e MAIN, O., 2015. *Interlocking directorates: un problema risolto? Mercato Concorrenza Regole*, n.3 dicembre, p. 552

La molteplicità dei dati analizzati, porta quindi Creatini e Main (2015) a dedurre che l'introduzione dell'articolo 36 abbia avuto un impatto sia sulla frequenza che sulla distribuzione degli *interlocking directorates*. Nello specifico si riscontra una riduzione del numero dei legami personali, pur permanendo una sostanziale percentuale di società collegate attraverso la presenza degli stessi soggetti nei propri organi di *governance*.

³⁴ Il numero medio di legami per impresa rappresenta la consistenza media della rete di *interlocks* di cui ciascuna impresa fa parte ed è pari al rapporto tra il numero dei legami totali e il numero di imprese affette dagli *interlocking directorates*.

Conclusioni

L'analisi svolta mostra come il fenomeno degli *interlocking directorates* sia pervasivo nella maggior parte delle economie occidentali ed in particolar modo in Italia, dove i legami personali rappresentano una pratica molto sviluppata tra le società. Tali legami danno luogo ad una densa rete di interconnessioni che può comportare un depotenziamento della tensione competitiva. Infatti il protagonista del cumulo di incarichi, qualora le società siano concorrenti, si troverà obbligato a dover privilegiare una società a discapito dell'altra ed ad avere un set informativo tale da riuscire a ridurre l'incertezza tipica del mercato. In tale contesto spicca soprattutto, a causa della sua rilevanza, il settore finanziario, comprendendo in esso banche, compagnie assicurative e società di gestione del risparmio. Tale fenomeno, in Italia, non è stato però regolamentato in modo specifico fino al 2011 e la disciplina *antitrust* e societaria vigente prima di tale data non è stata in grado di impedire la formazione di suddetti legami personali. È per tale motivo che si è resa necessaria l'introduzione di un divieto, varato con l'articolo 36 l. 241/2011, che mira nello specifico a "slegare" la fitta rete di *interlocks* presente nel settore finanziario. Tale norma però sembra "per certi versi, ...[avere] un'applicazione penetrante, mentre, per altri, pecca per difetto"³⁵. Essa, oltre che apparire estremamente rigida, non contempla alcuna esenzione e non tiene conto delle dimensioni e del posizionamento delle società a cui si riferisce. Ciò è, molto probabilmente, causato dal fatto che la norma risente di una scrittura frettolosa, in quanto è stata inserita in un decreto approvato con eccezionale urgenza. Molte sono quindi le critiche a un divieto necessario, ma non impellente, considerando che gli effetti degli *interlocking directorates* non possono essere ritenuti anticompetitivi nella totalità dei casi. È infatti opportuno analizzare le caratteristiche delle società coinvolte e delle informazioni di cui entrano in possesso, la loro *corporate governance* e le condizioni dei mercati in cui operano. Ulteriori critiche possono essere mosse nei confronti delle Linee Guida, nelle quali le Autorità hanno oltrepassato la semplice interpretazione, arrivando a prevedere dei casi di esenzione non contemplati dal legislatore. Inoltre le Linee non hanno alcun fondamento giuridico, dal momento che nella norma non è prevista alcuna autorizzazione in tal senso in favore delle Autorità. Infine, la norma può essere facilmente aggirata, non prevedendo alcun divieto per i soggetti che fanno parte del *top management*, ad esclusione del dirigente generale e quello preposto alla redazione dei documenti contabili.

³⁵ SIRAGUSA, M. e BARDANZELLU, A., 2012. Prime considerazioni sulle norme antitrust introdotte nella legislazione nazionale anticrisi. In: COLOMBINI, G. e PASSALACQUA, M., a cura di., 2012. *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*. Napoli: Editoriale Scientifica

BIBLIOGRAFIA

AGCM, 2009. *La corporate governance di banche e assicurazioni – IC 36. Provvedimento n. 19386*. (s.l.): Ediguida

BANCA D'ITALIA, CONSOB, IVASS, 2018. *Aggiornamento dei criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia"*. Disponibile su:

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/interlocking_20181221.pdf/da1561fc-c0b3-4c8a-80c6-bd3899e5cf21> [Data di accesso: 29/07/2019]

BANCA D'ITALIA, CONSOB, ISVAP, 2012. *Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia"*. Disponibile su:

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/interlocking/documenti/Criteri_div_int_erlocking.pdf> [Data di accesso: 29/07/2019]

BARDANZELLU, A. e SIRAGUSA, M., 2012. Prime considerazioni sulle norme antitrust introdotte nella legislazione nazionale anticrisi. In: COLOMBINI, G. e PASSALACQUA, M., a cura di., 2012. *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*. Napoli: Editoriale Scientifica

BIANCO, M. e PAGNONI, E., 1997. I legami creati tra le società quotate dagli interlocking directorates: il caso delle banche. *Quaderno di Moneta e Credito*, supplemento al n. 197 (marzo), 215-244

BRANDEIS, L.D., 1914. *Other People's Money*. 2° ed. New York: Frederick A. Stokes Company

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, 1999. *Il Rapporto e il Codice di Autodisciplina*. 1° ed. (s.l.): Borsa Italiana S.p.a., 1-25

CREATINI, R. e MAIN, O., 2015. Interlocking directorates: un problema risolto? *Mercato Concorrenza Regole*, n.3 dicembre, 539-560

CROCI, E. e GRASSI, R., 2012. *The economic effect of interlocking directorates in Italy: New evidence using centrality measures* [online]. Computational & Mathematical Organization Theory. Disponibile su: <<http://ssrn.com/abstract=1590269>> [Data di accesso: 27/07/2019]

DAGNES, J., 2014. Struttura e dinamica dei legami inter-organizzativi nel capitalismo finanziario italiano. *Stato e Mercato*, n. 101 agosto, 225-258

Dl. 6 dicembre 2011, n. 201

DOOLEY, P.C., 1969. The Interlocking Directorate. *The American Economic Review*, 59 (3), 314-323

DRAGO, C., et al., 2015. Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy. *International Review of Law and Economics*, 41, 38-49

DRAGO, C., et al., 2008. Una comparazione tra le reti di amministratori nelle principali società quotate in Italia, Francia e Gran Bretagna. *L'industria*, n. 2 aprile-giugno, 271-288

FARINA, V., 2009. *Bank's centrality in corporate interlock networks: evidences in Italy* [online]. Disponibile su: <<http://ssrn.com/abstract=1343641>> [Data di accesso: 27/07/2019]

FERRANTI, E., GRECO, M. e MURGIA, G., 2009. Le M&A nel settore bancario: qual è l'effetto del modello di corporate governance italiano sul loro successo? *XX Riunione Scientifica dell'Associazione italiana di Ingegneria Gestionale: Oltre la crisi: quali strategie per l'innovazione*, Udine, 29-30 Ottobre

FICH, E.M. e WHITE, L.J., 2003. CEO Compensation and Turnover: The Effects of Mutually Interlocking Board. *Wake Forest Law Review*, 38 (3), 935-960

GAMBINI, A., SARNO, E. e ZAZZARO, A. 2010. Composizione e struttura di rete tra le società quotate in Italia. In: ZAZZARO, A., a cura di., 2010. *Reti d'impresa e territorio. Tra vincoli e opportunità dopo la crisi*. Bologna: il Mulino

GHEZZI, F., 2010. Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto "anti-interlocking" nell'ordinamento italiano. In: SANTAGATA, R., a cura di., 2011. *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*. Torino: G. Giappichelli editore

GHEZZI, F., 2012. La nuova disciplina dei legami personali in Italia. *Mercato Concorrenza Regole*, n.2 agosto, 197-227

HEEMSKERK, E.M., 2007. *Decline of the Corporate Community. Network Dynamics of the Dutch Business Elite*. Amsterdam: Amsterdam University Press

HEEMSKERK, E.M., 2012. The rise of European Corporate Elite: Evidence from network of Interlocking Directorates in 2005 and 2010. *Economy and Society*, 42 (1), 74-101

L. 10 ottobre 1990, n.287

L. 28 dicembre 2005, n. 262

L. 22 dicembre 2011, n. 241

LACKER, D.F., SO, E.C. e WANG, C.C.Y., 2010. *Boardroom Centrality and Firm Performance*. Working paper n. 84, Rock Centre for Corporate Governance at Stanford University

MARRONI, L., 2013. Variazioni su connessioni tra imprese concorrenti: sulla necessità di un'analisi empirica ex ante ed ex post orientata a far valutare se predisporre o migliorare la regolazione. *IANUS*, N.8, 97-145

MARTELLONI, A., 2012. Il controllo pubblico sui legami personali tra imprese concorrenti nella recente decretazione anti-crisi. *Gruppo di Pisa*, n. 2 (1 novembre)

MIOLA, M., 2011. Interlocking directorates e doveri degli amministratori. In: SANTAGATA, R., a cura di., 2011. *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*. Torino: G. Giappichelli editore

MIZRUCHI, M.S., 1996. What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research of Interlocking Directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271-298

MIZRUCHI, M.S. e STEARNS, L.B., 1988. A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates. *Administrative Science Quarterly*, 33 (2), 194-210

- MONACO SORGE, M., 2012. Divieto di interlocking: analisi normativa e criteri applicativi. *Lex 24, in diritto 24, per Il Sole 24 Ore* [online] (2 maggio). Disponibile su: <<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/05/divieto-di-interlocking-analisi-normativa-e-criteri-applicativi.php>> [Data di accesso: 28/07/2019]
- PFEFFER, J., 1972. Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17 (2), 218-228
- RACCA, E., 2011. La conversione in legge della manovra “Salva Italia”. *Guida al diritto, per Il Sole 24 Ore* [online], Disponibile su: <<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/civile/civile/primiPiani/2012/01/la-conversione-in-legge-della-manovra-salva-italia.php>> [Data di accesso: 28/07/2019]
- RINALDI, A. e VASTA, M., 2005. The structure of Italian capitalism, 1952-1972: new evidence using the interlocking directorates technique. *Financial History Review*, 12, 173-198
- RINALDI, A. e VASTA, M., 2008. *The Italian corporate network, 1952-1983: new evidence using the interlocking directorates technique*. Working Paper n. 24, Università di Modena
- SELNICK, P., 1949. *TVA and the Grass Roots*. 1° ed. New York: Harper & Row, p.13

SITOGRAFIA

- AC-Finance, 2019. Disponibile su: <<http://www.ac-finance.it/site/ma-il-significato-di-questa-misteriosa-sigla/>> [Data di accesso: 30/09/2019]
- ACGM, 2019. Disponibile su: <<https://www.agcm.it/pubblicazioni/bollettino-settimanale/index>> [Data di accesso: 15/10/2019]
- BORSA ITALIANA, 2019. Disponibile su: <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/blue-chip.html>> [Data di accesso: 13/09/2019]
- BORSA ITALIANA, 2019. Disponibile su: <<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/codice.htm>> [Data di accesso: 20/09/2019]
- ENCICLOPEDIA TRECCANI, 2019. Disponibile su: <<http://www.treccani.it/enciclopedia/ricerca/collusione/>> [Data di accesso: 25/08/2019]
- FEDERAL TRADE COMMISSION, 2019. Disponibile su: <<https://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2019/02/ftc-announces-annual-update-size-transaction-thresholds-premerger>> [Data di accesso: 10/10/2019]
- LEGAL INFORMATION INSTITUTE, 2019. Disponibile su: <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/19>> [Data di accesso: 10/10/2019]