

Swiss Finance Institute Roundups

La *Corporate Governance* al bivio

Editoriale



Cinquant'anni fa, il premio Nobel Milton Friedman ha dichiarato che la *responsabilità sociale dell'impresa è quella di massimizzare i profitti*. Fino a poco tempo fa questa dottrina regnava sovrana nel mondo delle imprese e degli investimenti, e il principio per cui le aziende dovrebbero massimizzare il valore degli azionisti era ampiamente accettato. Oggi questo consenso è venuto meno. Nel mondo accademico, nel mondo delle imprese e nelle società, il primato del valore degli azionisti viene messo in discussione in quanto le preoccupazioni ESG sono sempre più in primo piano. In questo SFI Roundup esperti dell'accademia e della pratica discutono della "*Corporate Governance al bivio*". Se l'obiettivo delle aziende non è quello di massimizzare il valore degli azionisti, quali obiettivi dovrebbero perseguire al suo posto? Come le aziende dovrebbero affrontare la scelta tra obiettivi in competizione tra loro? E cosa implicherebbe l'abbandono di una focalizzazione esclusiva sul valore degli azionisti per l'informativa aziendale, il ruolo dei consigli di amministrazione e il modo in cui le aziende interagiscono con la società?

Vi auguriamo una piacevole lettura.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Collaboratori



François Degeorge

François Degeorge è Managing Director dell'SFI, Senior Chair dell'SFI e professore di finanza all'Università della Svizzera Italiana (USI). Nel passato è stato decano della Facoltà di Economia dell'USI e presidente dell'European Finance Association. Ha insegnato a HEC Paris, dove è stato anche decano associato per la ricerca. È stato visiting professor alla Tuck School of Business, all'Université Paris-Dauphine e alla Saïd Business School. Ha conseguito un dottorato in economia politica presso l'Università di Harvard.



Fiona Frick

Fiona Frick è Chief Executive Officer di Unigestion e ha più di 30 anni di esperienza nel settore della gestione patrimoniale. Durante più di un decennio in questo ruolo ha sviluppato un alto profilo nel settore internazionale della gestione patrimoniale e nei circoli accademici come rispettata relatrice su temi quali l'economia, i mercati finanziari e l'ascesa della finanza sostenibile. Fa parte dei Consigli di amministrazione di Swiss Sustainable Finance e Sustainable Finance Geneva, ed è anche membro del comitato EMEA dello Standards Board for Alternative Investments. Ha conseguito un MBA presso la ISG International Business School di Parigi.



Romeo Lacher

Romeo Lacher è presidente del Consiglio di amministrazione del Gruppo Julius Baer e della Banca Julius Baer. È inoltre vicepresidente del Consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, vicepresidente del Consiglio di fondazione dello Swiss Finance Institute e membro del Consiglio di fondazione di Avenir Suisse. Nel recente passato è stato, tra l'altro, presidente del Consiglio di amministrazione di SIX Group e Chief Operating Officer, International Wealth Management, del Credit Suisse Group. Ha conseguito un dottorato in economia presso l'Università di San Gallo.



Monica Mächler

Monica Mächler è membro del Consiglio di amministrazione di Zurich Insurance Group e Zurich Insurance Company, nonché membro del Consiglio di amministrazione di Cembra Money Bank. Avvocato specializzato in diritto bancario, assicurativo e commerciale, in precedenza è stata, tra l'altro, membro del Consiglio di amministrazione di Deutsche Börse, vicepresidente del Consiglio di amministrazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) e direttore dell'Ufficio federale delle assicurazioni private. Ha conseguito un dottorato in legge presso l'Università di Zurigo.



Jean-Charles Rochet

Jean-Charles Rochet è Senior Chair dell'SFI e professore di studi bancari all'Università di Ginevra. Prima di entrare a far parte della facoltà di Ginevra, ha ricoperto una cattedra alla Toulouse School of Economics e all'Università di Zurigo. I suoi interessi di ricerca riguardano le crisi bancarie e la regolamentazione, la finanza sostenibile e la *corporate governance*. Ha conseguito un dottorato in economia matematica presso l'Université Paris-Dauphine.



Alexander F. Wagner

Alexander F. Wagner è Senior Chair dell'SFI e professore di finanza all'Università di Zurigo. È presidente del Consiglio dell'Executive Education UZH e il co-iniziatore dell'UZH Center for Crisis Competence. I suoi interessi di ricerca riguardano la *corporate finance e governance* e l'economia politica. La sua esperienza pratica deriva dal suo lavoro come consulente indipendente per una delle Big Four e come presidente di un *proxy advisor*. Ha conseguito un dottorato in economia politica presso l'Università di Harvard.

Una visione d'insieme della *corporate governance*

Chi definisce una buona *corporate governance*?

► **R. Lacher:** Il quadro della *corporate governance* è stato definito nel passato dalla legge e dagli azionisti di una data azienda. È interessante notare che negli ultimi decenni i partiti politici, i grandi investitori istituzionali, i *proxy advisor*, le ONG e le borse hanno sempre avuto più voce in capitolo.

► **A. F. Wagner:** Non ci possono essere "pratiche migliori" standardizzate quando si tratta di *corporate governance*: una buona *corporate governance* si rivolge alle esigenze specifiche di una data azienda in un dato momento.

► **F. Frick:** Definire una buona *corporate governance* spetta in ultima analisi agli *stakeholder* – in particolare ai clienti di un'azienda e ai suoi dipendenti. Da una prospettiva causale, una buona *corporate governance* porta a un aumento del valore per gli *stakeholder*, che a sua volta porta ad un aumento del valore per gli azionisti.

Quali sono i benefici di una buona *corporate governance*?

► **M. Mächler:** Una buona *corporate governance* fornisce una serie di controlli ed equilibri che spingono un'istituzione a realizzare il suo proposito. Ma qui c'è chiaramente in gioco un'asimmetria. Una cattiva *corporate governance* ha conseguenze negative pesanti e tangibili, mentre i benefici di una buona *corporate governance* sono difficili da valutare. In poche parole, una buona *corporate governance* è il "*fil rouge*" che definisce il modo in cui le cose sono gestite all'interno di un'azienda. I suoi benefici sono indirettamente palesati dal successo dei vari procedimenti dell'azienda, ad esempio, negli affari, nella strategia e nella gestione del rischio.

► **A. F. Wagner:** Il successo a lungo termine di un'azienda ben governata è assicurato dalla sua capacità di prendere le decisioni migliori e di evitare le frodi. Essa inoltre attirerà capitale, sotto forma sia di lavoratori sia di investitori di talento, a costi relativamente bassi.

Come definireste allora la *corporate governance*?

► **F. Degeorge:** Venticinque anni fa, gli accademici definivano la *corporate governance* come "il modo in cui i fornitori di capitale si assicurano di ottenere un rendimento sul loro investimento".¹⁾ L'attenzione si poneva sul controllo dei *manager* da parte degli

azionisti. Da allora l'attenzione degli accademici si è spostata verso una definizione del giusto equilibrio di potere tra gli azionisti e i vari *stakeholder*.

► **R. Lacher:** La *corporate governance* è costruita su molteplici fattori. In primo luogo, la legge, in particolare il diritto societario, fornisce il quadro generale per la struttura e la supervisione di un'azienda. In secondo luogo, ci sono elementi informali e non scritti, legati a norme e codici culturali. Le sfumature finali sono specifiche per ogni azienda e dipendono dal suo settore, dalle sue dimensioni e dal suo stato, quotato o non quotato che sia.

Come siamo arrivati al modello odierno dell'azienda?

► **J.-C. Rochet:** L'azienda – formalmente, un insieme di persone – esiste da migliaia di anni. Inizialmente creata tramite uno statuto emesso da un'autorità locale, questa realtà giuridica aveva lo scopo di permettere a più individui di lavorare insieme perseguendo un determinato obiettivo, e di fornire una struttura per il loro lavoro che potesse tecnicamente esistere per sempre. A metà dell'800, la legge britannica fu modificata per permettere a "qualsiasi" persona di creare un'azienda. E all'inizio del '900 si verificò una scissione tra il modello tradizionale di "*partnership*", in cui le aziende erano, almeno in gran parte, di proprietà degli azionisti (o dello stato), e le società quotate in borsa, come le conosciamo oggi, in cui gli azionisti sono solitamente numerosi, esterni e anonimi.

► **M. Mächler:** La distinzione storica tra cosa sia un'azienda e quali siano le sue preoccupazioni è ancora molto visibile oggi. Per esempio, nel contesto dell'ESG, le imprese nei Paesi di *common law*, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, sono molto più attente alla diversità rispetto alle imprese nei Paesi di diritto civile, come la Germania e la Svizzera, Paesi nei quali le considerazioni ambientali ricevono maggiore attenzione.

Quando è nata l'idea della *corporate governance*?

► **J.-C. Rochet:** Nel 1602, la Compagnia Olandese delle Indie Orientali (VOC) divenne la prima società quotata in borsa, con un gruppo iniziale di diverse centinaia di azionisti e la possibilità per i fornitori di capitale di scambiare le azioni e le obbligazioni della VOC su un mercato secondario aperto – cambiando per sempre il capitalismo. Pochi anni dopo, nel 1609, un azionista presentò una petizione contro la VOC, rendendo questa la prima disputa registrata di *corporate governance* e l'inizio dell'attivismo degli azionisti.

1) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Metriche ESG e informativa – Pro, contro e avvertimenti

La governance è solitamente misurata insieme ai criteri ambientali e sociali. Perché?

► **A. F. Wagner:** Uno sguardo al passato può aiutare. Nell'800 e all'inizio del '900, le decisioni di investimento erano prevalentemente basate su fattori qualitativi intangibili. Poi nel 1934 Graham e Dodd, due economisti americani, posero le fondamenta per investire sulla base di fattori quantitativi, quali i guadagni e i flussi di cassa. Ne seguì una rivoluzione negli investimenti. Ma alla fine investitori e ricercatori si resero conto che altri fattori più intangibili potevano essere essenziali per il successo o il fallimento di un'azienda. I fattori intangibili chiave erano i criteri di *governance*, ambientali e sociali, e così finirono per essere considerati sempre tutti insieme.

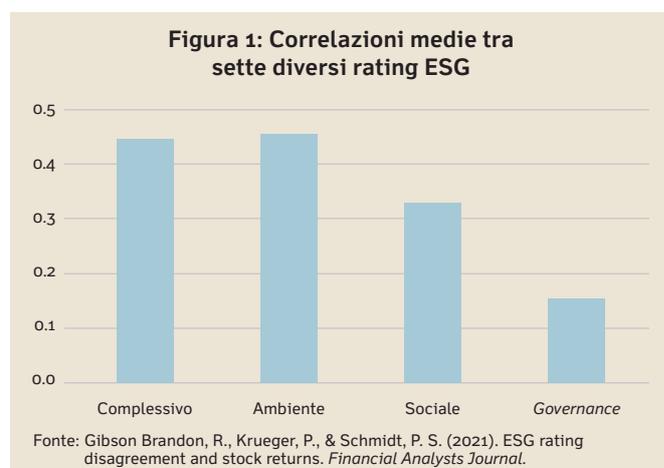
► **F. Frick:** Il denominatore comune di questi tre criteri è il seguente: come intraprendere azioni appropriate oggi possa minimizzare i danni al mondo di domani. I criteri ESG ben ponderati sono la chiave per sviluppare strategie d'investimento intergenerazionali a lungo termine.

Quante diverse dimensioni di corporate governance esistono?

► **F. Frick:** Il numero di dimensioni richieste per una buona *corporate governance* è grande; inoltre, varia in proporzione alla distanza tra manager e azionisti, e con le dimensioni dell'azienda. Ma le basi di ogni contesto di *corporate governance* che si rispetti sono la gestione del rischio, la trasparenza e incentivi appropriati.

► **M. Mächler:** Ci sono innumerevoli dimensioni da considerare. La risposta qui è uguale al numero di standard diversi, che esistono attualmente per valutare la *corporate governance*, moltiplicato per il numero di metodi che le aziende stesse hanno sviluppato. Dobbiamo anche ricordare che le dimensioni della *corporate governance* evolvono col tempo, poiché anche le imprese, i mercati e la società evolvono. Detto questo, l'elemento chiave è avere un concetto coerente che permetta a tutti gli *stakeholder* di un'azienda di capire a che punto sono e dove sono diretti.

► **J.-C. Rochet:** Gli studi di alcuni miei colleghi confermano che la *corporate governance* non solo è multidimensionale, ma anche che le sue metriche sono altamente eterogenee.²⁾ Per esempio, alcuni fornitori di dati valutano le aziende secondo un approccio best-in-class, mentre altri usano un sistema di rating assoluto, e altri ancora sono orientati alla divulgazione.



Perché i disaccordi tra le metriche di governance sono così grandi?

► **F. Frick:** Dobbiamo distinguere i rating dai dati. I *rating* riflettono le opinioni; i disaccordi nei *rating* sono preziosi, in quanto aiutano a innescare discussioni costruttive tra i diversi *stakeholder*. La raccolta di dati sulle dimensioni ESG è relativamente recente e probabilmente migliorerà col tempo.

► **J.-C. Rochet:** Il lavoro empirico su questo problema ha dimostrato che la correlazione per i *rating* ESG complessivi, tra diversi grandi fornitori di dati, è relativamente bassa – circa 0,45. I calcoli dettagliati rivelano che la correlazione per "E" (*Environment*) è la più alta e quella per "G" (*Governance*) è la più bassa, la qual cosa mostra che il livello di disaccordo nella valutazione della *governance* è insolitamente alto. Questo risultato è di particolare interesse, data la convinzione diffusa per la quale esiste un accordo forte e comune su come misurare e quantificare la *corporate governance*.

Una migliore divulgazione aziendale aiuterebbe a ridurre i disaccordi sui rating?

► **F. Degeorge:** Si potrebbe pensare che una maggiore divulgazione ridurrebbe i disaccordi sui *rating* ESG, ma la ricerca mostra il contrario.³⁾ In realtà più informazioni portano a più disaccordi – forse perché i *rating* ESG sono piuttosto soggettivi, e

2) Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>

3) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2021) Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>

più informazioni portano a più interpretazioni diverse. Nella recente Nota di discussione pubblica dell'SFI "Metriche di Finanza Sostenibile" i miei colleghi analizzano in dettaglio il complesso argomento delle metriche della finanza sostenibile.⁴⁾

In che modo le aziende informano attualmente sulla *corporate governance*? Come la pratica potrebbe evolvere?

► **R. Lacher:** Mentre il diritto societario pone le basi per l'informativa sulla *corporate governance*, un'ulteriore informativa è generalmente il risultato delle discussioni con gli azionisti e gli *stakeholders*, in particolare gli analisti finanziari. Bisogna però fare attenzione al fatto che nell'informativa aziendale qualitativa non c'è una distinzione chiara tra ciò che un'azienda ha raggiunto, dal punto in cui si trova in un dato momento, e ciò che intende raggiungere.

► **F. Frick:** L'informativa sulla *corporate governance* non è affatto matura come l'informativa sui criteri ambientali o sulla prestazione finanziaria, ma ci sono molte metriche già in uso, come i rapporti salariali all'interno di un'azienda, la diversità dei consigli di amministrazione o il costo delle cause in tribunale. Tutte queste hanno dimostrato di essere metriche di *governance* efficaci.

È stato dimostrato che il *value reporting* migliora la prestazione dell'azienda. Perché?

► **A. F. Wagner:** Alcune persone credono che l'informativa aziendale sia semplicemente una questione di divulgazione – un esercizio arido, guidato da numeri e orientato alla conformità. La parte fondamentale del *value reporting* è spiegare la storia – il perché – dietro i numeri e collegare i punti che portano alla linea di fondo. Di questa storia fa parte anche il ruolo di fattori non finanziari. La mia ricerca ha dimostrato che le imprese che intraprendono una tale azione hanno migliori risultati.⁵⁾

Intuitivamente, si può spiegare bene qualcosa solo dopo averla capita. Così, il *value reporting* richiede ai *manager* di avere chiarezza su quali siano i loro obiettivi e su quanto essi siano efficienti nel raggiungerli. Questa chiarezza, a sua volta, li aiuta a gestire meglio i loro affari. Inoltre, il *value reporting* facilita un circolo virtuoso di fiducia tra gli azionisti, il consiglio di amministrazione, il management e gli impiegati. Una maggiore fiducia porta a una diminuzione del costo del capitale e a un aumento del valore dell'azienda.

► **M. Mächler:** Condivido l'idea che il *value reporting* abbia grandi benefici. Ciò che è meno chiaro, però, è quali parti di tale informativa dovrebbero essere rese pubbliche, poiché ci sono spesso spiegazioni per i successi e i fallimenti, multiple e vagamente interconnesse, e non è necessariamente sempre sensato cercare di riassumere tutto in una dichiarazione pubblica breve, concisa e strutturata.

► **R. Lacher:** Nella mia esperienza, l'esercizio di informativa è importante e benefico sia per il consiglio di amministrazione sia per il *management*, poiché definire e aggiornare l'insieme dei valori di un'azienda è responsabilità del consiglio di amministrazione e fa parte del DNA aziendale. D'altronde, le metriche dietro questo tipo di informativa danno adito a qualche dubbio. Queste metriche sono in genere soggette a lacune e a un'operazione di facciata – simile a ciò che osserviamo in relazione al cosiddetto "*green washing*" delle informative sulle questioni ambientali.

4) Krueger, P., & Pasche, C. (2021). *Sustainable finance metrics*. Swiss Finance Institute Public Discussion Note. <https://www.sfi.ch/en/publications/pdn-sfm>

5) Eugster, F., & Wagner, A. F. (2020). Value reporting and firm performance. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100319>



Si parla tanto di "green washing". Esiste anche il "good-governance washing"?

▶ **F. Degeorge:** Certamente. Enron, che fallì nel 2001 dopo un tristemente noto scandalo contabile, spuntava tutte le caselle standard delle cosiddette migliori pratiche di *corporate governance*. Eppure, era un disastro di *corporate governance*. Nel suo rapporto annuale, Enron strombazzava i suoi "valori": "comunicazione, rispetto, integrità ed eccellenza". C'è da fare invidia a George Orwell!

▶ **A. F. Wagner:** Le aziende cercano naturalmente di raffigurarsi nel modo più favorevole possibile. La mia esperienza professionale

mostra che quando si tratta di remunerazione dei dirigenti, per esempio, la realtà è un po' diversa dalla metodologia strutturata, mostrata agli azionisti nei rapporti di remunerazione. Poi di nuovo, con il tempo, la verità verrà fuori.

▶ **F. Frick:** I dati diffusi e generalizzati sul *good-governance washing* sono limitati. Ciò che è importante qui, dal punto di vista di un investitore, è che un'azienda abbia indicatori di *corporate governance* stabili e che segua la loro evoluzione nel tempo – assicurandosi che l'azienda vada oltre la sola espressione di buone intenzioni e raggiunga infine i suoi obiettivi a lungo termine.



Azionisti e oltre

Milton Friedman una volta disse: "C'è una e una sola responsabilità sociale delle imprese: utilizzare le proprie risorse e impegnarsi in attività volte ad aumentare i propri profitti, a condizione che si rimanga all'interno delle regole del gioco, vale a dire che ci si impegni in una concorrenza aperta e libera senza inganni o frodi." Come reagisce a questa affermazione?

► **M. Mächler:** La nostra comprensione del mondo è cambiata considerevolmente da quando è stata fatta questa dichiarazione nei primi anni '60. Le interconnessioni tra le imprese, le economie e le società sono diventate molto più strette da allora, così come è aumentata la nostra consapevolezza dei criteri ESG. Un dibattito interessante al giorno d'oggi riguarda il capitalismo degli *stakeholder* e il radicamento delle aziende nel loro ambiente.

► **J.-C. Rochet:** Un tale punto di vista è appropriato solo in un mondo in cui tutte le esternalità sono internalizzate. E questo mondo non esiste a causa delle lacune normative, dei diritti di proprietà imperfetti e delle inefficienze dei tribunali. La combinazione di questi fattori ci porta a vivere in un mondo in cui le aziende generalmente sottoinvestono nella prevenzione dei rischi, la qual cosa ha un impatto sia sui lavoratori sia sui consumatori. Un modo per risolvere questo problema sarebbe che le aziende massimizzino il valore per gli *stakeholder* piuttosto che il valore per gli azionisti.⁶⁾ Ma una mossa così audace richiederebbe l'estensione dei diritti di proprietà a dipendenti e consumatori. Esistono tentativi di materializzare in parte tali diritti nella forma di affiliazioni per i clienti, come nel caso di Costco Wholesale (che è anche un'azienda quotata in borsa), e anche di cooperative, come Migros o Coop. Ma a causa della generale assenza di mercati secondari per lo scambio di tali diritti, non è attualmente possibile quantificare l'evoluzione dei prezzi di queste iniziative.

► **F. Degeorge:** Milton Friedman sosteneva che i *manager* dovrebbero concentrarsi sulla realizzazione di profitti per gli azionisti e lasciare a ciascun azionista la decisione su come agire eticamente. Questa separazione ha il grande vantaggio di dare ai *manager* un obiettivo misurabile. Se ci si aspetta che un *manager* realizzi dei profitti e, in aggiunta, persegua degli obiettivi sociali (per esempio, preservare l'occupazione e combattere il cambiamento climatico), come si suppone che possa scambiare un obiettivo con un altro quando questi obiettivi sono in conflitto, e come possiamo valutare la sua prestazione? E cosa succede se diversi azionisti non sono d'accordo sull'importanza relativa dei vari obiettivi sociali? È molto difficile rispondere a queste domande – forse ancora più

difficile oggi che ai tempi di Friedman, in vista della crescente polarizzazione politica che si osserva in molti Paesi. Pertanto, l'argomento di Friedman detiene molta forza anche oggi.

Come possiamo colmare il divario tra ciò che cercano gli azionisti e ciò che cercano gli *stakeholder*? Questo divario si è allargato?

► **J.-C. Rochet:** Il vero obiettivo di un'azienda non è solo quello di massimizzare i profitti dei suoi azionisti, ma anche di fornire beni e servizi di valore ai suoi clienti, creando un ambiente di lavoro soddisfacente e produttivo per i suoi dipendenti. È interessante notare che la forma giuridica di un'impresa non determina la sua capacità di avere successo: un'azienda orientata agli *stakeholder* può operare altrettanto bene di un'azienda orientata agli azionisti. Per esempio, il Credit Agricole, considerato una delle più grandi cooperative del mondo, è anche una delle dieci banche più grandi del mondo in termini di attivi totali. Credo che, in definitiva, spetti ai clienti e ai dipendenti rivelare le loro preferenze, e comprare dalle aziende e lavorare per le aziende che apprezzano.

► **F. Degeorge:** Le aspirazioni della società evolvono nel tempo e, di conseguenza, cambiano anche le priorità degli *stakeholder*. Oggi c'è un interesse molto maggiore per l'ESG rispetto a 20 anni fa. Questo cambiamento alimenta la percezione di un divario crescente tra gli obiettivi degli azionisti e quelli degli *stakeholder*, ma non dovremmo sopravvalutare le dimensioni di questo divario. Nell'interesse dei loro utili le migliori aziende si adattano rapidamente alle nuove priorità dei loro *stakeholder*. Per esempio, le aziende alimentari in cerca di profitto sono state veloci a rispondere alla crescente domanda dei consumatori per cibi a base vegetale. I datori di lavoro che offrono un ambiente di lavoro diversificato e flessibile, sono più capaci di attrarre i talenti. Per puro interesse personale, i gestori patrimoniali si preoccupano seriamente del cambiamento climatico: non vogliono possedere beni che rischiano di diventare senza valore a causa della transizione verso un'economia decarbonizzata. In questo senso le forze competitive tendono ad allineare gli obiettivi degli azionisti con quelli degli *stakeholder*.

6) Magill, M., Quinzii, M., & Rochet, J.-C. (2015). A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685-1725. <https://doi.org/10.3982/ECTA11455>

Come possono gli *stakeholder* valutare e influenzare la governance delle aziende?

▶ **J.-C. Rochet:** La storia pullula di casi in cui i governi non sono stati in grado, o non hanno voluto, prendere le misure necessarie per massimizzare il benessere sociale. Qui penso che l'attivismo delle ONG giochi un ruolo cruciale. Un modello teorico che ho sviluppato di recente mostra che la regolamentazione pubblica diventa vulnerabile agli interessi industriali quando il costo dell'influenza diminuisce e l'attività economica cresce.⁷⁾ E mostra che quando le ONG sono efficienti e ben informate, possono sostituirsi al governo e aiutare a raggiungere un benessere sociale ottimale.

▶ **R. Lacher:** Ci sono molti canali che gli *stakeholder* hanno a disposizione per esprimere le loro opinioni, questi vanno dalle assemblee generali alle lobby, ai voti politici, all'attivismo delle ONG. La "Abzocker-Initiative" ("Anti-Rip-off Initiative" o "Executive Pays Initiative del 2013") è un chiaro esempio di come gli *stakeholder*, in questo caso il popolo svizzero, abbiano espresso la loro opinione sulle retribuzioni e sulla trasparenza delle aziende, così come sulla trasparenza del voto per i fondi pensione. Altri canali degli *stakeholder* che non vanno dimenticati sono l'opinione pubblica e il clima del mercato azionario, che possono avere un forte impatto su tutte le società quotate in borsa.

▶ **M. Mächler:** Negli ultimi 150 anni, le interazioni con gli *stakeholder* di Zurich Insurance Group sono state fondamentali per plasmare l'azienda nella sua veste odierna. Nel corso del tempo il cerchio si è allargato dagli *stakeholder* interni a una serie di *stakeholder* esterni, come le autorità di regolamentazione, i mercati dei capitali e il grande pubblico. Gli *stakeholder* esterni che giocano un ruolo crescente nella *corporate governance* in generale includono i *proxy advisor* e gli accademici, che hanno una visione globale riguardo alla direzione generale che il settore sta prendendo.

▶ **F. Degeorge:** Oggi la tecnologia offre molti più metodi per accedere alle informazioni e per esprimere opinioni, rispetto al passato. Gli *stakeholder* esperti di tecnologia possono facilmente ottenere informazioni dettagliate sulle aziende, con un livello di precisione che era inconcepibile 20 anni fa. Grazie ai social media, possono anche esprimere le loro opinioni in modo incisivo. Campagne ben orchestrate possono spingere le aziende a cambiare i loro modi.

Infine, l'attuale diritto societario riconosce sufficientemente il principio dello *stakeholder*? Quali cambiamenti dovrebbero essere fatti? E da parte di chi?

▶ **A. F. Wagner:** Da una prospettiva internazionale la Svizzera si distingue come un'eccezione, poiché i consigli di amministrazione in questo Paese sono esplicitamente responsabili del benessere generale della loro azienda – compresi i suoi *stakeholder*, come i dipendenti, e non solo i suoi azionisti. Un'implicazione molto pratica è che il consiglio di amministrazione può, almeno temporaneamente, decidere di essere impopolare rispetto ai desideri degli azionisti, il che gli evita di dare un eccessivo peso al breve termine (*short-termism*). Anche se dare più potere agli azionisti sembra una buona idea, dal punto di vista degli insegnamenti standard di *corporate governance*, tali spostamenti di potere possono provocare una minore considerazione degli altri *stakeholder*.

▶ **F. Degeorge:** Nell'insieme, il diritto societario dà il primato al valore degli azionisti. In alcuni Paesi ci sono stati tentativi di ampliare le priorità delle aziende. Sarà interessante vedere come funzionano questi esperimenti. Per esempio, la Francia ha recentemente introdotto la forma legale di "*entreprise à mission*" ("azienda con un preciso scopo"). Finora, i risultati non sono incoraggianti. Il gruppo alimentare francese Danone ha adottato questa forma societaria, ma sotto la pressione di alcuni azionisti il consiglio di amministrazione ha recentemente licenziato il CEO. Questo esempio illustra la sfida presente nell'ampliare gli obiettivi delle società oltre il valore degli azionisti. C'è un problema più profondo con alcune recenti proposte di riforme legali. Mentre apparentemente queste riforme affrontano le carenze del valore degli azionisti, in realtà derivano da altre motivazioni. Negli Stati Uniti, in particolare, la polarizzazione politica ha portato gli accademici della finanza a spingere per alcune riforme della *corporate governance* al fine di raggiungere obiettivi sociali, che altrimenti sembrano fuori portata se si segue il normale processo politico. In effetti, questa spinta ad ampliare gli obiettivi aziendali oltre il valore degli azionisti è un tentativo di aggirare la democrazia. Fortunatamente, il processo politico svizzero non incontra gli stessi ostacoli, rendendo molte delle proposte di *corporate governance* attualmente in discussione negli Stati Uniti non pertinenti alla Svizzera.

7) Daubanes, J., & Rochet, J.-C. (2019). The rise of NGO activism. *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(4), 183-212. <https://doi.org/10.1257/pol.20180027>

Il ruolo dei consigli di amministrazione

Nel passato, lo standard era "la direzione agisce e i consigli sorvegliano". Qual è lo standard oggi?

► **R. Lacher:** Credo che questo standard rimanga in gran parte attuale, poiché è importante distinguere il mandato di un consiglio di amministrazione dal mandato del *management* – altrimenti perché avere due organi diversi se svolgono la stessa funzione? Detto questo, la situazione non è bianca o nera, ma dipende dai codici e dalle norme culturali e dall'azienda stessa. Credo che sia ancora meglio se il consiglio definisce l'organizzazione e la sua strategia generale e il *management* attua tale strategia, con frequenti interazioni tra i due organi.

► **A. F. Wagner:** La risposta qui dipende in gran parte da dove si trova l'azienda e anche da quanto è grande. Il contesto svizzero è ancora una volta in qualche modo unico, poiché il consiglio ("*Verwaltungsrat*") in Svizzera, in linea di principio, gioca un ruolo importante nel definire la strategia dell'azienda. Al contrario in Germania, per esempio, il consiglio ("*Aufsichtsrat*") ha soprattutto un ruolo di supervisione. Col passare del tempo, gli azionisti sono certamente diventati più esigenti nei confronti dei consigli di amministrazione. Mentre nel passato l'esperienza degli affari non era necessariamente un requisito per i membri del consiglio, al giorno d'oggi soprattutto i membri dei consigli delle grandi

compagnie globali sono sottoposti a un severo esame da parte degli investitori per quanto riguarda le loro competenze e disponibilità di tempo.

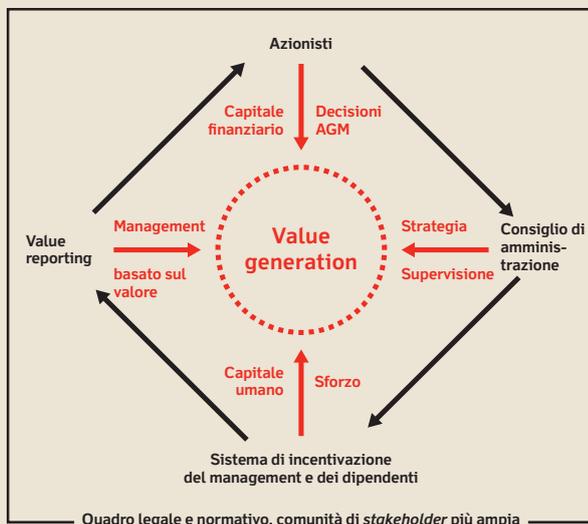
Qual è il vostro punto di vista sulla corretta retribuzione dei dirigenti, sugli incentivi e sull'assunzione dei rischi?

► **A. F. Wagner:** Questa è una domanda molto impegnativa. Il principio di base è che il sistema di retribuzione dovrebbe adattarsi alle esigenze concrete del *business*: trapiantare un sistema di retribuzione da un'azienda all'altra crea sicuramente problemi. Ma mi colpisce il fatto che il funzionamento di piani di retribuzione complessi e a più livelli, e in particolare il loro effetto sugli incentivi all'assunzione dei rischi, a volte non sia pienamente compreso. Gli incentivi al rischio devono essere gestiti attivamente.⁸⁾ Penso che in generale le imprese funzionino bene quando usano il potere della semplice partecipazione azionaria in modo efficace, sia a livello esecutivo sia per la più ampia fascia di dipendenti.

► **F. Degeorge:** La ricerca dimostra che gli incentivi funzionano: cambiano il comportamento dei *manager* e delle aziende. Il problema è che a volte funzionano troppo bene. Se gli incentivi sono concepiti male, premiano un comportamento che distrugge valore. Per esempio, gli incentivi basati sugli obiettivi incoraggiano tattiche discutibili, portando a un rischio eccessivo se l'obiettivo è lontano e a un'eccessiva cautela se l'obiettivo è già stato raggiunto. Un altro aspetto chiave degli incentivi è il loro orizzonte: gli incentivi a breve termine promuovono un comportamento a breve termine, mentre gli incentivi che premiano il *management* sul lungo termine portano alla creazione di valore sostenibile.

► **F. Frick:** Fornire un sistema di incentivi appropriato non è affatto facile, poiché le decisioni dei *manager* e degli impiegati in qualsiasi settore di un'azienda hanno conseguenze potenziali per l'intera azienda. Ciò che vediamo sempre più spesso nel settore finanziario sono schemi di retribuzione pagati in contanti e in azioni, in modo da allineare gli incentivi dei dipendenti con quelli dei proprietari dell'azienda, ma anche schemi di retribuzione in cui parte del denaro viene investito, per un determinato numero di anni, in fondi gestiti dall'azienda, in modo da allineare gli incentivi dei dipendenti con quelli dei clienti dell'azienda e, in definitiva, dell'azienda stessa.

Figura 2: La corporate governance nel quadro legale



Fonte: Wagner, A. F., & Wenk, C. (2016). *Corporate governance: Beyond best practice*. Swiss Finance Institute White Paper.

8) Chesney, M., Stromberg, J., Wagner, A. F., & Wolff, V. (2020). Managerial incentives to take asset risk. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101758. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101758>

► **M. Mächler:** Ciò che trovo incoraggiante è che sempre più dipendenti stanno agendo come fornitori di capitale alle loro aziende attraverso la proprietà di azioni. Questa tendenza dimostra che tali sistemi di incentivi non solo premiano i lavoratori, ma in più permettono agli stessi di impegnarsi e mostrare la loro dedizione verso le proprie aziende.

Come dovrebbe essere il consiglio di amministrazione "ideale"?

► **M. Mächler:** Non c'è una soluzione unica quando si tratta di *corporate governance*, ma i consigli di amministrazione dovrebbero riflettere i valori dell'impresa e dei suoi *stakeholder*. Poiché la *corporate governance* è multidimensionale, è bene assicurarsi che il consiglio sia diversificato e multiforme.

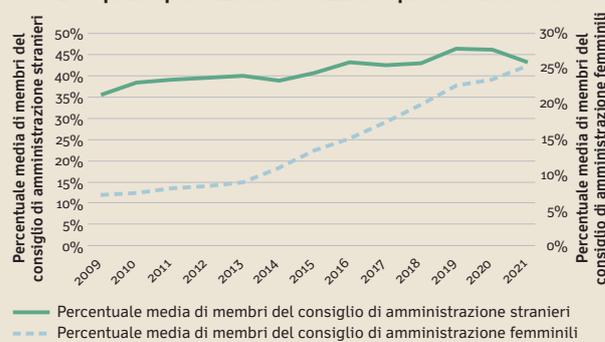
► **F. Frick:** La mia esperienza dimostra che il rischio maggiore è l'*over-boarding*. I membri del consiglio, indipendentemente dalla loro esperienza, devono prepararsi – una quantità considerevole di letture e ricerche – prima di ogni singola riunione, per capire la situazione attuale dell'azienda e il contesto generale del settore. I membri del consiglio devono sfidare, sostenere e incoraggiare il *management*, oltre ad accettare di essere in disaccordo con gli altri membri del consiglio.

► **R. Lacher:** La diversità e le dimensioni sono entrambe fondamentali. Credo fortemente nella tabella delle competenze, il che significa avere un'ampia serie di abilità, valori ed esperienze rappresentate nel consiglio. Per esempio, noi cerchiamo sempre di avere un non-banchiere con esperienza da CEO nel consiglio che presiede, per fornire una visione alternativa e nuova su come

affrontare le questioni finanziarie. Un altro requisito importante è la disponibilità di tempo: avere un consiglio con grandi nomi che però offrono un tempo limitato, fornisce benefici molto ridotti. Inoltre, i membri del consiglio devono capire i ruoli e le qualità dei loro pari per garantire un ambiente di lavoro costruttivo. Infine, il consiglio deve essere aperto ad avere interazioni tempestive con il CEO, quando si tratta di gestire una crisi.

► **J.-C. Rochet:** Per quanto riguarda la ricerca di una società di *stakeholder*, anche i rappresentanti dei lavoratori e dei consumatori, come nel caso delle cooperative, dovrebbero essere inclusi nei consigli di amministrazione delle imprese.

Figura 3: Diversità nei consigli di amministrazione delle 100 principali aziende svizzere quotate in borsa



Fonte: Wagner, A. F., & Wenk, C. (2016). *Corporate governance: Beyond best practice*. Swiss Finance Institute White Paper. Update 2021.



Comportamento degli investitori e dei *proxy advisor*

Cosa possiamo dire della relazione tra le aziende e i loro investitori?

► **R. Lacher:** Questa domanda merita una doppia risposta; la relazione dipende molto dalla struttura azionaria dell'azienda. Per le aziende con centinaia di azionisti che possiedono ciascuno una frazione di percentuale dell'azienda nel suo complesso, il processo decisionale si riduce in ultima analisi ai *proxy advisor* e agli investitori istituzionali; questo caso richiede una relazione libera tra manager, consiglio di amministrazione e azionisti. Per le imprese con solo una manciata di azionisti, che possiedono ciascuno una porzione significativa dell'azienda, c'è spazio per intense discussioni tra questi azionisti e il CEO, il CFO e il consiglio. Infine, dobbiamo ricordare che gli azionisti attivisti possono alzare la voce. Gestire la base degli azionisti può essere impegnativo, come è stato dimostrato dalla disputa pluriennale, recentemente risolta, tra Sika e Saint-Gobain.

► **A. F. Wagner:** Spesso si parla degli azionisti come di un gruppo omogeneo. In realtà sono molto eterogenei, in termini di orizzonti e di altre preferenze. Questa diversità si manifesta nel loro comportamento. Per esempio, la ricerca sulla crisi del COVID-19 rivela che le aziende hanno subito cali particolarmente ripidi nel prezzo delle azioni quando i loro investitori istituzionali avevano una forte esposizione ad *altre* imprese con finanze deboli; questi investitori erano inclini a impegnarsi in vendite forzate quando la crisi ha raggiunto il suo primo picco nella primavera del 2020.⁹⁾ Questo episodio dimostra che "conosci il tuo investitore" può essere tanto importante quanto il mantra "conosci il tuo cliente".

► **F. Frick:** Con l'aumento dell'attivismo degli azionisti, le aziende sono diventate più vicine ai loro azionisti. Ci sono stati effettivamente casi in cui la direzione di un'azienda si è messa in contatto con gli azionisti e ha cercato di influenzare le loro decisioni di voto, il che è chiaramente discutibile...

Le ditte di *proxy advisory* sono diventate sempre più comuni. Qual era il loro ruolo iniziale e come si è evoluto?

► **A. F. Wagner:** Il *proxy advising* ha guadagnato terreno negli ultimi 20 anni. In linea di principio, l'idea è valida: dato che molti investitori hanno bisogno di farsi un'opinione sugli stessi temi, ha senso avere specialisti che forniscano informazioni su questi temi. Con il tempo, molti investitori istituzionali hanno deciso di copiare e incollare le raccomandazioni dei *proxy advisor*. Abbiamo osservato tuttavia che, mentre molti azionisti seguono le raccomandazioni negative dei *proxy advisor*, spesso si allontanano dalle loro raccomandazioni positive e votano invece in modo più critico.

► **M. Mächler:** I *proxy advisor* devono essere cauti riguardo alla loro capacità di influenzare l'opinione pubblica. Credo che dovrebbero allontanarsi dall'attuale approccio pre-concettualizzato verso un approccio di ascolto. Dovrebbero evitare gli approcci meccanici.

I *proxy advisor* migliorano le decisioni aziendali e la corporate governance?

► **A. F. Wagner:** È difficile fornire una risposta generale a questa domanda. Un motivo di preoccupazione è il potenziale conflitto di interessi di alcuni *proxy advisor*, un altro è che essi inducono gli azionisti a impegnarsi troppo poco nel fare le loro ricerche. Su questo secondo punto, tuttavia, nuovi studi suggeriscono che il *proxy advising* può giocare un ruolo positivo evidenziando i temi critici e permettendo agli azionisti di forgiare le proprie opinioni su quei temi, il che in definitiva migliora la *corporate governance* complessiva.¹⁰⁾ La questione chiave qui è che il lasso di tempo che intercorre tra il momento in cui le aziende inviano il loro materiale di voto e il momento in cui si tiene l'assemblea generale deve essere sufficientemente lungo.

► **F. Frick:** Le ditte di *proxy advising* hanno chiaramente aiutato a facilitare il processo di voto, poiché il numero di aziende in cui una persona può investire è molto grande, e formare un'opinione ponderata su ogni voto richiederebbe troppe risorse. Detto questo, preferisco affidarmi a un approccio ibrido: seguire le raccomandazioni dei *proxy advisor* per gli argomenti principali, ma anche immergermi nelle questioni di nicchia e non esitare a votare contro le raccomandazioni dei consulenti.

► **R. Lacher:** In generale, il *proxy advising* ha chiaramente migliorato l'efficienza del processo di voto per gli investitori istituzionali e per i fondi pensione. Ho qualche dubbio sul suo valore a causa dell'approccio meccanico e anche del sottostante conflitto di interessi, dato il bisogno dei *proxy advisor* di servire i propri interessi e non solo gli interessi dei loro clienti. Per quanto riguarda il futuro dei *proxy advisor*, io terrei d'occhio l'aumento della divergenza tra le loro raccomandazioni, che alla fine credo possa causare più confusione che valore.

9) Glossner, S., Matos, P., Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2021). Do institutional investors stabilize equity markets in crisis periods? Evidence from COVID-19. *Working paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3655271>

10) Buechel, B., Mechtenberg, L., & Wagner, A. F. (2021). When do proxy advisors improve corporate decisions? *Working paper*.

I *proxy advisor* scaricano effettivamente gli investitori dalla responsabilità di prepararsi, come fanno i rating di rischio?

▶ **A. F. Wagner:** Non dovrebbero. Infatti, i *proxy advisor* stanno diventando sempre di più fornitori di dati, con gli azionisti più sofisticati che sviluppano le proprie opinioni sulla base di questi dati. Al contrario, i piccoli investitori istituzionali, come una parte significativa dei fondi pensione svizzeri, continueranno probabilmente a seguire molto da vicino le raccomandazioni dei *proxy advisor*.

▶ **F. Degeorge:** In linea di principio, l'esternalizzazione delle decisioni di voto da parte degli investitori ai *proxy advisor* dovrebbe avere senso se i *proxy advisor* avessero una competenza speciale. Tuttavia, la ricerca accademica suggerisce che le raccomandazioni di voto emesse dai *proxy advisor* sono troppo spesso a misura unica. C'è anche qualche prova che il conflitto di interessi distorca le raccomandazioni: i *proxy advisor* aiutano le aziende a mettere insieme le proposte, poi consigliano gli investitori su come votare queste stesse proposte. Questa mescolanza di ruoli difficilmente favorisce l'obiettività.



L'eminenza dei regolatori e della società

I governi hanno generalmente la forza della legge, mentre le imprese sono più dinamiche e innovative. Quali sono i pro e i contro delle misure normative rispetto alle iniziative basate sul mercato?

► **M. Mächler:** Un bilanciamento degli interessi dovrebbe essere al centro del processo decisionale in questo caso. I governi e i regolatori adempiono al loro mandato, che consiste nel definire ciò che è meglio per la società, nel senso più ampio, e nel fissare le tappe necessarie per raggiungere questi obiettivi, se c'è un ampio e valido processo democratico in atto e un'intensa cooperazione con il settore privato. Sfortunatamente, le decisioni del governo sono troppo spesso unilaterali e politicamente guidate, con visioni a breve termine. Inoltre, quando si verifica un problema nel settore finanziario, per esempio, i regolatori sono molto reattivi. Mentre, in teoria, è appropriato per loro cercare di evitare il ripetersi di un tale problema, la soluzione di solito non è sempre analizzata abbastanza bene e massimizza razionalmente il benessere. L'aumento della polarizzazione politica che molti Paesi stanno attualmente sperimentando non aiuta a mantenere in prospettiva il giusto bilanciamento degli interessi.

► **F. Frick:** La regolamentazione imposta dallo Stato è davvero importante, per quanto riguarda la definizione delle regole del gioco, ma insieme alle grandi compagnie, gli attori del mercato come IFRS e ISO potrebbero anche sostenere il ruolo chiave della diffusione di metriche e metodologie standardizzate.

► **J.-C. Rochet:** Dobbiamo anche riconoscere che le grandi compagnie, a causa della loro portata internazionale, sono in grado di interagire con più gruppi di stakeholder di quanto possa fare il governo di un qualsiasi singolo Paese. Questo mette le compagnie in una posizione privilegiata per portarci fuori dal "dilemma dei prigionieri", in cui le nazioni sono intrappolate quando si tratta di miglioramenti ESG. Ovviamente, la società – sia essa sotto forma di un consumatore, un investitore o un lavoratore – ha bisogno di esporre ulteriormente le sue preferenze ESG e di sostenere le aziende orientate agli stakeholder.

La divulgazione obbligatoria ESG sta diventando sempre più diffusa. Come reagiscono le aziende e gli investitori a queste misure normative?

► **J.-C. Rochet:** La divulgazione obbligatoria ESG deve ancora diventare la corrente principale. Detto questo, nel 2013 le aziende quotate sul mercato principale della Borsa di Londra sono state obbligate a rivelare le loro emissioni di gas serra – una componente significativa di qualsiasi criterio ambientale. I risultati empirici mostrano che le aziende colpite in modo più pesante dalla regolamentazione, in particolare il settore del petrolio e del gas,

Figura 4: Tassi di divulgazione delle emissioni di gas serra (GHG) per le aziende britanniche ed europee al tempo del regolamento



Fonte: Jouvenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. *Working paper*.

hanno sperimentato importanti effetti di valutazione positivi, e mostrano che da allora le aziende britanniche si stanno decarbonizzando molto più velocemente delle loro controparti europee. Si potrebbe ipotizzare che la divulgazione obbligatoria della *governance* potrebbe avere un effetto simile sulla valutazione delle aziende e sulla buona *corporate governance*.¹¹⁾

► **R. Lacher:** Credo che siamo ancora all'inizio del processo, con troppi stakeholder che a loro volta hanno creato troppi standard ESG. Questa situazione ha portato a quella che ora viene definita con disprezzo "zuppa alfabetica ESG". Ma da un punto di vista aziendale, il messaggio è stato ascoltato e praticamente tutte le aziende hanno intrapreso il percorso di apporre miglioramenti basati sui criteri ESG.

11) Jouvenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. *Working paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3434490>

Quali sono alcune recenti iniziative nella *corporate governance* basata sul mercato?

► **F. Frick:** Il dovere fiduciario degli investitori si sta spostando, in particolare in Europa, dall'essere soltanto una misura della prestazione aggiustata al rischio, a una misura che includa anche l'impatto globale degli investimenti sulla società. Come diretta conseguenza, le commissioni di prestazione sono ora sempre più distribuite a quei gestori patrimoniali che ottengono buoni risultati in termini di criteri ESG – la qual cosa dimostra che le iniziative basate sul mercato stanno funzionando.

► **M. Mächler:** Negli ultimi decenni il codice svizzero di *best practices* per la *corporate governance* ha mostrato un'evoluzione complessivamente positiva. Ciò che è molto interessante a questo proposito è osservare come i cambiamenti dei codici degli Stati Uniti e del Regno Unito si siano gradualmente fatti strada nel codice svizzero, la qual cosa dimostra che le grandi imprese multinazionali hanno un'influenza basata sul mercato generalmente indiretta.

Chi è meglio posizionato per far progredire la *corporate governance*? I legislatori? I regolatori? Gli azionisti? Le aziende? O qualcun altro?

► **A. F. Wagner:** Poiché non esiste un'impostazione unica quando si tratta di *corporate governance*, le misure normative e legali approfondite spesso falliscono. Le soluzioni basate sul mercato e la disciplina di mercato sono, a mio parere, i nostri strumenti più efficaci. Tuttavia, un quadro giuridico chiaro e ben applicato, mirato a evitare rischi potenzialmente sistemici, rimane essenziale.

► **M. Mächler:** I diversi attori hanno diverse serie di strumenti a loro disposizione, ognuno con i suoi specifici punti di forza e debolezza, che possono usare per influenzare la forma della futura definizione di buona *corporate governance*. Nel caso svizzero, dovremmo essere consapevoli che le normative finanziarie possono cambiare molto più rapidamente ed efficientemente del diritto societario generale, il che significa che i requisiti ESG possono essere applicati alle imprese finanziarie molto prima che abbiano un impatto sull'economia generale. Anche se il vantaggio di puntare su un settore specifico va messo in discussione, gli attori finanziari devono essere pronti.

► **R. Lacher:** L'attuale situazione della divulgazione ESG è nebbiosa – e costosa. Quello che mi auguro è che gli standard si consolidino rapidamente, come abbiamo sperimentato nella contabilità con i principi IFRS e US-GAAP, e che rimangano solo un paio di norme di informativa. Che questi standard siano stabiliti da un governo, da una ONG o dal settore privato alla fine non ha molta importanza.

► **J.-C. Rochet:** Per una transizione efficiente, la società – sia votando, consumando, investendo o lavorando – ha bisogno di manifestare le sue preferenze ESG alle aziende, ai governi e ai legislatori. È quindi probabile che la spinta arrivi contemporaneamente da molte direzioni diverse.



Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

Editori

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

