

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Percorso Finanza

Tesi di Laurea Magistrale

**Espropriazione degli azionisti di minoranza, in particolare il *Camouflage*,
come oggetto di strutture proprietarie inefficienti
e *Corporate Governance* inefficace**



Relatore:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Eleonora Francesca Rossella Montefinale

Anno Accademico 2018/2019

Sommario

Introduzione	7
1. <i>Corporate Governance</i>	13
1.1 Alcune definizioni.....	13
1.2 Il ruolo del contratto iniziale e l'importanza della <i>governance</i>	15
1.3 Effetti della <i>Governance</i> sul valore dell'impresa: tre canali	18
1.4 Meccanismi esterni di <i>Corporate Governance</i>	20
1.4.1 Scalata e lotta per procura.....	20
1.4.2 Strumenti legali a protezione degli azionisti.....	23
1.5 Meccanismi interni di <i>Corporate Governance</i>	26
1.5.1 Schemi retributivi	26
1.5.2 Il debito.....	28
1.5.3 Grandi investitori.....	31
1.5.4 Il consiglio di amministrazione.....	35
1.5.5 La struttura dei diritti di voto e il dovere di lealtà	36
1.6 Riforme della <i>Governance</i> in Europa e negli Stati Uniti	39
1.6.1 La legge Draghi.....	42
1.6.2 Rafforzamento dei meccanismi di <i>governance</i> interna recenti in Italia.....	47
1.7 Sviluppo dei mercati in relazione alla <i>Civil Law</i> e alla <i>Common Law</i>	48
1.8 Influenza delle tradizioni politiche, religiose e culturali sulla possibilità di entrenchment	49
1.9 Canali attraverso cui governo societario può migliorare le prestazioni.....	52
1.10 Qual è il sistema migliore?.....	65
2. Gli effetti della distribuzione del controllo.....	69
2.1 Problemi relativi ai conflitti di interessi tra i titolari dei diritti sul profitto dell'impresa	69
2.2 Problema di agenzia	71
2.2.1 L'effetto degli annunci	73
2.3 Discrezione nella gestione e costi di agenzia	74
2.3.1 I benefici privati del controllo	74
2.3.1 Resistenza manager ad acquisizioni	75
2.4 Meccanismi per attrarre capitali.....	77
2.5 Metodi per ridurre i costi di agenzia	79
2.5.1 I grandi investitori	79
2.5.2 Costi dell'agenzia dovuti ai grandi investitori	81
2.6 L'influenza della distribuzione del controllo sulla crescita economica	84

2.7 Un secondo problema di agenzia: l' <i>entrenchment</i>	86
2.7.1 Prove di <i>entrenchment</i>	86
2.8 Il valore del controllo	89
2.9 Tipologie di struttura proprietaria	90
2.10 Struttura proprietaria e valore dell'impresa.....	93
2.10.1 Proprietà e controllo delle società in Europa vs. Asia	95
2.10.2 Focus sulle società dell'Asia Orientale	98
2.10.3 Diritti di controllo e diritti di proprietà per le società dell'Asia Orientale	106
3. I gruppi societari aziendali.....	115
3.1 Il capitalismo e il radicamento economico	115
3.2 Società affilate ed effetti sulla valutazione dell'impresa	119
3.3 Gruppo piramidale a proprietà familiare	121
3.3.1 Bassi costi di <i>lobbying</i>	127
3.3.2 Benefici delle piramidi di controllo	129
3.3.3 Svantaggi delle piramidi di controllo	131
3.4 Proprietà familiare e valore dell'impresa	135
3.4.1 Possibile soluzione: miglioramento dei diritti di proprietà privata	139
3.5 Esempi di rilievo di piramidi	143
3.4.1 Strutture piramidali di controllo, partecipazioni incrociata e diritti di <i>super-voting</i>	144
3.6 Vantaggi dei gruppi aziendali piramidali per una nazione in via di sviluppo.....	148
3.7 Sviluppo pianificato o Big Push	152
3.7.1 Cooperative, proprietà statale e privatizzazione	156
3.8 Effetti sul mercato dei capitali e innovazione.....	159
3.9 Effetti sulla valutazione dell'impresa: tipologia di proprietà (famiglie, Stato, istituzioni finanziarie) ..	161
4. Metodi di espropriazione	164
4.1 Assegnazione dei dividendi.....	164
4.1.1 Il rapporto O/C come indicatore di vulnerabilità	164
4.1.2 Misure del Dividend Rate.....	165
4.1.3 Percentuale di controllo e dividendi nella realizzazione dell'espropriazione.....	168
4.1.4 I dati europei ed asiatici.....	171
4.2 Unificazione delle classi di azioni	175
4.2.1 Benefici e svantaggi della presenza di più classi di azioni in base alla letteratura.....	175
4.2.2 Norme relative alle azioni italiane senza diritti di voto	176
4.2.3 Unificazioni di azioni a doppia classe italiane	177
4.2.4 Impatto dell'annuncio dell'unificazione	182

4.2.5 L'effetto della proprietà di azioni senza diritti di voto da parte dell'azionista di maggioranza	184
4.2.6 Un esempio del processo di espropriazione	187
4.3 <i>Tunneling</i>	189
4.3.1 Benefici pecuniari e non derivanti dal <i>tunneling</i>	194
4.3.2 Il caso coreano	195
4.3.3 Il caso Parmalat	196
4.4 Effetti dell'espropriazione: fondi limitati e fonti di inefficienza	197
5. Il <i>Camouflage</i>	202
5.1 Influenza dei manager sulla propria retribuzione e percezione dell'oltraggio	202
5.1.1 Conseguenza principale: il camuffamento	205
5.1.2 Prove sull'influenza sui manager delle critiche	207
5.2 Piani pensionistici con versamenti a favore dei dirigenti	210
5.2.1 Prestazioni di vecchiaia di dirigenti (SERP) e prestazioni di vecchiaia dei comuni lavoratori	210
5.2.2 Camuffamento delle pensioni dei dirigenti	214
5.3 La compensazione differita	219
5.3.1 Differenze della retribuzione differita dei dirigenti rispetto ai piani 401(k)	220
5.3.2 Benefici della mimetizzazione	224
5.4 Contratti di consulenza e accordi post-pensionamento	227
5.4.1 Vantaggi offerti ai dirigenti	227
5.5 I contratti di consulenza post pensionamento	229
5.6 Retribuzione del manager e fortuna osservabile	231
5.6.1 I manager vengono effettivamente retribuiti in base alla fortuna?	231
5.6.2 Il caso dell'industria petrolifera	235
5.6.3 Movimenti dei tassi di cambio e performance media del settore	238
5.6.4 Lo Skimming	239
5.6.5 La <i>Pay for luck</i> è ottimale e coerente con la <i>contracting view</i> ?	239
5.6.6 Acquisizione dei manager del processo retributivo	242
6. Strumenti preventivi al fenomeno del <i>Camouflage</i>	247
6.1 <i>Governance</i> come strumento di tutela dalla <i>pay for luck</i>	247
6.1.1 La presenza dei grandi azionisti	248
6.2 Modello delle prestazioni relative	254
6.2.1 Contratti e prestazioni relative	254
6.2.2 La competizione secondo il modello di Bertrand	255
6.2.3 La competizione secondo il modello di Cournot	260

6.2.4 Dati riguardanti le forme di tipo retributivo e risultati empirici	263
6.2.5 Il contratto ottimale	265
6.3 <i>Benchmarking</i>	268
6.3.1 La sensibilità della retribuzione alla fortuna e all'abilità	273
6.3.2 Alcuni test relativi all'asimmetria della retribuzione	275
6.3.3 Linearità della retribuzione, non- linearità della prestazione.....	277
6.3.4 <i>Asymmetric Benchmarking</i> in relazione alla <i>governance</i>	281
6.3.5 <i>Benchmarking</i> in relazione alle politiche di concessione delle opzioni	283
6.4 L'importanza della trasparenza	284
Conclusioni	289
Bibliografia	300
Sitografia	313

Introduzione

Il tema intorno al quale il presente lavoro di tesi è stato strutturato è il problema dell'espropriazione, partendo da un'analisi della *Governance* in relazione alle problematiche di agenzia che sorgono dalla separazione tra proprietà e controllo.

L'importanza del ruolo del contratto iniziale tra azionisti e manager viene enunciata all'inizio della trattazione, per poi essere ripresa nel capitolo finale, al fine di attribuirgli un risvolto di ottimalità ed efficacia.

Inizialmente, nel Capitolo I, ci si focalizza sul ruolo fondamentale della *Governance* che è quello di disciplinare in modo corretto la ripartizione del surplus o rendite - dal momento che vige nella maggior parte dei contratti un'incompletezza intrinseca - nonché quello di disciplinare le relazioni tra i principali attori e portatori di interessi che ruotano attorno all'azienda. Risulta fondamentale, quindi, in un mondo di contratti incompleti, la progettazione di meccanismi opportuni, volti all'eliminazione delle inefficienze.

La trattazione prosegue con l'enunciazione delle differenze tra i regimi di *Common Law* e di *Civil Law*. Dall'esame della letteratura -in particolare dallo studio di un eminente studioso - è emerso che la *Common Law* presenta una serie di caratteristiche molto favorevoli per lo sviluppo finanziario del paese.

Si discute, inoltre, dell'influenza delle tradizioni di natura politica, ma anche culturale, sociale e religiosa, nonché della stampa e dei media, sull'opportunità che il manager possa radicarsi all'interno dell'azienda.

Successivamente, si procede ad evidenziare il fatto che eccessivi vincoli e monitoraggio possano esacerbare il problema di agenzia derivante dalla separazione tra proprietà e controllo, inibire l'iniziativa manageriale e generare effetti negativi sul valore dell'azienda. Pertanto, si è ritenuto di descrivere le variabili rilevanti che influiscono sulla valutazione delle società, utilizzando come principale misura delle prestazioni il Q di Tobin. Si dimostra che la protezione degli azionisti, il comitato del consiglio di amministrazione e l'indipendenza svolgono un ruolo fondamentale sulle prestazioni aziendali e, quindi, sull'influenza della valutazione.

Ci si sofferma, in seguito, sul ruolo della reputazione relativamente all'ottenimento dei finanziamenti, probabilmente assicurati a causa dell'ottimismo dei finanziatori stessi, desiderosi di ottenere un ritorno dal capitale investito.

Infine, vengono riproposte due letterature prevalenti che sostengono che la crescita economica è il risultato degli investimenti con valore aggiunto, conseguendone così che la distribuzione del controllo nelle imprese sia una questione fondamentale.

Di particolare importanza risultano essere anche la tipologia di struttura proprietaria e il rapporto tra azionisti e manager, descritti nel capitolo 2, che implicano la presenza di asimmetria informativa, attribuendo ampia discrezionalità al manager e generando comportamenti di *free riding*.

Viene discusso, anche, di un secondo problema di agenzia che non va sottovalutato: il *managerial entrenchment*. La divergenza tra diritti sui flussi di cassa e di controllo, che si riscontra nelle imprese non americane, sono un'ulteriore causa di radicamento che evidenzia l'importanza dell'utilizzo di un sistema di incentivi corretto.

La trattazione prosegue con l'esplorazione, nel capitolo 3, del concetto di *economic entrenchment*, distinto dal *managerial entrenchment*, situazione non ottimale per l'economia, che induce all'assestamento di meri interessi di *lobbying* politico, in concomitanza con il concetto di capitalismo oligarchico. Nello specifico verranno fornite definizioni contrapposte di capitalismo, contemporaneamente alla trattazione delle peculiarità del gruppo aziendale - in particolare piramidale - descrivendone caratteristiche, confini e doveri, nonché vantaggi e svantaggi.

Successivamente si affronta il tema delle economie in via di sviluppo. In particolare, ci si focalizza sulla possibilità di adottare schemi di sviluppo pianificato, o Big Push. Tale soluzione, tuttavia, si rivelerà errata, nonostante il fatto che il problema evidenziato da due eminenti studiosi sia più che lecito.

Nel Capitolo 4 si discute del rapporto O/C (*ownership/control*) come principale indicatore del grado di espropriazione dell'azienda. Si descrivono i quattro rapporti su cui si basa l'aliquota alla quale sono pagati i dividendi che dovrebbero avere la funzione di isolare da distorsioni e considerando le analisi di eminenti studiosi si scopre che per determinate percentuali di proprietà - al fine di compensare le elevate preoccupazioni - occorre distribuire dividendi più alti.

Viene esposto, inoltre, un confronto tra Europa e Asia. Ciò che emerge è che i dividendi pagati in Europa sono superiori rispetto a quelli pagati in Asia, probabilmente, perché in Europa gli investitori sembrano captare più facilmente il rischio di espropriazione e, probabilmente.

Altresì viene individuata la presenza di più classi di azioni sul valore dell'impresa con i possibili vantaggi e svantaggi derivanti dall'unificazione di queste ultime come ulteriore causa dell'espropriazione.

Un ulteriore metodo che consente di trasferire il valore da un'azienda ad un'altra e - di conseguenza grazie al quale i manager effettuano l'espropriazione - è il *tunnelling*. Il *tunnelling* è prevedibile, esacerba ulteriormente i problemi di agenzia e può rallentare la crescita dell'economia; inoltre gli studi testimoniano che sia più evidente in economie in via di sviluppo. Si denota, altresì, che le imprese indipendenti siano più vulnerabili ai problemi di agenzia.

Nel capitolo 5, si pone l'attenzione sul tema del *Camouflage*, partendo dall'analisi della retribuzione del manager, il quale potrebbe influenzare il consiglio di amministrazione e accordare con quest'ultimo a condizioni non di mercato, dal momento che detiene un elevato potere. Si sottolinea l'importanza dell'atteggiamento di indignazione da parte dei gruppi esterni di azionisti di maggior rilievo, sottolineando il ruolo centrale della reputazione e le prospettive future del manager. Qui entra in gioco il concetto di camuffamento, al fine di limitare critiche. A questo punto, viene lasciato spazio alla trattazione riguardante le prove del camuffamento, facendo riferimento ai piani pensionistici forniti e a favore dei dirigenti come le SERP, che si differenziano dai piani pensionistici offerti ai dipendenti semplici. Si evidenzia la necessità della documentazione, nel caso in cui venga concessa una SERP, nelle tabelle di compensazione, ma ancora maggiore importanza assume la divulgazione di questo tipo di tabelle.

Per trasferire grandi quantità di valore viene descritta anche la compensazione differita, in contrapposizione con i piani 401 (k), in cui si posticipa il ricevimento del denaro a data

futura. Oltre a questi piani viene descritto anche la presenza dei vantaggi post pensionamento come mezzo per mimetizzare la retribuzione dei dirigenti e i contratti di consulenza post pensionamento che prevedono tariffe forfettarie garantite.

Si passa, inoltre, ad evidenziare il ruolo significativo che il camuffamento e la *compensazione stealth* giocano nella progettazione delle modalità di compensazione, nonché l'importanza del fatto che le informazioni sulle disposizioni in materia di compensazione sia comunicata in modo trasparente e accessibile agli estranei.

Lo studio prosegue trattando della retribuzione del manager, usualmente esaminata sotto la prospettiva del modello del principale-agente. La *contracting view* prevede che la retribuzione sia utilizzata per ridurre il problema dell'azzardo morale. I modelli analizzati, tuttavia, generano un'importante predizione: i manager vengono retribuiti per eventi fortunati e non vengono penalizzati per eventi sfortunati. Questi modelli mostrano come il manager tenderà a scremare la retribuzione derivante dalla fortuna (*skimming view*).

Successivamente, verrà mostrato lo studio di Garvey e Milbourn, che dimostrerà che i manager non sempre si impossessano del processo retributivo, ma solo quando ritengono di poter ottenere un ritorno sufficiente, che li possa ricompensare dal rischio da loro assunto in precedenza.

Infine, nel capitolo 6, vengono descritti i metodi grazie a cui è possibile disciplinare il *Camouflage*. Questo capitolo ha lo scopo di sottolineare la differenza di *pay for luck* tra aziende ben gestite ed aziende mal gestite, oltre ad evidenziare che la presenza di grandi azionisti possa influire in maniera rilevante. La trattazione prosegue mettendo in contrapposizione il modello di principale-agente, con i modelli di *skimming*, evidenziando

l'importanza delle interazioni strategiche tra aziende e dei pesi associati alla prestazione della propria azienda in contrapposizione a quelli associati alle prestazioni del settore. Si testeranno, inoltre, gli effetti della concorrenza strategica sulla valutazione relativa inerente ai contratti di retribuzione dei dirigenti e la trattazione proseguirà riprendendo l'argomento sui contratti di retribuzione ottimali per i manager, alla luce dei risultati ottenuti.

L'analisi dimostra che l'uso dei parametri di riferimento sarebbe un metodo corretto per prevenire il *Camouflage*; tuttavia, l'influenza dei dirigenti, grazie al proprio potere di mercato, induce loro ad effettuare un *Asymmetric Benchmarking*. Al termine del capitolo vengono descritte, inoltre, le diverse politiche di concessione delle opzioni e viene analizzato il ruolo importante che riveste la trasparenza, come strumento preventivo del *Camouflage*.

1. Corporate Governance

1.1 Alcune definizioni

Il termine "governance" è sinonimo di esercizio di autorità, direzione e controllo, secondo Zingales. Tuttavia, egli sostiene che questa definizione non appaia appropriata se usata nel contesto di un'economia di libero mercato.

Infatti, la microeconomia neoclassica descrive unicamente una serie di transazioni, che Williamson (1985) definisce "standardizzate". Considerando, ad esempio, l'acquisto di un bene, come il grano, ci sono molti produttori della stessa qualità di grano e molti potenziali clienti. Tuttavia, molte transazioni quotidiane non corrispondono a questo semplice esempio. Si consideri, ad esempio, l'acquisto di una macchina personalizzata: l'acquirente deve contattare un produttore e concordare le specifiche e il prezzo finale. A differenza del grano, la firma del contratto non rappresenta la fine del rapporto tra l'acquirente e il venditore. Prima della firma dell'accordo, il mercato dei produttori era competitivo. Una volta iniziata la produzione, però, l'acquirente e il venditore sono intrappolati in una situazione di monopolio bilaterale. La macchina personalizzata ha, probabilmente, un valore più alto per l'acquirente che per il mercato.

La differenza tra ciò che le due parti generano insieme e ciò che possono ottenere sul mercato rappresenta una quasi-rendita, che deve essere divisa *ex-post*.

In base alla definizione di Zingales (1998), la *Corporate Governance* è, "the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course

of a relationship.”, quindi, insieme di regole e strutture organizzative che stanno alla base di un corretto governo societario.

La definizione di *Governance* di Zingales, appena menzionata, è piuttosto generale.

In senso stretto la *Corporate Governance* è semplicemente il governo di una particolare forma organizzativa - una società.

Una società, in linea di principio, è solo un involucro giuridico vuoto. Ciò che rende una società di valore sono le rivendicazioni che l'involucro giuridico ha su un'entità economica sottostante, che Zingales definisce “impresa”.

Per questo motivo, egli ritiene che il governo societario sia il complesso insieme di vincoli che caratterizzano la contrattazione *ex-post* sulle quasi-rendite generate da un'impresa.

Molti problemi che rientrano nell'ambito del governo societario possono essere analizzati senza necessariamente fare appello ad una definizione così ampia. Tuttavia, tutti i meccanismi di *governance* discussi in letteratura possono essere reinterpretati alla luce di questa definizione, il cui contributo è semplicemente quello di evidenziare il legame tra il modo in cui le quasi-rendite sono distribuite e il modo in cui sono generate.

Secondo Shleifer e Vishny (1996) la *Corporate Governance* “*deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*”, quindi, la questione fondamentale della *governance* aziendale è come assicurare ai finanziatori l'ottenimento di un ritorno sul loro investimento finanziario. Tale definizione mette in evidenza la volontà di voler prevenire le problematiche derivanti dai problemi di agenzia, scaturiti dalla separazione tra proprietà e controllo.

1.2 Il ruolo del contratto iniziale e l'importanza della *governance*

Un ruolo fondamentale in questo sistema è certamente svolto dal contratto iniziale. Ma il contratto, molto probabilmente, sarà incompleto, nel senso che non specificherà completamente la ripartizione delle eccedenze in ogni possibile contingenza (ciò potrebbe essere troppo costoso da realizzare o addirittura impossibile perché la contingenza non era stata prevista).

Come illustrato dall'esempio della macchina, ci sono due condizioni necessarie perché un sistema di *governance* sia necessario.

In primo luogo, il rapporto deve generare delle quasi-rendite e, in assenza di queste, la natura competitiva del mercato eliminerà ogni scopo di contrattazione.

In secondo luogo, le quasi-rendite non sono perfettamente allocate *ex-ante*. Se lo fossero, allora non ci sarebbe motivo di contrattazione.

In un'economia Arrow-Debreu¹ si presume che gli agenti possano scrivere, senza costi, tutti i contratti condizionati dallo stato. Di conseguenza, tutte le decisioni sono prese *ex-ante* e tutte le quasi-rendite sono assegnate *ex-ante*. Pertanto, non c'è spazio per la *governance*.

Più sorprendentemente, anche se si allenta l'assunto che possa essere scritto ogni contratto di stato contingente e si ammette che certe contingenze future non siano osservabili (e quindi non contrattualizzabili), non si trova ancora spazio per la *governance* fintanto che si possono scrivere contratti senza costi su tutte le variabili osservabili in futuro.

¹ K. J. Arrow and G. Debreu (1954), *Existence of an equilibrium for a competitive economy*, *Econometrica* 22:265-290.

Ricordando l'esempio della macchina personalizzata e, supponendo che lo sforzo del costruttore non sia osservabile per gli altri e, quindi, non contrattualizzabile, l'approccio neoclassico a questo problema è quello di progettare un meccanismo dipendente da tutte le variabili osservabili pubblicamente che fornisca al produttore i migliori incentivi possibili per esercitare il proprio sforzo.

Myerson (1979) mostra che tutti i meccanismi ottimali sono equivalenti a una rivelazione (meccanismo diretto) in cui l'agente (produttore) annuncia pubblicamente e riceve un compenso in funzione del suo annuncio.

L'approccio progettuale del meccanismo riproduce diverse caratteristiche distintive di un'economia Arrow-Debreu: tutte le decisioni sono prese *ex-ante* e vengono eseguite solo *ex-post*; di conseguenza, tutti i conflitti vengono risolti e tutte le rendite vengono assegnate *ex-ante*.

Tutto ciò non lascia spazio alla contrattazione *ex-post* e tutte le caratteristiche sopra citate sono incompatibili con la definizione di *governance* di Zingales.

Solo in un mondo in cui alcuni contratti che dipendono da future variabili osservabili sono costosi (o impossibili da scrivere *ex-ante*), c'è spazio per una *governance ex-post*.

Infine, solo in un mondo di contratti incompleti è possibile definire che cos'è un'azienda e discutere la *Corporate Governance* come diversa dalla *governance* contrattuale. Non a caso, la teoria della *governance* è legata all'emergere e all'evoluzione del paradigma dei contratti incompleti.

In un mondo di contratti incompleti, è necessario attribuire il diritto di prendere decisioni *ex-post* in contingenze non specificate. Questo diritto residuo è significativo e prezioso, secondo Zingales.

È significativo perché conferisce il potere discrezionale di prendere decisioni *ex-post*.

È prezioso, perché questa discrezione può essere utilizzata strategicamente nella contrattazione sul *surplus*.

Tuttavia, egli afferma che un sistema di *governance* ottimale dal punto di vista privato potrebbe non essere socialmente efficiente. Infatti, un mondo di contratti incompleti genera incentivi per "arbitrare il potere" nel tempo.

Considerando, ad esempio, un imprenditore che oggi ha un immenso potere contrattuale, ma che prevede di perderlo nel prossimo futuro. Se potesse scrivere tutti i contratti, potrebbe riuscire ad estrarre tutte le eccedenze presenti e future derivanti da un rapporto senza alcuna distorsione. Ma se alcuni contratti non possono essere scritti, allora l'imprenditore è incentivato a distorcere le sue scelte in modo da trasferire parte del suo potere contrattuale di oggi nel futuro, consentendogli questo di catturare anche parte dell'eccedenza futura. Questa è il concetto di proprietà elaborato da Zingales (1995) e da Bebchuk e Zingales (1996) e della struttura gerarchica elaborata da Rajan e Zingales (1997).

Inoltre, Zingales afferma che in un mondo di contratti incompleti si possono discutere gli effetti sul benessere di diverse istituzioni. Ad esempio, in un mondo di contratti completi, il tipo di sistema giuridico adottato da un paese è irrilevante, a condizione che vengano applicati i contratti. Al contrario, si può ipotizzare che in un mondo contrattuale incompleto possa avere un effetto significativo, in quanto è stato dimostrato come le istituzioni

giuridiche abbiano un effetto sull'appropriabilità delle quasi-rendite da parte di investitori esterni (Zingales, 1995), sul modo in cui è strutturata la *Corporate Governance* (La Porta et al, 1996) e sull'ammontare della raccolta di finanziamenti esterni (La Porta et al., 1997).

Infine, l'approccio contrattuale incompleto genera un ruolo potenziale per l'intervento pubblico *ex-post*. A differenza dell'approccio di progettazione dei meccanismi, in un mondo dei contratti incompleto, l'inefficienza *ex-post* non è necessariamente auspicabile *ex-ante*. Pertanto, un intervento selettivo che elimini l'inefficienza *ex-post*, pur mantenendo le conseguenze distributive ricercate *ex-ante*, migliorerà il benessere, in base a quanto asserito da Zingales.

1.3 Effetti della *Governance* sul valore dell'impresa: tre canali

Ci sono tre canali principali attraverso i quali le condizioni che influenzano la divisione delle quasi-rendite influenzano anche l'eccedenza totale prodotta. Nel presentare questi canali Zingales fa una netta distinzione tra *ex-ante* (quando gli investimenti specifici devono essere affondati) ed *ex-post* (quando le quasi-rendite sono divise) in effetti, come se l'impresa durasse un solo periodo.

Un primo canale sono gli effetti di incentivo *ex-ante*. Il processo di divisione *ex-post* delle eccedenze incide sugli incentivi *ex-ante* per intraprendere alcune azioni, che possono creare o distruggere un certo valore, in due modi principali. In primo luogo, i manager razionali non spenderanno la quantità ottimale di risorse in attività di valorizzazione che non sono adeguatamente ricompensate dal sistema di *governance*. Un manager si sottrarrà se il suo *payoff* di contrattazione *ex-post* non aumenta sufficientemente con il suo sforzo e,

quindi, non riesce a compensarla per il costo di questo sforzo. In secondo luogo, i manager razionali spenderanno risorse in attività inefficienti, il cui unico scopo (o scopo principale) è quello di alterare l'esito della contrattazione *ex-post* a loro favore. Ad esempio, un manager può specializzare l'azienda nelle attività che meglio gestisce perché questo aumenta il suo contributo marginale *ex-post* e, quindi, la sua quota di rendite *ex-post* (Shleifer e Vishny (1989). È interessante notare che questo problema non si limita ai vertici della gerarchia, ma è presente ovunque. Anche la ben nota tendenza dei manager a sovrainvestire nella crescita può essere interpretata come una manifestazione di questo problema. Ai manager piace espandere le dimensioni della loro attività perché questo li rende più importanti per il valore dell'azienda e, quindi, aumenta il *payoff* che possono ottenere nella contrattazione *ex-post*.

Pertanto, un sistema di *governance* incide sugli incentivi all'investimento o alla ricerca di potere, alterando i *payoff* marginali che queste azioni hanno nella contrattazione *ex-post*.

Un secondo canale attraverso il quale un sistema di *governance* influisce sul valore totale è l'alterazione dell'efficienza della contrattazione *ex-post*. Ad esempio, se i diritti di controllo sono assegnati a un ampio e disperso gruppo di ricorrenti (come gli azionisti della maggior parte delle società quotate in borsa), i problemi di *free-rider* possono impedire di intraprendere un'azione efficace - anche se i diritti di proprietà sono ben definiti e perfettamente negoziabili (Grossman e Hart, 1980).

A questo elenco standard di imperfezioni, Hansmann (1996) aggiunge la divergenza di interessi tra le parti che detengono diritti di controllo. Citando la letteratura sull'economia politica, Hansmann sostiene che l'inefficienza *ex-post* sta aumentando nella divergenza di interessi tra i detentori del controllo. Mentre Hansmann non fornisce un modello formale

dei motivi di tale relazione, egli fornisce prove molto convincenti del fatto che nella pratica i diritti di controllo sono raramente assegnati a parti con interessi contrastanti.

Infine, come terzo canale, un sistema di *governance* potrebbe influire sul valore *ex-ante* dell'eccedenza totale determinando il livello e la distribuzione del rischio. Se le diverse parti hanno diversi gradi di avversione al rischio (o diverse opportunità di diversificare o coprire il rischio), l'efficienza di un sistema di *governance* si misura anche in base all'efficacia con cui il rischio viene attribuito alla parte più tollerante.²

In sintesi, gli obiettivi di un sistema di governo societario dovrebbero essere: massimizzare gli incentivi agli investimenti che incrementano il valore, riducendo al minimo l'inefficienza nella ricerca di potere; ridurre al minimo l'inefficienza nella contrattazione *ex-post*; ridurre al minimo il rischio di *governance* e allocare il rischio residuo ai soggetti meno avversi al rischio.

1.4 Meccanismi esterni di *Corporate Governance*

1.4.1 Scalata e lotta per procura

Mentre Jensen e Meckling (1976) sostengono che gli addetti ai lavori con quote maggiori sono meno incentivati ad allocare male le risorse aziendali, Stulz (1988) sostiene che quote di partecipazione più alte danno anche agli addetti ai lavori più incentivi per allocare male

² Fama e Jensen (1983a e 1983b).

le risorse. Questo perché i dirigenti di alto livello che possiedono grandi blocchi di capitale proprio sono effettivamente di ruolo.

In linea di principio, Randall Morck, Daniel Wolfenzon E Bernard Yeung sostengono che, senza mantenere una quota di voto dominante, l'amministratore delegato di un'azienda ampiamente diffusa potrebbe anche dominare il consiglio di amministrazione attraverso la pura forza della personalità e spingere attraverso una serie di difese *antitakeover*, come le pillole velenose, i consigli scaglionati, e simili, per scoraggiare i razziatori e gli azionisti attivisti.

La scalata è uno strumento utilizzato al fine di imporre disciplina ai manager e la sua efficacia dipende dal *market for corporate control* dell'impresa, cioè dal processo attraverso cui la proprietà e il controllo dell'impresa vengono trasferiti.

Il *market for corporate control* può penalizzare l'adozione di disposizioni aumentando la vulnerabilità dei dirigenti e dei manager indirizzandoli verso una scalata per il controllo. È probabile che una tale sanzione diventi significativa solo nel caso in cui l'impresa adotti accordi di compensazione che appaiono sufficientemente oltraggiosi. Gli investitori istituzionali possono considerare tali accordi come un forte segnale del fatto che i manager o gli amministratori sono relativamente insensibili agli interessi degli azionisti e, di conseguenza, possono diventare meno propensi a sostenere gli incumbenti storici in caso si dovesse verificare una scalata ostile o una *proxy fight*.

In una tipica scalata o acquisizione ostile, un offerente fa un'offerta pubblica di acquisto agli azionisti dispersi dell'azienda *target*, e se questi accettano tale offerta, egli acquisisce

il controllo dell'azienda *target* e quindi può sostituire, o almeno controllare, il *management*.

Le acquisizioni sono state ampiamente interpretate come il meccanismo critico di *corporate governance* negli Stati Uniti, senza il quale la discrezione manageriale non può essere effettivamente controllata (Easterbrook e Fischel 1991, Jensen 1993).

Rimangono alcuni interrogativi sull'efficacia delle acquisizioni come meccanismo di rilancio aziendale. Se i diritti delle minoranze non sono pienamente tutelati, l'offerente può ottenere per sé un'operazione leggermente migliore di quella degli azionisti destinatari.

Negli Stati Uniti, la legislazione statale contro le acquisizioni ha contribuito a porre fine alle acquisizioni degli anni '80 (Jensen 1993). In altri paesi, l'opposizione politica alle acquisizioni ostili spiega in parte la loro assenza.

La scalata è un meccanismo costoso in quanto comporta costi di diversa natura e onere (costi per la raccolta fondi, costi legali, il premio per gli azionisti, costi per la riorganizzazione dell'azienda dopo l'acquisizione).

Un'alternativa alla scalata è la lotta per procura, che consiste nel tentare di acquisire il controllo dell'azienda operandosi nella raccolta delle deleghe, al fine di conseguire in assemblea la maggioranza dei diritti di voto.

La competizione sul mercato dei manager tende a rimpiazzare velocemente i manager incapaci e aiuta a scegliere e trattenere i manager migliori, quindi porta dei vantaggi all'impresa perché il manager si sforzerà maggiormente.

I *non-value maximizing*³ manager con poche azioni possono essere rimossi in lotte per procura da parte di investitori scontenti o cacciati da razziatori ostili attratti da un prezzo azionario depresso. Dirigenti di alto livello con grandi blocchi di capitale proprio non possono essere scacciati in questo modo.

Una partecipazione azionaria dominante permette agli *insider* delle società di godere di benefici di controllo in modo solido, mentre una partecipazione più piccola significa che devono limitare la loro aspirazione per mantenere i prezzi delle loro azioni abbastanza elevati da evitare i predoni e placare gli investitori istituzionali.

1.4.2 Strumenti legali a protezione degli azionisti

La legge tradizionalmente protegge gli azionisti rafforzando i loro diritti di vendita, azione legale e voto.

In primo luogo, in società ampiamente possedute, il diritto degli azionisti di vendere le loro azioni permette di far emergere un mercato del controllo societario come meccanismo per limitare gli abusi di informazioni privilegiate (Manne, 1965). In secondo luogo, le autorità di regolamentazione possono conferire poteri agli azionisti concedendo loro il diritto di citare in giudizio la società e i suoi amministratori. In terzo luogo, la regolamentazione può conferire poteri agli azionisti dando loro voce in capitolo su questioni chiave di governo societario. A tal fine, le autorità di regolamentazione possono estendere le materie che devono essere decise dall'assemblea degli azionisti, delegare i requisiti della super-

³ Randall M., Wolfenzon D., Yeung B., (2005)

maggioranza, ridurre il costo del voto, limitare le deviazioni da un'azione per voto e conferire un mandato di rappresentanza delle minoranze nel consiglio di amministrazione (Enriques e Volpin, 2007).

Bebchuk (1994) discute ampiamente il compromesso tra la tutela degli investitori attraverso clausole di parità di trattamento e l'efficienza del mercato del controllo societario.

L'effettivo esercizio del diritto di vendere, votare e citare in giudizio da parte degli azionisti dipende dal loro accesso alle informazioni. Un ampio regime di divulgazione può aiutare ad alleviare i problemi di agenzia nelle società quotate in borsa. La divulgazione di informazioni sensibili ai prezzi aiuta a prevenire *l'insider trading*. Un sistema di contabilità ben progettato e audit indipendenti ed esperti possono individuare precocemente le frodi in stile Parmalat, di cui si parlerà in seguito.

Un altro tipo di intervento normativo è l'applicazione del diritto societario attraverso agenzie di vigilanza e sanzioni penali.

Tuttavia, l'applicazione della legge da parte delle autorità pubbliche può essere lo strumento più efficace per prevenire specifiche forme di espropriazione, come *l'insider trading*, che sono altrimenti difficili da evitare.

Un meccanismo di *Governance* è anche la rapidità ed efficacia del sistema giuridico.

La legge Draghi, di cui si tratterà in seguito, e la privatizzazione della Borsa Italiana furono i motori per l'adozione di un codice di governo societario nel 1999.

Il codice, in base a quanto ritenuto da Enriques,⁴ pur essendo molto cauto rispetto a quello di altri paesi come il Regno Unito, ha focalizzato l'attenzione dei consigli di amministrazione su come adattarsi ad un nuovo ambiente, in cui le questioni di *Corporate Governance* avevano un forte peso, e ha effettivamente portato a migliori pratiche dei consigli di amministrazione soprattutto nelle grandi società quotate in borsa. E, al di là del suo impatto sugli emittenti, il fatto stesso di avere un codice di *Corporate Governance* è stato rilevante per la reputazione internazionale del mercato azionario italiano.

Il Codice Preda, codice di Autodisciplina delle società quotate redatto nel 1999 dal Comitato per la *Corporate Governance*, contiene raccomandazioni che costituiscono un modello di *best practice* per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane. Le raccomandazioni del Codice non sono vincolanti, ma, in conformità alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, le società quotate devono tenere informati sia il mercato sia i propri azionisti in merito alla propria struttura di *governance* ed al grado di adesione al Codice.⁵

⁴ Enriques, Luca (2009), "Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?", Working Paper 123/2009.

⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/codice-di-autodisciplina.html>

1.5 Meccanismi interni di *Corporate Governance*

1.5.1 Schemi retributivi

La Tabella 1 presenta statistiche descrittive sulle componenti della retribuzione dei dirigenti per tutti i dirigenti del campione ExecuComp per il 1995.

Tabella 1

Statistiche di sintesi per le componenti della retribuzione dei dirigenti nel 1995

Questa tabella riporta statistiche di sintesi per le componenti della retribuzione dei dirigenti nell'anno campione 1995. Tutti i calcoli sono basati sul set di dati Standard and Poor's ExecuComp e sono riportati in migliaia di dollari. Il gruppo dei CEO è costituito dai dirigenti di ciascuna società che hanno ricoperto la posizione di CEO per la maggior parte dell'anno. Il gruppo dei non-CEO è composto dagli altri quattro dirigenti più retribuiti di ciascuna società, classificati in base allo stipendio più bonus.

Fonte: Aggarwal R., Samwick A., (1999b), "Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: theory and evidence", *Journal of Finance* 54, 1999–2043.

Payment Category (thousands of dollars)	Mean	Median	First Quartile	Third Quartile	Standard Deviation
CEOs (N = 1519)					
Total compensation	2205	1276	689	2474	3446
Short-term compensation	1060	770	484	1215	1882
Salary	535	475	333	668	299
Bonus	491	250	54	550	1794
Other annual	33	0	0	6	139
Long-term compensation	1146	438	77	1149	2497
Restricted stock granted	152	0	0	0	638
Stock options granted	793	244	0	762	2148
LT incentive plan payouts	116	0	0	0	529
All other	84	17	5	60	326
Long-term share of total	0.357	0.353	0.110	0.555	0.257
Non-CEOs (N = 6305)					
Total compensation	927	550	328	1026	1353
Short-term compensation	474	355	233	563	441
Salary	275	238	175	333	150
Bonus	183	100	30	220	336
Other annual	16	0	0	1	92
Long-term compensation	454	162	44	446	1089
Restricted stock granted	58	0	0	0	271
Stock options granted	298	92	0	277	891
LT incentive plan payouts	47	0	0	0	211
All other	51	9	4	27	377
Long-term share of total	0.330	0.316	0.133	0.494	0.233

I compensi a breve termine consistono in stipendi, bonus e altri compensi annuali (ad esempio, estrapolazioni per debiti fiscali, sconti preferenziali sugli acquisti di azioni). La retribuzione a breve termine è in media di 1.060.000 \$ per i CEO e di 474.000 \$ per i non-CEO.

I compensi a lungo termine includono il valore delle azioni vincolate assegnate, le stock options assegnate, i versamenti da piani di incentivazione a lungo termine, e tutti gli altri compensi (ad esempio, contributi a piani previdenziali, indennità di licenziamento). Le medie del campione dei compensi a lungo termine sono 1.146.000 \$ per i CEO e 454.000 \$ per i non CEO.

Nel complesso, la retribuzione a lungo termine rappresenta il 52,0% della retribuzione dei CEO e il 49,0% della retribuzione dei non CEO. A livello individuale, la quota media di retribuzione a lungo termine è pari al 35,7% per i CEO e al 33,0% per i non CEO.

La grande differenza tra l'aggregato e le singole quote a lungo termine riflette l'asimmetria nella distribuzione della retribuzione a lungo termine tra i dirigenti. Le stock option assegnate sono di gran lunga la componente più importante della retribuzione a lungo termine, pari al 69,2% per i CEO e al 65,6% per i non CEO.

Quando un consiglio di amministrazione approva un sistema di remunerazione che favorisce i manager a spese degli azionisti, i manager e gli amministratori possono sostenere alcune spese economiche e sociali.

Sebbene alcuni fattori come le forze di mercato, la necessità dell'approvazione del consiglio di amministrazione e le sanzioni sociali non impediscano del tutto le deviazioni dalla contrattazione a condizioni di mercato, essi possono porre alcuni vincoli alla capacità dei

manager di ottenere pacchetti di compensazione favorevoli. La rigidità di questi vincoli, inoltre, dipende dalla percezione che gli azionisti esterni hanno di questi accordi retributivi. Di fronte a questi vincoli, le imprese si spingeranno a favore dei manager entro un certo limite, il quale non dipenderà solo da quanto gli accordi previsti favoriranno effettivamente i dirigenti, ma anche da come questi accordi saranno percepiti dagli azionisti esterni.

1.5.2 Il debito

In particolare, ci si concentra ora sul debito e sul capitale proprio come strumenti di finanziamento, in base alla visione di Shleifer e Vishny.

Shleifer e Vishny in "A survey of Corporate Governance" (1996) definiscono, a differenza di Modigliani-Miller (1958), dove il debito è associato solo ad un particolare modello di flussi di cassa, come caratteristica distintiva del debito, la capacità dei creditori di esercitare il controllo. In particolare, definiscono il debito come un contratto in cui un mutuatario riceve dei fondi, e promette un flusso prestabilito di pagamenti futuri a chi glieli ha prestato.

Inoltre, il mutuatario promette tipicamente di non violare una serie di convenzioni (Smith e Warner 1979), come il mantenimento del valore dei beni all'interno dell'impresa. Se il mutuatario viola qualsiasi patto, e soprattutto se è inadempiente su un pagamento, il creditore ottiene alcuni diritti, come la possibilità di riappropriarsi di alcuni dei beni dell'azienda (garanzia collaterale) o la possibilità di gettare l'azienda in fallimento. Una caratteristica essenziale del debito, quindi, è che il mancato rispetto del contratto da parte del

mutuatario comporta il trasferimento di alcuni diritti di controllo da parte sua al mutuante, in base alla definizione di Shleifer e Vishny.

Myers e Majluf (1984) dimostrano che, dal momento che la gestione ha informazioni superiori, la finanza esterna è costosa. Inoltre, essi sostengono che questo problema di selezione avversa è minimizzato dall'emissione del titolo "più sicuro", ossia il titolo il cui prezzo è meno sensibile alle informazioni private del gestore. In questo modo, un debito di alto *rating* con un flusso di *payoff* abbastanza certo viene emesso prima del capitale proprio, poiché il capitale proprio è difficile da quotare senza conoscere il valore esatto delle attività dell'impresa sul posto e le opportunità di crescita futura. Il debito è particolarmente facile da valutare in presenza di abbondanti garanzie.

Aghion e Bolton (1992) usano una teoria contrattuale incompleta per caratterizzare il debito come strumento i cui detentori prendono il controllo dell'impresa in uno stato di natura sfavorevole in cui potrebbe versare il mondo. Essi mostrano che, se i benefici manageriali del controllo sono più elevati in stati di natura favorevole del mondo, allora può essere efficiente per i gestori di avere il controllo dei beni in buoni stati e per i creditori di averlo in cattivi stati. Bolton e Scharfstein (1990) presentano un modello in cui i creditori inadempienti hanno sufficiente potere di escludere l'impresa dal mercato dei capitali, e quindi di bloccare completamente i finanziamenti futuri.

Hart e Moore (1989, 1994) modellano esplicitamente l'idea che il debito è un contratto che dà al creditore il diritto di riprendersi le garanzie in caso di inadempimento. I modelli di debito di Hart e Moore mostrano esattamente come il programma di rimborso del debito dipende da ciò che i creditori possono realizzare una volta che ottengono il controllo.

Molti altri documenti hanno modellato i costi e benefici del contratto di debito. I principali costi del debito sono che all'impresa può essere impedito di intraprendere buoni progetti perché le clausole del debito impediscono loro di raccogliere fondi aggiuntivi, oppure possono essere costretti dai creditori a liquidare quando non è efficiente farlo. Stulz (1990), Diamond (1991), Harris e Raviv (1990), e Hart e Moore (1995) presentano alcuni dei principali modelli che incorporano queste idee, mentre Lang, Ofek e Stulz (1996) presentano prove che indicano che l'indebitamento riduce effettivamente gli investimenti delle imprese con scarse prospettive.

Poiché i diritti dei creditori sono più chiari e le violazioni di tali diritti sono più facili da verificare in tribunale, la letteratura esistente ha indicato che il debito fornisce agli investitori esterni una protezione migliore del capitale proprio.

La forma di gran lunga dominante di prestito in tutto il mondo è il prestito bancario.

A differenza dei creditori, agli azionisti individuali non viene promesso alcun pagamento per il loro investimento finanziario nell'azienda, anche se spesso ricevono dividendi a discrezione del consiglio di amministrazione. A differenza dei creditori, gli azionisti individuali non rivendicano alcun diritto a beni specifici della società. A differenza dei creditori, inoltre, gli azionisti che non hanno nemmeno un termine ultimo per la liquidazione dell'impresa e la distribuzione dei proventi, potrebbero non riavere mai più nulla.

I creditori ottengono una varietà di protezioni legali, che variano anche da un paese all'altro. Questi possono includere il diritto di acquisire beni che servono come garanzia per i prestiti, il diritto di gettare l'azienda in fallimento quando non paga i suoi debiti, il diritto di

rimuovere i manager in fallimento, e il diritto di voto nella decisione di riorganizzare l'azienda.

La protezione legale dei creditori è spesso più efficace di quella degli azionisti, poiché l'inadempienza è una violazione ragionevolmente semplice di un contratto di debito che un tribunale può verificare (Shleifer e Vishny, 1996).

Con creditori multipli e diversificati che hanno interessi contrastanti, le difficoltà di riscossione sono ancora maggiori e le procedure fallimentari richiedono spesso anni per essere completate (Baird e Jackson 1985, Gertner e Scharfstein 1991, Weiss 1990). Questo, naturalmente, rende il debito uno strumento di finanziamento meno interessante (Bolton e Scharfstein 1996).

A causa della complessità delle procedure fallimentari, i creditori spesso rinegoziano al di fuori delle procedure fallimentari sia negli Stati Uniti (Gilson, John e Lang 1990, Asquith, Gertner e Scharfstein 1993) che in Europa (OCSE 1995). La situazione è peggiore nei paesi in via di sviluppo, dove i tribunali sono ancora meno affidabili e le leggi fallimentari sono ancora meno complete. L'inefficienza delle procedure fallimentari esistenti ha spinto alcuni economisti (Bebchuk 1988, Aghion, Hart e Moore 1992) a proporre di nuove, che cercano di evitare complicate trattative convertendo prima i crediti di una società in fallimento in azioni, e poi permettendo agli azionisti di decidere cosa fare con la società fallita (Shleifer e Vishny, 1996).

1.5.3 Grandi investitori

La concentrazione della proprietà può essere utilizzata come strumento di *governance*.

La partecipazione di maggioranza funziona solo se il meccanismo di voto funziona, e l'azionista di maggioranza può prendere le decisioni dell'azienda. Con i grandi azionisti di minoranza, le cose sono più che altro complicate, dal momento che hanno bisogno di fare alleanze con altri investitori per esercitare il controllo. Il potere dei dirigenti di interferire in queste alleanze è notevolmente aumentato e l'onere che grava sui tribunali per proteggere i diritti dei grandi azionisti è molto maggiore. Per questo motivo, le partecipazioni minoritarie di grandi dimensioni possono essere efficaci solo per quanto riguarda paesi con sistemi giuridici relativamente sofisticati, mentre i paesi in cui i tribunali sono veramente deboli hanno maggiori probabilità di avere una partecipazione di maggioranza assoluta (Shleifer e Vishny, 1996).

I creditori importanti, come le banche, sono investitori grandi e potenzialmente attivi. Come i grandi azionisti, hanno grandi investimenti nell'azienda e vogliono vedere i rendimenti dei loro investimenti concretizzarsi. Il loro potere deriva in parte da una serie di diritti di controllo che essi ricevono quando le imprese sono inadempienti o violano le convenzioni sul debito (Smith e Warner 1979) e in parte perché in genere essi effettuano prestiti a breve termine. Grazie alla possibilità di disporre di un'ampia gamma di controlli, i grandi creditori combinano consistenti diritti con la capacità di interferire nelle principali decisioni dell'impresa. Inoltre, in molti paesi, le banche finiscono per detenere il capitale proprio allo stesso modo del debito delle imprese in cui investono (OCSE 1995). Di conseguenza, Shleifer e Vishny sostengono che le banche e gli altri grandi creditori sono, per molti aspetti, simili ai grandi azionisti. L'efficacia dei grandi creditori, come l'efficacia dei grandi azionisti, dipende dai loro diritti legittimi.

Ma anche quando il debito non è molto concentrato, la protezione legale effettiva dei creditori è probabilmente maggiore di quella di cui godono gli azionisti dispersi. Se un mutuatario è inadempiente su debiti detenuti da un gran numero di creditori, rinegoziare con questi creditori può essere estremamente difficile e il mutuatario potrebbe essere costretto al fallimento (Gertner e Scharfstein, 1991; Bolton e Scharfstein, 1996).

Al contrario, può essere più facile rinegoziare con una banca.

In Germania e Giappone i poteri delle banche nei confronti delle società sono molto significativi perché le banche votano con blocchi significativi di azioni, fanno parte dei consigli di amministrazione, svolgono un ruolo dominante nel credito e operano in un ambiente legale favorevole ai creditori. In altri paesi, in particolare dove le procedure per la cessione del controllo alle banche non sono ben consolidate la *governance* bancaria è probabilmente meno efficace (Barca, 1995, in Italia).

La necessità di almeno un po' di protezione legale è comune per tutti i grandi investitori.

I grandi azionisti hanno bisogno di tribunali per far valere i loro diritti di voto, gli artefici delle acquisizioni hanno bisogno di meccanismi protetti dai tribunali per acquistare azioni e per cambiare il consiglio di amministrazione e i creditori hanno bisogno di tribunali che consentano loro di riappropriarsi delle garanzie.

Il principale vantaggio dei grandi investitori (ad eccezione delle acquisizioni) è che si basano su interventi legali relativamente semplici, adatti anche a tribunali poco informati e motivati. I grandi investitori gravano sul sistema giuridico in misura minore di quanto lo facciano i piccoli investitori, qualora cercassero di far valere i loro diritti. Probabilmente è per questa ragione che i grandi investitori sono così diffusi nella maggior parte dei paesi del mondo,

dove i tribunali sono meno attrezzati per immischiarsi negli affari aziendali di quanto non lo siano negli Stati Uniti (Shleifer e Vishny, 1995).

In sintesi, il grado di protezione legale degli investitori varia enormemente in tutto il mondo. In alcuni paesi, come gli Stati Uniti, il Giappone e la Germania, la legge protegge i diritti di almeno alcuni investitori e i tribunali sono relativamente disposti ad applicare queste leggi. Ma in questi paesi, il sistema legale lascia ai manager una notevole discrezionalità.

Nella maggior parte del resto del mondo, le leggi sono meno protettive degli investitori e i tribunali funzionano meno bene e fermano solo le violazioni più evidenti dei diritti degli investitori. Di conseguenza, la protezione legale, da sola, secondo Shliefer e Vishny diventa insufficiente a garantire che gli investitori ottengano indietro i loro soldi.

Questi autori pongono un'ulteriore domanda riguardante la motivazione per cui le imprese riescano ad ottenere finanziamenti azionari in paesi che non offrono alcuna protezione agli investitori di minoranza, anche se questi paesi sono in rapida crescita.

Una possibile spiegazione è che, in un periodo di rapida crescita economica, gli effetti reputazionali e le prospettive di tornare presto al mercato dei capitali sostengono il buon comportamento fino a quando le istituzioni necessarie e la protezione legale sono messi in atto (Gomes 1996). Gli investitori possono così contare sulla reputazione nel breve periodo e sulla protezione legale nel lungo periodo, quando le esigenze dell'azienda per l'accesso ai mercati dei capitali sono minori.

1.5.4 Il consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione è la principale istituzione di governo societario.

Enriques e Volpin sostengono che il compito principale del consiglio di amministrazione sia quello di assumere e monitorare il *top management* per conto degli azionisti ed è nella posizione migliore per esaminare le operazioni con parti correlate.

Sia che le imprese siano ampiamente detenute o che siano controllate dalla famiglia, il pericolo è che i consigli di amministrazione, piuttosto che rappresentare gli interessi degli azionisti senza volto, si leghino al *management*, con cui interagiscono regolarmente, o alla famiglia, che ha il potere ultimo di selezionarli e rimuoverli.

Le norme che impongono una maggiore indipendenza degli amministratori e che definiscono le funzioni, i poteri e il funzionamento interno del consiglio - tra cui la revisione contabile, la determinazione della remunerazione dei dirigenti, l'esame delle operazioni con parti correlate e la certezza dei flussi informativi - possono conferire al consiglio di amministrazione un certo potere di contestare l'azionista dominante. Finora, tuttavia, esistono poche prove che le riforme hanno frenato gli abusi degli azionisti di controllo (Denis e McConnell, 2003).

Più recentemente, Fluck (1995) e Myers (1995) hanno presentato modelli basati sull'idea che gli azionisti possono minacciare di votare contro il manager o liquidare l'impresa e quindi i manager pagano dividendi per trattenere gli azionisti.

1.5.5 La struttura dei diritti di voto e il dovere di lealtà

Il più importante diritto legale che gli azionisti hanno è il diritto di voto su importanti questioni aziendali, come fusioni e liquidazioni, così come nelle elezioni dei consigli di amministrazione, che a loro volta godono di certi diritti nei confronti di una direzione aziendale (Manne 1965, Easterbrook e Fischel 1983). In aggiunta ad alcune protezioni legali relativamente deboli, il principale è il diritto di voto per il consiglio di amministrazione.

Questo diritto non è universale, poiché molti paesi hanno più classi di azioni ordinarie e, quindi, gli azionisti con diritti di voto inferiori ottengono proporzionalmente meno voti rispetto al loro investimento finanziario nella società.

Poiché è necessaria un'azione concertata da parte di un ampio gruppo di azionisti per esercitare il controllo tramite il meccanismo di voto, i diritti di voto hanno un valore limitato a meno che non siano concentrati. La maggior parte dei piccoli azionisti non hanno nemmeno un incentivo per essere informati sulle modalità di voto. Al contrario, quando i voti sono concentrati - sia in un grande blocco azionario o attraverso un'acquisizione - essi diventano estremamente preziose, in quanto il soggetto che controlla la concentrazione dei voti può prendere tutte le decisioni aziendali (Shleifer e Vishny, 1996). Il diritto di voto, tuttavia, si rivela costoso da esercitare e far rispettare.

In molti paesi, gli azionisti non possono votare per posta e, di fatto, non riescono ad arrivare all'assemblea degli azionisti per votare, un requisito che garantisce praticamente l'assenza di voto da parte dei piccoli investitori. Nei paesi sviluppati si può fare affidamento sui tribunali per assicurare che il voto abbia luogo, ma anche lì i manager, spesso, interferiscono

nel processo di voto e cercano di ingannare gli azionisti per sostenerli, nascondere le informazioni ai loro avversari e così via (Pound, 1988; Grundfest, 1990).

Nei paesi con sistemi legali più deboli, i diritti di voto degli azionisti sono violati in modo più evidente. I dirigenti russi minacciano gli azionisti dipendenti contro i licenziamenti a meno che questi dipendenti votino con il *management*, non comunichino agli azionisti le assemblee annuali, cerchino di impedire agli azionisti ostili di votare in base agli aspetti tecnici, e così via (Shleifer e Vishny, 1996). In sintesi, sia l'estensione legale che la tutela giurisdizionale dei diritti di voto degli azionisti differiscono notevolmente da un paese all'altro.

Altri dispositivi meno utilizzati sono le azioni con diritto di voto superiore e le partecipazioni incrociate. Le azioni con diritto di voto superiore - classi distinte di azioni con molti più voti per azione rispetto alle azioni ordinarie - consentono agli *insiders* di controllare la maggioranza dei voti nelle assemblee degli azionisti anche se possiedono solo una piccola frazione del capitale proprio dell'azienda (Randall Morck, Daniel Wolfenzon E Bernard Yeung, 2005). In molti paesi, le imprese hanno più di una classe di azioni ordinarie. Le azioni a doppia classe si riferiscono ad azioni con diritti di voto diversi. Gli azionisti pubblici investono in una classe di azioni, chiamate azioni con diritto di voto limitato, con un voto o a volte senza voti per azione. Poiché solo le azioni con diritti di voto superiori devono essere acquistate in una vendita di controllo, esse dovrebbero avere un premio di valore se il controllo fornisce benefici privati (Randall Morck, Daniel Wolfenzon e Bernard Yeung, 2005). Le partecipazioni incrociate si riferiscono ai legami orizzontali e verticali tra le società che possono rafforzare il controllo di un grande azionista finale.

In molti paesi, il diritto di voto degli azionisti è integrato da un dovere di lealtà dei dirigenti nei confronti degli azionisti: i manager hanno il dovere di agire nell'interesse degli azionisti. Sebbene l'appropriatezza di questo dovere sia spesso contestata da coloro che ritengono che i manager debbano avere anche un dovere di lealtà verso i dipendenti, le comunità, i creditori, lo Stato, ecc. (Hopt e Teubner, eds., 1985), i tribunali dei paesi OCSE hanno generalmente accettato l'idea del dovere di lealtà dei manager verso gli azionisti. C'è una buona ragione per sostenere questo, secondo Shleifer e Vishny. Gli investimenti degli azionisti sono in gran parte annegati e in genere non sono necessari ulteriori investimenti nell'azienda.

Questo non sempre è il caso dei dipendenti e persino dei creditori. I dipendenti, ad esempio, vengono pagati quasi immediatamente per i loro sforzi, e sono generalmente in una posizione migliore per svolgere il loro lavoro minacciando di lasciare l'azienda, più di quanto lo siano gli azionisti. Poiché il loro investimento è inabissato, gli azionisti hanno meno protezioni contro l'espropriazione rispetto alle altre parti interessate. Per indurli a investire, hanno bisogno di protezioni più forti, come il dovere di lealtà.

Sebbene il dovere di lealtà sia accettato in linea di principio nella maggior parte dei paesi OCSE, il rigore con cui i tribunali lo applicano varia notevolmente.

Negli Stati Uniti, i tribunali interferirebbero nei casi di furto di gestione e di deviazione dei beni, e sicuramente interferirebbero se i gestori diluissero gli attuali azionisti attraverso un'emissione di capitale proprio. È meno probabile che i tribunali interferiscano nei casi di retribuzioni eccessive, soprattutto se si tratta di contratti di opzione, e molto meno probabile indovinare le decisioni commerciali dei manager, comprese le decisioni che danneggiano gli azionisti (Shleifer e Vishny, 1996).

Secondo Shleifer e Vishny il fatto che acquisisce maggior rilievo è che gli azionisti negli Stati Uniti hanno il diritto di citare in giudizio la società, spesso utilizzando cause collettive che risolvono il problema del *free rider*, se ritengono che i manager abbiano violato il dovere di lealtà. Al di fuori dell'OCSE, il dovere di lealtà è un concetto molto più debole, almeno in parte perché i tribunali non hanno la capacità o il desiderio di interferire negli affari.

1.6 Riforme della *Governance* in Europa e negli Stati Uniti

Negli ultimi anni, Francia, Germania e Italia hanno attuato importanti riforme del diritto societario per rafforzare i meccanismi di *governance* interna, responsabilizzare gli azionisti, migliorare gli obblighi di informazione e inasprire l'applicazione delle norme pubbliche. Particolare enfasi è stata posta sulla responsabilizzazione degli azionisti di minoranza e sull'informativa, che sono gli strumenti più efficaci per contrastare gli abusi da parte degli azionisti dominanti.

Il diritto tedesco prevede una struttura a due livelli, composta da un "consiglio di sorveglianza" e un "consiglio di amministrazione". Le banche hanno tradizionalmente svolto un ruolo centrale nei consigli di sorveglianza delle società quotate, grazie alla loro partecipazione azionaria e alla loro funzione di delegati dei clienti nelle assemblee degli azionisti (Fohlin, 2005). Non sorprende che i consigli di sorveglianza, ricchi di dipendenti e rappresentanti delle banche, si siano rivelati del tutto inefficaci nel controllare la gestione (e gli azionisti dominanti) per conto di investitori esterni (Theisen, 1998).

In Francia, il potere manageriale è stato storicamente concentrato nelle mani dell'amministratore delegato che, per legge, è stato anche presidente del consiglio di amministrazione.

Almeno sulla carta, il diritto societario è stato tradizionalmente più amichevole per gli azionisti di minoranza in Francia che in Germania o in Italia.

In Italia, un collegio sindacale separato - un organo interno composto esclusivamente da membri formalmente indipendenti - ha tradizionalmente svolto le funzioni di revisione interna. Né il consiglio di amministrazione, né il collegio sindacale sono mai stati in grado di esercitare un controllo effettivo sui dirigenti (e quindi sugli azionisti dominanti che li nominano), come lo scandalo Parmalat ha chiaramente illustrato. Più in generale, il diritto societario italiano ha storicamente fornito una scarsa tutela agli investitori, mentre le istituzioni esecutive, come i tribunali o la Consob (Consob), non sono state in grado di colmare le lacune della legge (Aganin e Volpin, 2005).

Le principali riforme attuate in Europa Continentale riguardano principalmente quattro sfere: il governo societario, l'autoregolamentazione e *l'insider trading*, la remunerazione e l'informativa finanziaria.

Enriques e Volpin, inoltre che siano stati tre, i fattori principali che hanno guidato le riforme della *governance* europea continentale negli ultimi due decenni: in primo luogo, le riforme volte a rendere i mercati nazionali dei capitali più attraenti sono avvenute in un momento in cui la concorrenza internazionale per il capitale azionario era in aumento a causa della deregolamentazione, della globalizzazione e delle privatizzazioni su larga scala (Kamar, 2006). In secondo luogo, sono stati stimolati cambiamenti nell'ambito degli sforzi della Comunità europea per istituire un quadro normativo comune per i mercati finanziari europei, in particolare per quanto riguarda l'informativa (Ferran, 2004). Infine, molte delle riforme del diritto societario recentemente attuate in Europa sono arrivate in risposta agli scandali societari, compresi sia i casi ben pubblicizzati.

In Germania il consiglio di amministrazione deve ora garantire l'esistenza di adeguati sistemi di gestione dei rischi e di *audit* interno e deve riferire al consiglio di sorveglianza in merito a questioni di gestione dei rischi, *budget* e piani aziendali. La Germania ha inoltre emanato norme per facilitare le azioni legali per danni agli azionisti derivanti da violazioni dell'obbligo degli emittenti di comunicare informazioni rilevanti.

Il diritto francese ha fatto ben poco per conferire poteri al consiglio di amministrazione, se non consentire alle società di separare i ruoli di presidente del consiglio di amministrazione e di amministratore delegato.

Secondo Enriques e Volpin, buona parte delle riforme europee sono state modellate sul modello del diritto societario e dei valori mobiliari degli Stati Uniti, che dispongono di un quadro giuridico ben sviluppato per il governo societario.

Tuttavia, le differenze fondamentali nella struttura proprietaria tra l'Europa e gli Stati Uniti fanno sì che l'emulazione di leggi incentrate sul contenimento delle opportunità manageriali potrebbe non essere un modo appropriato per impedire l'autoproduzione da parte degli azionisti di controllo. Il governo societario nell'Europa continentale si differenzia tradizionalmente da quello degli Stati Uniti in due modi importanti: in primo luogo, la maggior parte delle società europee hanno azionisti di controllo, mentre la maggior parte delle società americane sono detenute da un ampio pubblico di investitori.

Negli Stati Uniti, sono gli amministratori a prendere tutte le decisioni. In Europa, gli azionisti hanno l'ultima parola su un maggior numero di emissioni, come il riacquisto di azioni proprie, il pagamento dei dividendi e le nuove emissioni. Gli azionisti europei hanno anche un

potere di gran lunga maggiore nel fissare l'ordine del giorno dell'assemblea degli azionisti (Cools, 2005).

Il governo centrale degli Stati Uniti ha svolto a lungo un ruolo molto più importante nella regolamentazione del governo societario rispetto alla Comunità europea sull'altra sponda dell'Atlantico. Al contrario, la Comunità Europea, nonostante il suo potere di emanare regolamenti e direttive vincolanti in materia di diritto societario, ha tradizionalmente avuto un impatto molto minore sul governo societario delle imprese europee (Enriques, 2006).

Inoltre, la regolamentazione statunitense in materia di valori mobiliari prevede un sistema di pubblicità obbligatoria che è tradizionalmente molto più completo di quello europeo.

In Europa, l'applicazione delle norme è nelle mani degli Stati membri, che sono stati tradizionalmente tutt'altro che aggressivi nell'affrontare le violazioni delle leggi sulle società e sui valori mobiliari attraverso l'applicazione delle norme pubbliche. In assenza di ostacoli legali di lunga data e di ostacoli legali al contenzioso con gli azionisti, l'applicazione privata dei doveri di direzione è per lo più rara.

1.6.1 La legge Draghi

La consapevolezza del dibattito sul governo societario ha portato gli studiosi italiani di diritto societario ad abbandonare definitivamente il paradigma secondo il quale gli azionisti di minoranza non avevano alcun interesse ad ottenere la concessione di diritti di *governance*. In tale ottica, dal momento che la partecipazione degli azionisti di minoranza nelle società era puramente finanziaria e dal momento che si sosteneva si comportassero in

modo apatico, essi non avevano alcun incentivo ad esercitare i diritti di *governance* se non a fini di ricatto.

L'unica protezione di cui potevano realmente beneficiare era l'obbligo di pubblicità e l'applicazione da parte di un'autorità di regolamentazione dei valori mobiliari (Enriques, 2009). Questo è il paradigma che ha portato alla creazione della Consob (la S.E.C. italiana) nel 1974.

La crescente presenza di investitori istituzionali, anche in Italia, e una migliore comprensione del valore del diritto di voto ha portato gli studiosi italiani di diritto societario, primo fra tutti Disiano Preite, a riconoscere che i diritti di *governance* e i rimedi per gli azionisti avrebbero contribuito a sviluppare un mercato azionario che riduceva le possibilità di *tunneling* da parte degli addetti ai lavori e attirava così investitori istituzionali.

In linea di massima, la legge Draghi del 1997 ha semplificato il quadro giuridico per le offerte di titoli, le offerte pubbliche di acquisto, gli obblighi di comunicazione e le società di revisione contabile. Agli azionisti di minoranza che rappresentavano una soglia minima (compresa tra l'1% e il 10% delle azioni in circolazione) vennero concessi diritti di *governance* e rimedi precedentemente non disponibili o soglie di proprietà più elevate.

Per quanto riguarda le funzioni di revisione contabile, la legge ridisegnò completamente il ruolo, la composizione e i poteri del collegio sindacale - organo interno della società di revisione contabile -: la rappresentanza delle minoranze fu conferita in seno al collegio (almeno sulla carta), i suoi poteri e i poteri dei singoli membri furono rafforzati e la sua missione fu chiarita imponendogli di concentrarsi sui controlli interni.

La legge Draghi ha imposto alla Consob di rivedere e ripensare le regole e gli schemi di regolamentazione degli emittenti nel nuovo contesto di maggiore interesse pubblico per la tutela degli investitori. Ciò ha portato a una revisione degli obblighi di comunicazione per gli emittenti, traendo esplicitamente ispirazione dai regimi di comunicazione degli Stati Uniti e del Regno Unito. Con l'emanazione del Regolamento Emittenti Consob, l'Italia è diventata il primo paese principale dell'Europa continentale ad esigere la piena divulgazione dei compensi dei singoli amministratori. Fino ad allora, secondo le direttive europee, dovevano essere resi noti solo i compensi complessivi degli amministratori.

L'articolo 114, comma 2, ha chiarito per la prima volta che gli obblighi di informativa continuativa si applicano indipendentemente dalla struttura organizzativa di un dato emittente, sia esso un'unica entità o una società che controlla altre società. Gli emittenti devono infatti incaricare le società controllate di fornire tutte le informazioni che devono essere divulgate. Prima di allora, si sosteneva che gli amministratori di società controllate da una società quotata in borsa avessero un obbligo di riservatezza che impediva loro di comunicare informazioni alla casa madre, indipendentemente dalla rilevanza per gli investitori.

Una delle idee chiave della Legge Draghi era che la crescente istituzionalizzazione della proprietà azionaria giustificava la concessione di una maggiore voce in materia di *governance* agli azionisti di minoranza.

Come già accennato in precedenza, l'opinione tradizionale era che il tipico azionista di minoranza, un individuo, non avrebbe mai esercitato un diritto di *governance* se non abusivamente per estorcere tangenti alla società o ai suoi azionisti di maggioranza (ad esempio ponendo ripetute e preoccupanti domande in assemblea). La legge Draghi aveva anche lo

scopo di rilanciare l'assemblea degli azionisti. A tal fine, ha esteso i diritti di decisione degli azionisti cercando di rendere più facile e meno costoso l'esercizio del diritto di voto.

Dieci anni prima, Marcello Bianchi ed Enriques avevano valutato se tali diritti di *governance* avrebbero avuto un impatto sull'attivismo degli investitori istituzionali attraverso l'efficace rafforzamento della loro posizione negoziale nei confronti dei soggetti interni all'azienda. All'epoca, notarono che le soglie richieste per l'esercizio dei diritti di *governance* erano in molti casi troppo elevate al fine di consentire agli investitori istituzionali di minacciare in modo credibile di utilizzarle, soprattutto individualmente. Talvolta erano realizzate addirittura in modo tale da risultare inefficaci e, quindi, inutili come strumenti negoziali.

Una nuova disposizione di *governance* della Legge Draghi fu quella di individuare uno strumento efficace per tutelare gli azionisti di minoranza: la regola che richiede una maggioranza dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea per deliberare speciali, compresi tutti gli emendamenti allo statuto, le nuove emissioni di azioni, le fusioni e così via. Infine, un'innovazione potenzialmente significativa è stata l'idea di riservare un seggio nel collegio sindacale a candidati di minoranza.

Enriques afferma che nel caso in cui la finalità della legge fosse stata quella di aumentare il numero di società a partecipazione diffusa, i dati mostrano che si tratterebbe di una azione fallimentare (vedi tabella 2).

Tabella 2

Percentuale di società a partecipazione diffusa (secondo varie definizioni) su società quotate.

Fonte: Enriques L., (2009), "Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?", Working Paper, 123/2009.

Anno	1990	1998	2007
Partecipazione azionaria maggiore <30%.	12,0%	26,9%	28,4%
Partecipazione azionaria più grande <25%.	10,3%	22,7%	21,8%
Titoli variabili >70%.	0,9%	9,7%	7,4%
di cui cooperative	0,0%	4,6%	2,3%

Dati Consob al 31 dicembre 2007

Enriques sostiene che il valore costantemente elevato dei vantaggi privati del controllo è una spiegazione molto più pertinente del motivo per cui le imprese pubbliche siano ancora rare rispetto a quanto possano essere le regole sulle acquisizioni.

Enriques sostiene che la legge Draghi abbia rafforzato, tuttavia, i criteri di indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione, ne abbia aumentato i poteri e ne abbia chiarito compiti e doveri; affrontando molte delle questioni chiave di *corporate governance*, i responsabili politici sono riusciti a segnalare la loro consapevolezza delle esigenze di tutela degli investitori e a fornire agli azionisti migliori strumenti di *governance* per tutelare i loro interessi.

1.6.2 Rafforzamento dei meccanismi di *governance* interna recenti in Italia

Nella riforma del diritto societario italiana del 2003, gli amministratori devono ora comunicare all'intero consiglio di amministrazione e al collegio sindacale qualsiasi interesse diretto o indiretto che essi possano avere in un'operazione. Per le operazioni in cui l'amministratore delegato ha un interesse è necessaria l'approvazione preventiva del consiglio di amministrazione. Mentre gli amministratori interessati non sono tenuti ad astenersi dal voto, la delibera consiliare deve "spiegare adeguatamente le ragioni dell'operazione e i benefici che ne derivano per la società".

Dal 2005 al 2008 sono state apportate ulteriori importanti modifiche alle leggi sul governo societario.

In primo luogo, l'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato ha fornito l'occasione per rivedere le sanzioni per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato (frode sui titoli), rendendole molto più severe di prima, e per aumentare i poteri investigativi dei pubblici ministeri e della Consob in relazione a tali reati.

In secondo luogo, le norme comunitarie che impongono agli addetti ai lavori di segnalare le loro operazioni sono state estese anche ai principali azionisti (azionisti di controllo e azionisti che detengono più del 10% delle azioni), in modo da rispecchiare adeguatamente le strutture di proprietà e di controllo dell'Italia.

1.7 Sviluppo dei mercati in relazione alla *Civil Law* e alla *Common Law*

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) e altri propongono che le antiche tradizioni giuridiche, stabilite secoli o addirittura millenni fa attraverso l'occupazione coloniale, l'invasione o la dominazione economica, influenzano ancora i livelli di corruzione generale, l'efficienza giudiziaria e i diritti legali fondamentali.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) fanno eco a Friedrich Hayek (1960) nel proporre che, nei paesi della *Civil Law*, che subordinano i tribunali allo Stato, le élite utilizzino il sistema giudiziario per radicarsi.

Al contrario, le tradizioni della *Common Law* hanno magistrature più indipendenti che proteggono i proprietari privati dallo Stato.

Un'altra differenza è che i sistemi di *Common Law*, basati su precedenti continuamente reinterpretati, sono migliori delle tradizioni della *Civil Law* nell'adattarsi alle mutevoli circostanze sociali ed economiche.

Nell'ultimo lavoro giuridico e finanziario di La Porta et al.,⁶ si ha l'impressione che al centro della loro stessa tesi ci sia l'idea che la cultura politica e giuridica dei paesi di *Common Law* sia più favorevole allo sviluppo dei mercati dei capitali rispetto a quella dei paesi della *Civil Law*. Vale quindi la pena di chiedersi quali caratteristiche della tradizione della *Common Law* siano più favorevoli allo sviluppo finanziario rispetto a quelle della tradizione del *Civil*

⁶ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., "The Economic Consequences of Legal Origins", 46, J. Economic Literature, 285 (2008).

Law e chiedersi poi se un *policymaker* riformista possa fruttuosamente concepire di trapiantarle.

Secondo Enriques ci sono due caratteristiche culturali nei paesi di *Common Law* che hanno un chiaro legame con lo sviluppo finanziario, una politica e una giuridica.

Dal punto di vista politico, un maggiore rispetto per la proprietà privata da parte dei politici caratterizza, storicamente, l'esperienza dei paesi di *Common Law*.

Dal punto di vista giuridico, la tradizione del paese (o almeno negli Stati Uniti) è che gli avvocati e i tribunali antepongano la sostanza alla forma e la funzione sulla dottrina.

1.8 Influenza delle tradizioni politiche, religiose e culturali sulla possibilità di entrenchment

Rajan e Zingales (2003) sostengono che le diverse tradizioni politiche, giuridiche e culturali influenzano la possibilità di entrenchment.

Una cultura politica più favorevole al mercato avrebbe un impatto sulla competitività dei mercati italiani dei capitali molto più forte di quanto non potrebbe mai fare una riforma del diritto societario. Infatti, l'ingerenza persistente e bipartito dei politici nell'assegnazione dei diritti di controllo nelle società quotate e il loro impegno chiaro e credibile a mantenere il controllo in mani italiane, qualora uno straniero lanci un'offerta ostile (o addirittura amichevole) su una qualsiasi grande società italiana, rende intuitivamente meno attraente l'investimento in società quotate italiane.

Secondo Randall Morck, Daniel Wolfenzon E Bernard Yeung anche la tradizione democratica è molto importante. Le tradizioni democratiche sono opera di decenni e secoli, e quindi possono essere considerate esogene, almeno rispetto ai fenomeni economici più effimeri.

Un altro importante complemento alla democrazia, che probabilmente aumenta anche i costi della corruzione, è una stampa libera e indipendente.

Una stampa libera espone e critica gli *insider* politici che danno più valore ai pagamenti collaterali che agli obiettivi sociali ed espone anche il controllo delle estrazioni di benefici privati da parte di *insider*. Infine, una stampa libera informa gli esterni, rendendoli meno manipolabili e rendendo meno efficace l'attività di *lobbying* degli addetti ai lavori. Dyck e Zingales (2002) dimostrano che una stampa indipendente e libera mitiga i furti da parte degli addetti ai lavori. Tuttavia, Djankov, Clara McLeish, Nenova e Shleifer (2003) dimostrano che i media sono praticamente controllati ovunque dallo Stato o da poche famiglie benestanti. Se queste famiglie fanno parte di *élite* oligarchiche, il ruolo di guardiano della stampa può essere seriamente compromesso, nonostante sembri libero da interferenze dello Stato.

Oltre alla democrazia e alla stampa libera, sembra importante disporre di un sistema giudiziario efficiente e indipendente.

Anche istituzioni meno tangibili, come la cultura e i costumi, possono essere importanti. Ad esempio, se un paese fornisse un'istruzione di base solida, ciò potrebbe avere una rilevanza notevole: gli azionisti esterni meglio istruiti sono in grado di comprendere meglio e di partecipare ai dibattiti politici e una popolazione meglio istruita probabilmente genera anche imprenditori esterni più capaci e politicamente più astuti.

Max Weber (1958), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997), e altri sostengono che anche la religione, forse la più intangibile delle istituzioni, assume grande importanza, con alcune religioni più favorevoli al commercio e alla finanza rispetto ad altre. Weber (1958) sostiene che la religione protestante, più specificamente la Riforma Calvinista, enfatizzando la responsabilità individuale, ha favorito un cambiamento culturale che ha favorito l'imprenditoria rispetto alle *élite* ereditarie. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) sostengono che le religioni gerarchiche, che definiscono per includere il cattolicesimo romano e l'Islam, siano meno favorevoli alla crescita delle grandi imprese pubbliche. Come Weber, sottolineano l'importanza delle istituzioni culturali, che incoraggiano l'iniziativa individuale, e la cooperazione tra individui indipendenti.

Stulz e Rohan Williamson (2003) mostrano che la religione principale di un paese (*proxy* per la cultura) aiuta a prevedere le variazioni dei diritti di credibilità a livello nazionale. Ad esempio, i paesi cattolici offrono ai creditori diritti più deboli rispetto ad altri paesi; e le imprese dei paesi cattolici utilizzano meno debiti a lungo termine. La religione in realtà prevede che i diritti dei creditori di un paese siano più importanti dell'apertura al commercio internazionale, alla lingua, al reddito pro capite e persino all'origine legale.

Da un altro punto di vista, il ruolo centrale che la politica ha ancora nelle attività economiche, sia attraverso la regolamentazione che attraverso l'interferenza informale, rende prezioso per le società quotate avere azionisti dominanti che mediano con i politici anche nell'interesse degli azionisti di minoranza. In altre parole, in un tale contesto, gli azionisti dominanti sono il male minore: poiché resistono meglio di quanto possano fare i manager non proprietari, la proprietà (insieme ai legami politici) conferisce agli azionisti dominanti la legittimità sociale e politica necessaria per difendere l'impresa. L'impossibilità di fare a

meno degli azionisti dominanti (politicamente ben collegati) nuoce anche all'efficiente allocazione del controllo e al funzionamento del *market for corporate control* come strumento disciplinare, perché nessuno straniero può aspirare a svolgere tale ruolo e tanto meno a svolgerlo efficacemente.

Purtroppo, poco o nulla può essere fatto per cambiare la cultura politica ampiamente prevalente - quella ostile al mercato -, ma si può effettivamente pensare di modernizzare la cultura giuridica italiana nel lungo periodo.

1.9 Canali attraverso cui governo societario può migliorare le prestazioni

Per un gran numero di società di diversi paesi, Claessens e Bruno analizzano come le pratiche di *Corporate Governance* aziendale e i regimi normativi nazionali interagiscono in termini di valutazione delle società e confermano che la *corporate governance* svolge un ruolo cruciale per un efficiente monitoraggio aziendale e per la tutela degli azionisti e, di conseguenza, ha un impatto positivo sulla valutazione. Questi studi hanno evidenziato quali aspetti dei regimi giuridici e delle principali pratiche di governo societario possono migliorare le prestazioni e hanno esaminato i canali attraverso i quali il governo societario può migliorare le prestazioni.

Il governo societario dovrebbe limitare i benefici privati e l'espropriazione da parte dei proprietari controllanti. Un migliore governo societario significa anche un migliore monitoraggio del management, che può tradursi in prestazioni aziendali più elevate.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997b, 1998) costruiscono un indice dei diritti degli azionisti pubblici sommando i diritti legali: il diritto di voto per corrispondenza, il

diritto di vendere azioni prima dell'assemblea, il diritto di voto cumulativo, il diritto di citare in giudizio gli amministratori, il diritto di prelazione su nuove emissioni e il diritto di convocare assemblee straordinarie. Tale indice è utilizzato in molti studi empirici e viene denominato LLSV.

La Porta et al. (1997, 1998, 2000) mostrano che una maggiore protezione degli investitori a livello nazionale è associata ad un maggiore accesso ai finanziamenti, ad un maggiore sviluppo dei mercati dei capitali e ad una valutazione più elevata. A partire da Gompers, Ishii e Metrick (2003), numerosi studi hanno indagato come le diverse pratiche di governo societario a livello aziendale all'interno di un singolo paese influenzano gli azionisti, gli obbligazionisti e gli investitori e più in generale il comportamento e la performance aziendale.

Claessens e Bruno ritengono essere importante studiare contemporaneamente sia il regime di governo societario a livello nazionale che le pratiche di governo societario.⁷

In primo luogo, sostengono che le scelte specifiche di governo societario della società devono essere considerate alla luce del livello del regime di governo societario a livello nazionale. Ad esempio, in due società simili che applicano esattamente le stesse pratiche di *governance*, ma con sede in due paesi diversi le pratiche di governo societario possono essere valutate diversamente dagli investitori a seconda che siano richieste o adottate volontariamente.

Oppure gli azionisti possono considerare alcuni aspetti del regime giuridico come sostituti della prassi di governo societario e valutare le pratiche di governo societario in modo

⁷ Bruno V., Claessens S., (2007), "Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?", Paper 4140

diverso a seconda del regime giuridico del paese. Oppure, *ceteris paribus*, gli azionisti possono preferire di investire in società il cui paese di costituzione garantisce una migliore protezione in caso di controversie legali, indipendentemente dalle pratiche di governo societario (Bruno, Claessens, 2007).

Questi autori sostengono, inoltre, che gli azionisti istituzionali e le società, se insoddisfatti del regime giuridico e delle pratiche di governo societario del paese, possono esercitare pressioni per modificare il regime.

In sintesi, sia la forza della protezione del paese che le pratiche di governo societario delle imprese sono aspetti di cui tener conto nello studio dell'impatto del governo societario. Claessens e Bruno ritengono che la regolamentazione possa nuocere alla valutazione, coerentemente con l'ipotesi che una regolamentazione eccessiva possa nuocere all'iniziativa manageriale e generare minori rendimenti. Ciò ha conseguenze importanti dal punto di vista normativo. Se esiste già un'elevata protezione degli investitori sotto forma di consigli di amministrazione forti, indipendenti e favorevoli agli azionisti, come per la media delle società americane, vi è meno valore per aumentare l'onere normativo. Al contrario, se le imprese di un determinato paese adottano pratiche di governo societario deboli, l'intervento normativo sarà definitivamente vantaggioso. È il caso, ad esempio, delle società italiane e belghe, che si collocano ben al di sotto della media complessiva del campione per il livello di *entrenchment* e indipendenza dei consigli di amministrazione, o per l'esistenza e l'indipendenza dei comitati consiliari (Claessens, Bruno, 2007).

Il fatto che una regolamentazione forte non significhi necessariamente una regolamentazione ottimale ha importanti implicazioni politiche. Valutando l'impatto dei diversi canali

di governo societario, un decisore politico può decidere se intervenire è un modo efficace per migliorare le prestazioni delle società e i rendimenti degli azionisti.

Ad esempio, Gompers, Ishii e Metrick (2003) trovano che più le disposizioni *anti-takeover* che una società ha nel suo statuto, minore è la sua *performance*.

La letteratura ha individuato alcuni esempi di contro-effetti di un forte governo societario. Gillan, Hartzell e Starks (2003) sottolineano che c'è una differenza tra un forte governo societario e un governo societario ottimale, in quanto un governo societario più forte non significa necessariamente un miglioramento delle prestazioni e un aumento del valore, perché i costi possono compensare i benefici. Burkart, Gromb e Panunzi (1997) sostengono in particolare che un eccessivo monitoraggio e protezione giuridica possono danneggiare l'iniziativa manageriale e di conseguenza generare rendimenti e valutazioni inferiori. Inoltre, sostengono che i vincoli imposti ai manager attraverso il monitoraggio possono essere costosi proprio perché la discrezione manageriale comporta dei benefici. Il manager è meno incline a mostrare iniziativa, come la ricerca di nuovi progetti di investimento, quando gli azionisti sono più propensi a interferire. Sulla stessa linea, Boot et al. (2006) trovano che i controlli di *corporate governance* possono talvolta impedire al *management* di fare ciò che vuole.

In altre parole, c'è un compromesso tra i vantaggi del monitoraggio e quelli dell'iniziativa manageriale e un monitoraggio eccessivo può quindi essere inefficiente.

Inoltre, vi sono prove almeno aneddotiche del fatto che l'attuazione delle pratiche di governo societario può non essere il risultato di una contrattazione ottimale, ma di pressioni esterne. Sempre più spesso, l'opinione pubblica, la stampa e gli investitori istituzionali

considerano il governo societario un esercizio di "tick-box", in cui più caselle sono state spuntate, meglio è (Arcot e Bruno, 2006). È quindi importante che l'azienda si leghi in modo credibile ad una *Corporate Governance* di qualità superiore (Doidge et al., 2004).

Un'altra variabile importante che influisce sull'impatto del governo societario sulla valutazione delle società può essere la dimensione. Nella letteratura sul governo societario, alcune teorie e prove empiriche implicano che un governo societario forte è più vantaggioso per le imprese più grandi che per le piccole imprese. Ad esempio, Chhaochharia e Grinstein (2006) ritengono che una regolamentazione eccessiva possa essere particolarmente controproducente per le piccole imprese, dove i costi per conformarsi alle regole di governo societario superano molto probabilmente i benefici. Le piccole imprese possono avere migliori opportunità di crescita e questo si riflette in una valutazione più elevata (Shin e Stulz, 2000). Le imprese più vecchie e più grandi tendono ad avere un rapporto più basso tra valore di mercato e libro (Durnev e Kim, 2005).

I dati sul governo societario per lo studio provengono dall' Institutional Shareholder Services (ISS). ISS raccoglie informazioni sul governo societario di circa 5300 società statunitensi e 2400 società non statunitensi provenienti da Canada, Europa, Asia orientale e Pacifico per il periodo 2003-2005.

Tra le altre cose, ISS raccoglie informazioni sulla composizione e l'indipendenza degli organi di amministrazione e dei comitati, sul livello di coinvolgimento degli azionisti nelle decisioni della società, sugli accordi di remunerazione e sui rapporti con i revisori dei conti.

Sulla base di questi dati, si riscontra la presenza, in tutti i 23 paesi, principalmente di tre canali di governo societario che sono associati positivamente e significativamente alla

performance: la protezione degli azionisti di minoranza a livello nazionale, il grado di indipendenza del consiglio di amministrazione e l'esistenza e l'indipendenza dei comitati consiliari.

Sulla base delle disposizioni di cui sopra e sulla base di un precedente lavoro comune e di un'analisi teorica, Bruno e Claessens costruiscono cinque indici principali diversi.

In primo luogo, l'indice dei comitati. I codici di buone pratiche sottolineano l'importanza dei comitati come strumento di governo societario, l'indice risultante, COMM1, considera quindi solo l'esistenza o meno di un comitato, e varia da 0 a 4.

Tuttavia, i codici di governo societario sostengono anche un certo grado di indipendenza dei membri del comitato e viene creato quindi un altro indice che attribuisce punti per la rigorosa indipendenza dei comitati per le nomine, le retribuzioni e la revisione contabile: l'indice COMM2 che ne risulta varia da 0 a 3.

In secondo luogo, l'indice di trincea. Seguendo Bebchuk et al. (2004), viene attribuito un punto ciascuno se una società non ha in atto "pillole avvelenate" e se il consiglio di amministrazione viene eletto annualmente, se è richiesta la maggioranza per le fusioni e se è richiesta la maggioranza per gli emendamenti (nessuna supermaggioranza). L'indice risultante (BEBCHUK) varia da 0 a 4.

In terzo luogo, l'indice di indipendenza del consiglio di amministrazione. Viene costruita una dummy INDEP1 che prende 1 se un consiglio di amministrazione è composto da una maggioranza di membri indipendenti, come giudicato dalla ISS.

Viene utilizzato così l'indice INDEP2, che dà punti se non c'è un ex amministratore delegato nel consiglio di amministrazione e c'è una maggioranza di amministratori indipendenti nel

consiglio (con l'indice che varia da 0 a 2), e l'indice INDEP3 che, oltre all'INDEP2, considera se l'amministratore delegato e il presidente sono separati o meno (con l'indice che varia da 0 a 3).

Un ulteriore indice è l'indice di trasparenza. Vengono attribuiti punti se i revisori dei conti sono ratificati all'ultima riunione annuale, se i corrispettivi sono esclusivamente corrispettivi di revisione contabile e se l'Amministratore Delegato non è coinvolto in operazioni con parti correlate. L'indice TRASP va da 0 a 3.

Infine, l'indice di compensazione. Viene attribuito, quindi, un punto se gli azionisti hanno il potere di approvare i piani di stock options, se il repricing è vietato, e se la media delle opzioni assegnate negli ultimi tre anni in percentuale delle azioni di base non ha superato il 3%. L'indice COMP varia da 0 a 4.

Delle 7078 osservazioni totali nel dataset ISS, Bruno e Claessens escludono le società finanziarie e le società di paesi senza l'indice di La Porta et al. (1997, 2006) o per i quali abbiamo solo un anno di osservazione.

Le società statunitensi tendono ad avere tutte e quattro comitati nel consiglio di amministrazione (in media COMM1=3,94), simili a società canadesi (COMM1=3,82). In fondo, in termini di comitati consiliari, troviamo società danesi (COMM1=0,11) e austriache (COMM1=0,31). Le imprese danesi si distinguono anche per l'assenza di comitati indipendenti (COMM2=0), mentre anche in questo caso le imprese statunitensi (COMM2=2=2,66) e canadesi (COMM2=1,97) sono ben al di sopra della media del campione di COMM2=1,04. Le aziende di Hong Kong (BEBCHUK=2,06) tendono a dare più potere decisionale agli azionisti. Per quanto riguarda l'indipendenza dei consigli di amministrazione, le aziende italiane

e giapponesi sono chiaramente in fondo alla classifica di tutti e tre gli indicatori di *corporate governance* (INDEP1, INDEP2, INDEP3). L'indice TRASP non varia molto da un paese all'altro. Infine, le imprese canadesi (COMP=3.42) e britanniche (COMP=3.29) tendono ad essere più severe in materia di compensazione. Le società sono di grandi dimensioni, con un patrimonio totale medio di 10 milioni di dollari e un fatturato totale medio di 7,9 milioni di dollari.

È utilizzata la Q di Tobin come principale misura delle prestazioni e viene costruita seguendo il metodo in Kaplan e Zingales (1997) e successivamente anche in Gompers et al. (2003). In particolare, la Q di Tobin è definita come il valore di mercato delle attività diviso per il valore contabile delle attività, dove il valore di mercato delle attività è calcolato come valore contabile delle attività più il valore di mercato delle azioni ordinarie meno la somma del valore contabile delle azioni ordinarie e delle imposte differite a bilancio.

La Q media di Tobin delle aziende del campione è di 1,67.

Bruno e Claessens riprendono la Q di Tobin sugli indicatori del governo societario delle imprese e sulla forza del contesto giuridico, controllando al contempo le caratteristiche dell'industria, del tempo e di altre imprese, nel periodo 2003-2005.

In particolare, valutano la seguente regressione OLS transnazionale con effetti fissi nel tempo e nell'industria

$$Y_{i,t}^C = \alpha + \beta_1 * LLSV^C + \beta_2 * CG_{i,t}^C + \gamma * LLSV^C * CG_{i,t}^C + (Firm\ controls)_{i,t}^C + \varepsilon_{i,t}^C \quad (1)$$

dove Y è la Q di Tobin, la variabile paese LLSV è l'indice per la protezione degli azionisti di minoranza La Porta et al. (1998), rivisto da Djankov et al. (2006), mentre CG è il vettore

degli indicatori di governo societario sopra descritti. E in termini di indici, c è il paese, i è l'azienda, e t è tempo.

Di fronte alle osservazioni mancanti, viene considerata innanzitutto l'associazione degli indici COMM1, BEBCHUK e INDEP1 con la Q di Tobin, in quanto questi tre indici hanno il maggior numero di osservazioni (Tabella 3).

Claessens e Bruno controllano per le consuete variabili associate alla performance, alle dimensioni, alla tangibilità dei beni e alle negoziazioni in altre borse, per le quali viene utilizzato il logaritmo delle vendite (LOG_SALES in US\$), il rapporto tra immobili, impianti e macchinari (PPE_SALES) e vendite, e una variabile binaria pari a 1 se un'azienda negozia *American Depository Receipts* (ADRs).⁸

Tabella 3

Questa tabella riporta le regressioni OLS della Q di Tobin a livello nazionale per la protezione degli azionisti di minoranza (LLSV), gli indicatori di *corporate governance* (LLSV, COMM1, BEBCHUK, INDEP1), i loro termini di interazione e i vari controlli (il logaritmo delle vendite (LOG_SALES), il rapporto proprietà-impianti-attrezzature-vendite (PPE_SALES), e una variabile binaria pari a uno se una società ha negoziato (ADRs). Le regressioni vengono eseguite con effetti fissi del settore SIC a 2 cifre, effetti fissi nel tempo e robusti errori standard raggruppati a livello nazionale (tra parentesi). I livelli di significatività sono indicati con *, ** e *** rispettivamente per il 10%, 5% e 1%.

Fonte: Bruno V., Claessens S., (2007), "Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?", Paper 4140

⁸ La ricevuta di deposito americana (ADR) è un certificato negoziabile emesso da una banca depositaria degli Stati Uniti che rappresenta un determinato numero di azioni o un minimo di un investimento in azioni di una società straniera. L'ADR viene negoziato sui mercati negli Stati Uniti come farebbe qualsiasi azione. <https://www.investopedia.com/terms/a/adr.asp>

Dependent variable	Tobin's Q						
	I	II	III	IV	V	VI	VI
LLSV	0.093 (0.077)	0.120 (0.087)	0.076 (0.048)	0.224* (0.119)	0.197*** (0.061)	0.197*	0.328** (0.144)
COMM1	0.514*** (0.129)			0.484*** (0.135)		0.444*** (0.105)	0.429*** (0.127)
BEBCHUK		0.615*** (0.200)		0.449* (0.237)	0.41* (0.207)		0.416* (0.219)
INDEP1			1.937*** (0.432)		1.848*** (0.438)	1.002*** (0.257)	0.973*** (0.265)
COMM1* LLSV	-0.098*** (0.032)			-0.091** (0.035)		-0.089*** (0.030)	-0.087** (0.037)
BEBCHUK * LLSV		-0.148** (0.064)		-0.118 (0.075)	-0.107 (0.065)		-0.111 (0.069)
INDEP1 * LLSV			-0.395*** (0.096)		-0.374*** (0.097)	-0.207*** (0.066)	-0.198*** (0.067)
LOG_SALES	-0.146*** (0.020)	-0.097** (0.038)	-0.146*** (0.019)	-0.151*** (0.021)	-0.155*** (0.020)	-0.162*** (0.162)	-0.169*** (0.019)
PPE_SALES	-0.078*** (0.014)	-0.065*** (0.012)	-0.074*** (0.013)	-0.074*** (0.014)	-0.071*** (0.012)	-0.076*** (0.014)	-0.072*** (0.013)
ADR	0.159** (0.069)	0.031 (0.150)	0.133 (0.085)	0.184** (0.063)	0.159* (0.080)	0.178** (0.070)	0.200*** (0.071)
Year fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry fixed effects	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Obs.	5416	5226	4724	5226	4591	4724	4591
Number of countries	23	23	23	23	23	23	23
R-squared	0.20	0.16	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22

Considerando separatamente i tre indici, si deduce che l'esistenza di comitati consiliari, la mancanza di radicamento a livello di consiglio e l'indipendenza del consiglio sono positivamente associati ad una valutazione superiore.

I termini di interazione con LLSV sono tutti negativi e significativi, il che significa che l'impatto di queste pratiche di governo societario a livello aziendale è minore quando la protezione degli investitori a livello nazionale è già elevata. L'entità complessiva dell'impatto della riforma giuridica dipende quindi dal grado di governo societario in vigore a livello di consiglio di amministrazione, e in particolare, la tutela dei paesi investitori è tanto meno rilevante quanto migliore è già il governo societario.

Gli autori considerano l'impatto di un aumento di un punto in COMM1 sulla Q di Tobin: questo è pari a $0.429 - 0.087 \times \text{LLSV}$, il che significa che se LLSV è 5, come nel caso del metodo nel caso del Regno Unito, l'impatto è approssimativamente nullo. Ciò suggerisce che la costituzione di comitati consiliari è quasi irrilevante quando la protezione degli investitori è già elevata a livello nazionale.

Ciò non è vero, tuttavia, se si considera il grado di indipendenza del consiglio di amministrazione INDEP1, in quanto l'effetto complessivo è ancora positivo anche quando l'indice LLSV è a 5.

Effettuando diversi controlli di robustezza, valori elevati della Q di Tobin possono essere innescati da circostanze speciali non colte da altre variabili, compresi gli effetti fissi del settore. Questo può essere il caso, ad esempio, delle imprese ad alta tecnologia, che per loro natura sono associate ad una valutazione più elevata.

Vengono controllate, inoltre, le differenze nei sistemi giuridici che potrebbero non essere interamente colte dall'indice LLSV. In effetti, le diverse pratiche di governo societario potrebbero essere dovute alle diverse normative nazionali esistenti e alle differenze tra le tradizioni storiche dei vari paesi. Ad esempio, le aziende britanniche ed europee sono caratterizzate da un sistema di regolamentazione flessibile, noto come "comply or explain", per cui le aziende non sono tenute a rispettare la legge. Al contrario, le imprese statunitensi e canadesi seguono una tradizione di disposizioni legislative piuttosto che di pratiche normative.

Vengono controllate, inoltre, queste differenze istituzionali aggiungendo *dummy* per i continenti Europa, Asia e America. L'impatto negativo di una forte regolamentazione è ancora

confermato. Come ulteriori verifiche di robustezza, includendo tre ulteriori variabili di controllo nell'equazione (1) - la crescita annuale delle vendite per controllare le opportunità di crescita, il rapporto tra spese in conto capitale e vendite per controllare le opportunità di investimento e il rapporto debito/patrimonio netto per la leva finanziaria e il grado di monitoraggio dei finanziatori del debito - i risultati ottenuti confermano le prove di cui sopra. Eseguendo anche una regressione escludendo le società con struttura di capitale a doppia classe, i risultati non cambiano.⁹ I coefficienti dei termini di interazione sono ancora una volta negativi e significativi, suggerendo così un maggiore impatto in caso di minore protezione degli investitori.

Viene esaminato, inoltre, se altre caratteristiche di *corporate governance* aziendale, come quelle degli indici INDEP2, INDEP3, TRANSP e COMP, sono significativamente associate alla Q di Tobin. Tali indici sono più raffinati perché considerano, ad esempio, altri aspetti di indipendenza piuttosto che semplicemente la percentuale di membri indipendenti nel consiglio di amministrazione. Tuttavia, il campione si riduce del 30-50% e questi risultati devono quindi essere considerati con alcune avvertenze. Gli indici INDEP2 e INDEP3 non sono mai significativi, il che suggerisce che, in termini di indipendenza, ciò che conta è l'effettiva indipendenza a livello di consiglio di amministrazione piuttosto che altre questioni come la

⁹ Bebchuk et al. (2004) escludono le imprese con una struttura a doppia classe, sostenendo che in queste società il possesso di diritti di voto superiori potrebbe essere sufficiente a fornire agli operatori storici un potente meccanismo di radicamento che rende relativamente irrilevanti altre disposizioni di *entrenchment*

separazione dei ruoli di CEO e presidente del consiglio di amministrazione. TRANSP e COMP non sembrano avere impatto sulla *performance*.

Infine, viene analizzato l'impatto dei tre indici relativi alla composizione e al livello di indipendenza dei comitati consiliari, riprendendo l'equazione (1), aggiungendo i tre indici dei comitati e l'indice di radicamento uno per uno. L'inclusione simultanea di variabili altamente correlate, come l'indipendenza del consiglio di amministrazione e dei comitati, potrebbe creare problemi di multicollinearità e sottovalutare gli errori standard reali.

In primo luogo, considerando COMM1 e COMM2 separatamente il coefficiente di COMM2 è superiore al coefficiente di COMM1, il che evidenzia un impatto maggiore dell'indipendenza dei comitati piuttosto che della loro semplice esistenza. I coefficienti dei termini di interazione sono ancora una volta negativi e significativi, suggerendo un maggiore impatto in caso di minore protezione degli investitori. Come in precedenza, un aumento dell'indice LLSV è associato ad una diminuzione della Q di Tobin quando le pratiche di *corporate governance* della società suggeriscono già un elevato livello di protezione. Tutti i risultati di cui sopra sono robusti all'inclusione di *dummy* continentali e di ulteriori variabili di controllo.

In conclusione, Claessens e Bruno hanno analizzato come e attraverso quali canali la *corporate governance* aziendale influisce sulla *performance*. Coerentemente con gli studi esistenti, essi verificano che la *Corporate Governance* esercita un effetto positivo sulla *performance*. Questo perché la *Corporate Governance* funge da strumento di monitoraggio e disciplina, assicurando che il *management* persegua obiettivi di massimizzazione del valore. Ma non tutto contribuisce in egual misura a questa associazione.

Il livello di protezione degli azionisti a livello nazionale, i comitati del consiglio di amministrazione e l'indipendenza sembrano svolgere un ruolo più importante nelle prestazioni aziendali rispetto ad altre pratiche di governo societario.

Claessens e Bruno, analizzando i risultati, affermano che una forma ottimale di governo societario non è necessariamente una forma forte di governo societario. Aumentare il numero di pratiche a livello aziendale può non sempre portare a prestazioni superiori. La 'camicia di forza' imposta da una forte *Corporate Governance* può, oltre ad essere costosa, limitare la libertà di iniziativa dei dirigenti e quindi incidere negativamente sulle prestazioni.

1.10 Qual è il sistema migliore?

Dopo la crisi finanziaria del 2008, la *Corporate Governance* ha dato delle regole troppo estreme che hanno limitato la libertà di azione.

In tutto il mondo, sembra esserci una grande varietà di meccanismi di governo societario. Non è stato definito quale sistema di *Corporate governance* sviluppi funzioni meglio.

Sembrano essere necessari i grandi investitori per costringere i manager a distribuire gli utili. Questi investitori richiedono almeno alcuni diritti legittimi di base, come i diritti di voto o il potere di attrazione di garanzie collaterali, per esercitare il loro potere sulla gestione. Se i piccoli investitori devono essere attratti dall'attività delle società di finanziamento, anch'essi hanno bisogno di una certa protezione legale contro l'espropriazione sia da parte dei gestori che dei grandi investitori. La protezione legale e i grandi investitori

sono complementari in un efficace sistema di gestione aziendale. Infatti, i sistemi di *governance* aziendali di successo, come quelli di Stati Uniti, Germania e Giappone, si basano su una certa combinazione di proprietà concentrata e protezione legale degli investitori.

Il sistema politico statunitense ha scoraggiato i grandi investitori. Le banche, le compagnie di assicurazione, i fondi mutuali e i fondi pensione non hanno potuto influenzare gli affari aziendali. La conclusione di Roe è che il sistema statunitense è lungi dall'essere efficiente a causa dello scoraggiamento dei grandi investitori.

Negli Stati Uniti, tuttavia, sia i piccoli che i grandi azionisti sono protetti attraverso un ampio sistema di regole che protegge i diritti delle minoranze, permette un facile trasferimento di azioni, mantiene le elezioni degli amministratori relativamente non ostacolati dai dirigenti, e conferisce agli azionisti un'estensione del potere di citare in giudizio gli amministratori per violazioni di dovere fiduciario, anche attraverso azioni di *class-action*. Non a caso, le valutazioni più entusiastiche del sistema americano di *corporate governance* provengono da coloro che pongono maggiore enfasi sul ruolo della protezione legale che su quello dei grandi investitori (Easterbrook e Fischel, 1991; Romano, 1993).

Si potrebbe sostenere che i sistemi di *governance* di Stati Uniti, Giappone e Germania devono considerarsi abbastanza buoni, in quanto sono sopravvissuti e le economie hanno prosperato.

Il problema è che l'argomento che il processo politico accolga i potenti interessi dell'economia piuttosto che massimizzare il benessere sociale vale anche per la Germania e il Giappone. Entrambi i paesi hanno plasmato i loro sistemi di banche potenti alla fine del XIX secolo, durante il periodo di rapida crescita economica, e con il forte sostegno dello Stato

(Gerschenkron 1962). Una volta che le banche tedesche sono diventate sufficientemente potenti, hanno scoraggiato l'introduzione di regole sull'informativa, divieti di *insider trading* e altre forme di protezione degli azionisti di minoranza, facendo in modo che questi investitori non potessero diventare mai un'economia o una forza politica significativa per proteggere i loro diritti.

Il Giappone si colloca tra gli Stati Uniti e la Germania nel grado di protezione dei diritti sia degli azionisti che dei creditori e, di conseguenza, ha banche potenti e potenti azionisti a lungo termine, anche se nessuno dei due è altrettanto potente come in Germania.

Romano (1993) sostiene che la concorrenza tra gli Stati Uniti ha indotto lo Stato del Delaware, dove sono costituite le grandi imprese, a adottare leggi societarie che servono efficacemente gli interessi degli azionisti, garantendo così un'efficace attività aziendale. Al contrario, i sostenitori del sistema tedesco e giapponese di *governance* aziendale sottolineano i vantaggi degli investitori permanenti a lungo termine rispetto a quelli delle acquisizioni. Tuttavia, la *performance* superiore dell'economia giapponese e tedesca, almeno fino agli anni '90, ha indotto molti a preferire i loro sistemi di *governance* a quello americano (vedi Aoki 1990, Roe 1993, e Charkham 1995).

Infine, grazie all'ampia protezione legale dei piccoli investitori, le giovani imprese americane sono in grado di raccogliere capitali sul mercato azionario meglio delle imprese di altre parti del mondo. D'altra parte, i grandi azionisti permanenti e le banche, come quelle che dominano le imprese in Giappone e in Germania, presentano ovviamente alcuni vantaggi, come la capacità di influenzare la gestione aziendale da parte di investitori pazienti e informati. Questi investitori potrebbero essere in grado di aiutare meglio anche le

imprese in difficoltà. Tuttavia, ci sono seri interrogativi sull'efficacia di questi investitori, soprattutto perché la loro integrità è in dubbio.

Nel resto del mondo la proprietà è in genere fortemente concentrata nelle mani delle famiglie, con pochi grandi investitori esterni e banche.

Sebbene vi siano poche prove sistematiche disponibili, la maggior parte del mondo sembra essere più simile all'Italia che agli Stati Uniti, alla Germania o al Giappone.

2. Gli effetti della distribuzione del controllo

2.1 Problemi relativi ai conflitti di interessi tra i titolari dei diritti sul profitto dell'impresa

A partire dalla metà del Novecento è avvenuto un cambiamento radicale per quanto riguarda la gestione dell'impresa e la concezione degli obiettivi dell'impresa.

Berle e G. Means furono i primi a mostrare la loro indagine su 200 grandi imprese degli Stati Uniti, al fine di verificare da chi fossero, effettivamente, controllate e giunsero alla conclusione che la forma manageriale era la dominante per le grandi imprese, aveva modificato in modo significativo la natura del sistema economico americano e assumeva una denominazione specifica: capitalismo manageriale.¹⁰

L'impresa capitalistica manageriale è caratterizzata dalla presenza di due figure chiave: gli azionisti e i manager, il cui rapporto ne è il fulcro cruciale.

Per quanto riguarda il mercato americano, si può parlare di azionariato disperso in cui le quote sono in possesso di molti piccoli azionisti.

I panorami italiano e tedesco si contraddistinguono per la presenza di un azionariato concentrato nelle mani di grandi famiglie (capitalismo familiare).

Gli azionisti agiscono al fine di perseguire l'obiettivo di massimizzazione del valore (profitto dell'impresa), mentre i manager sono focalizzati sulla massimizzazione della crescita al fine di aumentare il proprio potere e prestigio a scapito del profitto.

¹⁰ Nel volume "The Modern Corporation and Private Property" del 1932

Essendo gli azionisti i proprietari sul mercato dei capitali e non adeguata la loro capacità di controllare i manager, viene a generarsi un ulteriore conflitto di interessi tra i titolari dei diversi diritti sul profitto dell'impresa: diritti associati al capitale proprio (degli azionisti) contrapposti a diritti associati all'ammontare del capitale di debito (dei creditori) o diritti legati al capitale degli azionisti esterni in contrapposizione a quelli legati al capitale degli azionisti interni.

L'impresa non è più una *black box*, ma è considerata come una pluralità di persone con obiettivi diversi e informazioni diverse con la conseguenza di generare problemi di entità nuova per l'impresa come la misurazione e la remunerazione delle prestazioni dei lavori o lo stimolo di comportamenti compatibili con l'efficienza o, ancora, la ricerca di strumenti al fine di ottenere massimo impiego e veridicità delle informazioni scambiate. Le scelte dei singoli individui sono guidate dai rispettivi *self-interest*.

Marris (1963) ha evidenziato che la presenza di attori diversi con obiettivi diversi generano rallentamenti e situazioni che comportano costi difficilmente eliminabili, come, la presenza di informazione nascosta, il verificarsi di azioni nascoste e l'attuazione di atteggiamenti di *free riding* e di opportunismo. Tutto ciò rende estremamente complicato e costoso il monitoraggio e, conseguentemente, appare inevitabile l'adozione di nuovi strumenti per ridurre l'elusione, quali un rigido controllo della disciplina, l'adozione di un adeguato sistema di incentivi come, per esempio, il collegare la remunerazione al risultato o il trovare un meccanismo di compensazione del costo dello sforzo per farlo scaturire dal massimo impegno possibile. L'interesse dei lavoratori, quindi, diventa lo strumento per ottenere l'impegno richiesto. Da ciò nasce la teoria della relazione di agenzia.

Da un lato, gli azionisti dominanti hanno sia l'incentivo che il potere di disciplinare la gestione. D'altro canto, la concentrazione della proprietà può creare le condizioni per il problema di agenzia, dal momento che gli interessi degli azionisti di controllo e di minoranza non sono allineati, rispetto a quanto sostenuto da Enriques e Volpin.

2.2 Problema di agenzia

Il problema dell'agenzia è un elemento essenziale della cosiddetta visione contrattuale dell'azienda, sviluppata da Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Shleifer e Vishny sostengono che l'essenza del problema dell'agenzia è la separazione della gestione e della finanza, o - in termini più standard - della proprietà e del controllo.

Il problema dell'agenzia, in questo contesto, si riferisce alle difficoltà che i finanziatori hanno nel garantire che i loro fondi non vengano espropriati o sprecati in progetti poco attraenti.

Nella maggior parte dei termini generali, i finanziatori e il gestore firmano un contratto che specifica cosa fa il gestore con i fondi, e come vengono suddivisi i rendimenti tra lui e i finanziari. L'ideale sarebbe firmare un contratto completo, che specifichi esattamente cosa fa il manager in tutti gli stati del mondo, e come vengono assegnati i profitti.

Il problema è che la maggior parte degli imprevisti futuri sono difficili da descrivere e prevedere e, di conseguenza, i contratti completi sono tecnologicamente impossibili, come precedentemente descritto. Questo problema non poteva essere evitato anche se il gestore era motivato a raccogliere tutti i fondi possibili e quindi cercava di soddisfare i finanziatori sviluppando un contratto completo. A causa di questi problemi nella progettazione

del loro contratto, il gestore e il finanziatore devono assegnare i diritti di controllo residuali – per esempio i diritti di prendere decisioni in circostanze non pienamente previste dal contratto (Grossman e Hart 1986, Hart e Moore 1990).

La teoria della proprietà affronta la questione di come questi diritti di controllo residuali siano assegnati in modo efficiente. Si potrebbe immaginare un contratto in cui i finanziatori danno fondi al gestore a condizione di avere tutti i diritti di controllo residuali. Ogni volta che succede qualcosa di inaspettato, possono decidere cosa fare. Ma questo non funziona, per il semplice motivo che i finanziatori non sono sufficientemente qualificati o informati per decidere cosa fare - il motivo stesso per cui hanno assunto il manager al primo posto. Di conseguenza, il manager ottiene sostanziali diritti di controllo residuali e quindi con la discrezionalità di assegnare i fondi a sua scelta. Ci possono essere limiti a questa discrezione specificata nel contratto – e molto della *Corporate Governance* tratta di questi limiti - ma il fatto è che i manager hanno la maggior parte dei diritti di controllo residuali.

In primo luogo, i contratti che i gestori e gli investitori firmano non possono richiedere troppa interpretazione se devono essere fatti rispettare da tribunali esterni.

Negli Stati Uniti, il ruolo dei tribunali è più ampio che in qualsiasi altra parte del mondo, ma anche in questo caso la cosiddetta "*business judgment rule*" tiene i tribunali fuori dagli affari delle aziende. In gran parte del resto del mondo, i tribunali vengono coinvolti solo in massicce violazioni dei diritti degli investitori (ad esempio, cancellando i nomi degli azionisti dal registro).

In secondo luogo, nei casi in cui il finanziamento richiede la raccolta di fondi da molti investitori, questi stessi investitori sono spesso piccoli e troppo poco informati per esercitare

persino i diritti di controllo di cui sono effettivamente titolari. Il problema del *free rider* con cui devono confrontarsi gli investitori individuali rende poco interessante per loro avere informazioni delle imprese che hanno finanziato, o addirittura partecipare alla *governance* (Downs 1957). Di conseguenza, i diritti di controllo effettivi dei gestori - e quindi lo spazio di cui dispongono per l'assegnazione discrezionale dei fondi - finiscono per essere molto più ampi di quanto non lo sarebbero stati se i tribunali o i fornitori di finanziamenti fossero stati coinvolti attivamente nell'esecuzione dettagliata dei contratti.

2.2.1 L'effetto degli annunci

Negli ultimi anni, una notevole quantità di prove ha documentato la prevalenza di comportamenti manageriali che non servono gli interessi degli investitori, in particolare degli azionisti.

L'idea è che se il prezzo delle azioni cala quando i manager annunciano una particolare azione, allora questa azione deve servire gli interessi dei manager piuttosto che quelli degli *shareholders*.

Mentre in alcune circostanze questa inferenza non è giustificata perché l'azione manageriale, pur servendo gli interessi degli azionisti, trasmette inavvertitamente al mercato alcune cattive notizie non correlate all'azienda (Shleifer e Vishny 1986), in generale l'analisi di tale studio sugli eventi è abbastanza convincente ed è sicuramente diventata la più comune metodologia empirica di *governance* e finanza aziendale.

McConnell e Muscarella (1986) hanno esaminato più in generale gli effetti degli annunci di progetti di investimento di petrolio e di altre aziende, e hanno trovato rendimenti negativi su certi annunci nell'industria petrolifera, anche se non in altri. Il problema della selezione degli annunci non si pone nel caso di un particolare tipo di investimento, ossia le acquisizioni, poiché quasi tutte le acquisizioni di società con azioni quotate in borsa sono annunciate pubblicamente. Molti studi dimostrano che i rendimenti degli offerenti sull'annuncio delle acquisizioni sono spesso negativi (indagini ne dimostrano l'evidenza).

In sintesi, parecchie prove indicano la prevalenza di motivazioni manageriali piuttosto che azioniste nelle decisioni delle aziende.

2.3 Discrezione nella gestione e costi di agenzia

2.3.1 I benefici privati del controllo

Jensen e Meckling sostengono che i dirigenti delle imprese con azionisti poco persuasi hanno una discrezionalità sostanziale per quanto riguarda le azioni che intraprendono perché i singoli azionisti non sono in grado di coordinarsi per condividere i costi di monitoraggio e controllo. Questo permette ai manager di intraprendere azioni con benefici che, per loro natura, non sono condivisi con gli azionisti. Oltre ai benefici finanziari indiretti come il consumo sul posto di lavoro o lo *shirking*, e ai benefici finanziari diretti, come il reindirizzamento dei beni aziendali in un conto personale, il controllo fornisce anche benefici immateriali, come lo status, l'influenza politica e il potere sulle persone. La letteratura denota tutti questi benefici come benefici privati di controllo.

Morck, Wolfenzon e Yeung affermano che i manager perseguono benefici privati, ma bilanciano questo con le loro perdite quando il prezzo delle loro azioni nell'azienda cade più delle conseguenze di essere "catturati e puniti", come la perdita del posto di lavoro. Questo bilanciamento significa che i manager potrebbero scegliere un'azione con un valore totale inferiore rispetto a una con un valore superiore, a condizione che il precedente produttore abbia sufficienti benefici privati. Questa divergenza di interessi è maggiore quanto più bassa è la partecipazione azionaria dei manager e minore è la probabilità che venga catturato e punito per un comportamento che non massimizza il valore.

Il fatto stesso che le azioni con diritti di voto superiori vengono scambiate con un grande sovrapprezzo è la prova di significativi benefici privati di controllo che possono andare a scapito degli azionisti di minoranza.

2.3.1 Resistenza manager ad acquisizioni

Un'altra serie di studi rileva che, quando i manager assumono azioni anti-acquisizioni, gli azionisti non possono fare nulla. Ad esempio, DeAngelo e Rice (1983) e Jarrell e Poulsen (1987) trovano che gli annunci pubblici di alcuni emendamenti anti-*takeover* a statuti aziendali, come le disposizioni di supermaggioranza che richiedono più del 50% dei voti per cambiare i *boards* aziendali, riducono ricchezza agli azionisti. Le acquisizioni possono effettivamente aumentare i costi di agenzia quando le direzioni delle offerte pagano in eccesso per le acquisizioni che portano loro benefici privati di controllo (Shleifer e Vishny, 1988).

Una prova ancora più chiara dei problemi delle agenzie è rivelata dagli studi che si concentrano sui manager direttamente minacciati dalla perdita dei benefici privati del controllo.

Walkling and Long (1984) trovano che la resistenza manageriale alle acquisizioni di valore crescente è meno probabile quando i top manager hanno un interesse finanziario diretto nell'affare che passa attraverso la proprietà azionaria o paracadute d'oro, o quando i top manager hanno maggiori probabilità di mantenere il loro lavoro. Nel complesso, l'evidenza suggerisce che i manager si oppongono alle acquisizioni per proteggere i loro vantaggi privati del controllo piuttosto che per servire gli shareholders.

In uno dei più macabri studi di eventi mai eseguiti, Johnson, Magee, Nagarajan e Newman (1985) hanno trovato che le morti improvvise dei dirigenti - in incidenti aerei o per infarto - sono spesso accompagnate da aumenti dei prezzi delle azioni delle aziende che questi dirigenti hanno gestito. Gli aumenti di prezzo sono i più grandi per alcuni grandi conglomerati, i cui fondatori hanno costruito vasti imperi senza dover ricorrere molto agli investitori. Un'interpretazione plausibile di questa prova è che il flusso dei benefici del controllo diminuisce dopo la morte di potenti manager.

Lease, McConnell e Mikkelson (1983, 1984), DeAngelo e DeAngelo (1985) e Zingales (1995) hanno dimostrato che, negli Stati Uniti, le azioni con diritti di voto superiori vengono scambiate con un sovrapprezzo. In media, questo premio è molto modesto, ma Zingales (1995) mostra che aumenta notevolmente in situazioni in cui il controllo sulle imprese è contestato, il che indica ancora una volta che i gruppi di gestione che controllano ottengono benefici che non sono disponibili per gli investitori di minoranza. Zingales (1994) e Barca (1995) suggeriscono che i manager in Italia hanno significative opportunità di deviare i profitti a loro stessi e non condividerli con gli azionisti senza diritto di voto.

2.4 Meccanismi per attrarre capitali

Shleifer e Vishny provano a dare una risposta al quesito riguardante il perché gli investitori si separino dal loro denaro, e lo diano ai manager, quando sia la teoria che l'evidenza suggerisce che i manager hanno un'enorme discrezione su ciò che viene fatto con quel denaro, spesso al punto da poterne espropriare gran parte.

Questi autori sostengono che la domanda sia particolarmente intrigante nel caso degli investitori perché, a differenza di quanto avviene per i dipendenti e i manager altamente qualificati, gli investitori iniziali non hanno particolari capacità di aiutare l'azienda una volta che si sono separati dai loro soldi. Tuttavia, nonostante questi problemi, la finanza esterna si verifica in quasi tutte le economie di mercato, e su vasta scala in quelle sviluppate. Gli investitori non ottengono alcun diritto di controllo in cambio dei loro fondi, ma solo la speranza di fare soldi in futuro.

La costruzione della reputazione è una spiegazione molto comune del perché i gestori mantengano i loro accordi anche se non possono essere costretti a farlo. Nel contesto del finanziamento, l'argomentazione è che i gestori ripaghino gli investitori perché vogliono arrivare sul mercato dei capitali e raccogliere fondi in futuro, e quindi hanno bisogno di stabilire una reputazione correndo "buoni rischi" per convincere i futuri investitori a dare loro denaro. C'è sicuramente molta verità per i modelli di reputazione, anche se hanno problemi. Come sottolineato da Bulow e Rogoff (1989), le storie di pura reputazione si imbattono in un problema di ricorsione all'indietro (ritornare indietro ciclicamente). Shleifer e Vishny suppongono che in futuro (o in alcuni stati futuri del mondo), i benefici futuri per il gestore di essere in grado di raccogliere fondi esterni siano inferiori ai costi di pagamento di quanto già promesso agli investitori. In questo caso, non pagherà razionalmente i suoi

rimborsi. Naturalmente, se gli investitori si aspettano che tale stato sia raggiunto in futuro, essi non finanzierebbero l'azienda in primo luogo. In alcune circostanze plausibili discusse da Bulow e Rogoff, il problema si risolve con la mancanza di possibilità di finanziamenti esterni.

Mentre la reputazione è sicuramente un motivo importante per cui le imprese sono in grado di raccogliere fondi, le ricerche disponibili suggeriscono che probabilmente non è l'intera spiegazione del finanziamento esterno. Ad esempio, nel modello di indebitamento aziendale di Diamond (1989), la reputazione gioca un ruolo accanto ad altre protezioni dei creditori che impediscono ai gestori di rimuovere beni dalla società.

Una teoria alternativa di come gli investitori danno il loro denaro alle aziende senza ricevere diritti di controllo in cambio è l'eccessivo ottimismo degli investitori. Gli investitori si entusiasmano per le aziende, e quindi le finanziano senza pensare molto a riavere i loro soldi, contando semplicemente sull'apprezzamento delle azioni a breve termine. Se gli investitori sono sufficientemente ottimisti sui guadagni in conto capitale a breve termine e sono disposti a separarsi dai loro soldi senza considerare come l'azienda alla fine ripagherà gli investitori, allora la finanza esterna può essere sostenuta senza un'effettiva *governance* esterna. DeLong, Shleifer, Summers e Waldmann (1989, 1990) forniscono i primi modelli di finanza esterna basati sull'eccessivo ottimismo degli investitori. Negli ultimi anni, una statistica più sistematica ha evidenziato l'importanza dell'ottimismo degli investitori per il finanziamento almeno in alcuni mercati.

Kaplan e Stein (1993), ad esempio, hanno presentato prove che suggeriscono che le obbligazioni ad alto rendimento utilizzate per finanziare le acquisizioni negli Stati Uniti alla fine degli anni '80 sono state sistematicamente sopravvalutate dagli investitori. Queste prove

indicano una concentrazione di nuove emissioni in periodi in cui i prezzi delle azioni sono elevati, una *performance* scarsa a lungo termine delle offerte pubbliche iniziali, una manipolazione degli utili prima dell'emissione e un deterioramento della redditività dopo l'emissione.

Tuttavia, Shelfier e Vishny non credono che gli investitori, in linea di massima, siano disposti a pagare bene per titoli che in realtà non hanno valore, perché i gestori possono rubare tutto. Come indica l'evidenza della teoria dell'agenzia, i manager possono espropriare solo una ricchezza limitata, e quindi i titoli che gli investitori acquistano hanno un certo valore sotteso. La ragione principale per cui gli investitori forniscono finanziamenti esterni alle imprese è che ricevono diritti di controllo in cambio. Il finanziamento esterno è un contratto tra l'impresa in quanto persona giuridica e i finanziatori, che conferisce ai finanziatori determinati diritti sui beni dell'impresa (Hart 1995, parte II). Se i manager della ditta violano i termini del contratto, quindi i finanziatori hanno il diritto di appellarsi ai tribunali per far valere i loro diritti. Gran parte della differenza nei sistemi di gestione aziendale in tutto il mondo deriva dalle differenze nella natura degli obblighi legali che i manager hanno nei confronti dei finanziatori, così come nelle differenze nel modo in cui i tribunali interpretano e fanno rispettare tali obblighi.

2.5 Metodi per ridurre i costi di agenzia

2.5.1 I grandi investitori

Gli investitori con grandi partecipazioni azionarie hanno forti incentivi a massimizzare il valore delle loro imprese e sono in grado di raccogliere informazioni e di controllare i

dirigenti, e possono così contribuire a superare uno dei problemi del principale agente nelle società moderne che è quello del conflitto di interesse tra azionisti e manager (Jensen e Meckling (1976)).

Per esempio, Shleifer e Vishny (1997) affermano: "I grandi azionisti affrontano così il problema dell'agenzia in quanto hanno sia un interesse generale nella massimizzazione dei profitti, sia un controllo sufficiente sui beni dell'azienda per far rispettare il loro interesse".

Ancora, secondo Shleifer e Vishny (1997, p. 758): *"I grandi investitori possono rappresentare i propri interessi, che non devono necessariamente coincidere con gli interessi di altri investitori nell'azienda, o con gli interessi dei dipendenti e dei manager"*.

Nei casi più estremi, i grandi azionisti hanno il controllo totale delle aziende e del loro *management* con una quota di proprietà pari o superiore al 51%. I grandi azionisti affrontano quindi il problema dell'agenzia in quanto hanno un interesse generale nella massimizzazione degli utili e un controllo sufficiente sui beni dell'azienda per far rispettare i loro interessi.

Se la protezione legale non dà abbastanza diritti di controllo ai piccoli investitori per indurli a separarsi dal loro denaro, allora forse gli investitori possono ottenere diritti di controllo più efficaci essendo grandi. Quando i diritti di controllo sono concentrati nelle mani di un piccolo numero di investitori con una quota di *cash flow* collettivamente elevata, l'azione concertata degli investitori è molto più facile rispetto a quando i diritti di controllo, come i voti, sono divisi tra molti di essi. In particolare, questa azione concertata è possibile solo con il minimo aiuto dei tribunali. In effetti, la concentrazione della proprietà fa leva sulla protezione legale.

2.5.2 Costi dell'agenzia dovuti ai grandi investitori

Ci possono essere, tuttavia, costi a causa dei grandi investitori. Il più ovvio di questi costi, che è anche il consueto argomento a favore della proprietà dispersa è che i grandi investitori non sono diversificati e quindi si assumono rischi eccessivi (cfr. ad esempio Demsetz e Lehn 1985). Un problema più fondamentale è che i grandi investitori rappresentano i propri interessi, che non devono necessariamente coincidere con gli interessi degli altri investitori nell'impresa, o con gli interessi dei dipendenti e dei dirigenti. Nel processo di utilizzo dei suoi diritti di controllo per massimizzare il proprio benessere, l'investitore più grande può, quindi, redistribuire la ricchezza - in modo efficiente e inefficiente - dagli altri. Questo costo di proprietà concentrata diventa particolarmente importante quando altri - come i dipendenti o gli investitori di minoranza - hanno i propri investimenti specifici dell'azienda, che sono distorti a causa della possibile espropriazione da parte dei grandi investitori.

Utilizzando questo quadro generale, si discutono i diversi costi potenziali di avere grandi investitori: l'espropriazione diretta di altri investitori, manager e dipendenti; l'espropriazione inefficiente attraverso il perseguimento di obiettivi personali (senza scopo di lucro) e, infine, gli effetti incentivanti dell'espropriazione sugli altri soggetti interessati.

I grandi investitori potrebbero tentare di concedersi un trattamento preferenziale a spese di altri investitori e dipendenti. La loro capacità di farlo è particolarmente grande se i loro diritti di controllo sono significativamente superiori ai loro diritti sui flussi di cassa. Possono farlo pagandosi dei dividendi speciali o sfruttando altre forme di finanziamento con le società che controllano. Greenmail¹¹ e riacquisti mirati di azioni sono esempi di operazioni

¹¹ È una pratica che consiste nel comprare abbastanza azioni in una compagnia per minacciare una scelta ostile.
<https://www.investopedia.com/terms/g/greenmail.asp>

speciali per grandi investitori (Dann e DeAngelo, 1983). Morck, Shleifer e Vishny (1988) presentano prove del rapporto tra la proprietà del flusso di cassa dei maggiori azionisti e la redditività delle imprese, misurata dalle Q di Tobin. Questi autori trovano che la redditività aumenta nell'intervallo di proprietà tra 0 e 5%, per poi diminuire in seguito.

Un'interpretazione di questo è che, in linea con il sistema di incentivi per la riduzione dei costi di agenzia, le prestazioni migliorano con la riduzione dei costi di agenzia, con manager di alto livello e grande partecipazione azionaria in un primo momento. Tuttavia, poiché la proprietà va oltre un certo punto, i grandi proprietari acquisiscono quasi il pieno controllo e sono abbastanza ricchi da preferire l'uso di imprese per generare benefici privati di controllo che non sono condivisi dagli azionisti di minoranza. Vi sono quindi costi associati all'elevata proprietà e al radicamento, nonché alla dispersione eccezionale della proprietà.

Inoltre, se il grande investitore è più audace, può essere un incentivo a costringere l'impresa ad assumersi troppi rischi, dal momento che condivide il lato positivo, mentre gli altri investitori, che potrebbero essere creditori, sopportano tutti i costi del fallimento (Jensen e Meckling 1976). Alternativamente, se il grande investitore è un creditore, fa sì che l'azienda rinunci a buoni progetti d'investimento perché sopporta parte del costo, mentre i benefici vanno agli azionisti (Myers 1977).

Infine, i grandi investitori potrebbero avere un maggiore incentivo a ridistribuire le rendite dai dipendenti a loro stessi, come fanno i manager (Shleifer e Summers, 1988).

L'espropriazione da parte dei grandi investitori può essere dannosa per l'efficienza attraverso effetti negativi sugli incentivi dei dirigenti e dei dipendenti, che potrebbero ridurre gli investimenti in capitale umano specifici dell'impresa quando sono strettamente

monitorati dai finanziatori o possono essere facilmente licenziati con la conseguente perdita di rendite. Quando gli obiettivi dell'esproprio da parte dei grandi investitori sono altri investitori, l'effetto di incentivo negativo di tale esproprio è il declino della finanza esterna. Anche se questa struttura di *governance* può controllare i manager, lascia i potenziali investitori di minoranza non protetti e restii ad investire. Forse per questo motivo, i paesi dell'Europa continentale, come Italia, Germania e Francia, hanno mercati azionari pubblici relativamente piccoli.

A questo proposito, l'esistenza di un grande mercato azionario in Giappone nonostante la debole protezione degli investitori di minoranza è sorprendente. L'esempio giapponese porta alla luce una visione molto diversa dei grandi investitori. In primo luogo, i grandi investitori, siano essi azionisti o creditori, possono essere deboli quando sono essi stessi imprese con problemi di agenzia. Charkham (1994) dimostra, ad esempio, che le banche tedesche si controllano virtualmente da sole. Inoltre, le banche non hanno alcun incentivo a disciplinare i manager, e qualche incentivo a rivolgersi a loro per ottenere più affari, purché l'azienda sia lontana dall'essere inadempiente (Harris e Raviv, 1990). In secondo luogo, alcuni documenti recenti mostrano che, anche se non soffrono di problemi di agenzia, i grandi investitori come le banche possono essere troppo deboli perché non riescono a terminare progetti non redditizi in cui hanno investito quando si preferisce la continuazione alla liquidazione (Dewatripont e Maskin 1995, Gertner, Scharfstein e Stein 1994).

Infine, un grande investitore può essere abbastanza ricco da preferire di massimizzare i benefici privati del controllo piuttosto che la ricchezza. A meno che non sia proprietario dell'intera azienda, non internalizzerà il costo di questi benefici di controllo agli altri investitori.

Mentre queste argomentazioni suggeriscono un diverso insieme di problemi con i grandi investitori, indicano anche i fallimenti dei grandi investitori per costringere i manager a massimizzare i profitti e a pagarli.

2.6 L' influenza della distribuzione del controllo sulla crescita economica

La crescita dell'occupazione indica che la crescita economica dipende dalla distribuzione del controllo sui beni di capitale, in base a quanto sostenuto da Morck, Wolfenzon e Yeung.

Due vaste letterature, già analizzate nel *Journal of Economic Literature*, sono rilevanti come punti di partenza. La prima, di Philippe Aghion, Eve Caroli e Cecilia Garcia-Penalosa (1999), esamina le ragioni per cui la disuguaglianza economica potrebbe ostacolare la crescita. La seconda, documentata da Ross Levine (1997), discute il ruolo funzionale dei mercati dei capitali nello stimolare la crescita.

Sulla base di questi approfonditi contributi, Morck, Stangeland e Yeung esaminano le recenti ricerche relative alla dissociazione del controllo aziendale con il funzionamento dei mercati dei capitali e mostrano come queste interazioni influenzano la crescita economica.

L'intuizione chiave di Aghion, Caroli e Garcia-Penalosa (1999) è che i mercati dei capitali perfetti rendono irrilevante la distribuzione della ricchezza allocando il capitale ad ogni opportunità di investimento fino a quando il suo rendimento marginale equivale al tasso di interesse di compensazione dell'equilibrio di mercato.

Levine (1997) analizza una seconda letteratura sulle funzioni dei mercati dei capitali nella crescita economica, sull'organizzazione dell'acquisizione di informazioni, sull'allocazione delle risorse, sull'esercizio del controllo delle imprese.

Se i mercati finanziari sono abbastanza grandi e liquidi, e se i diritti di proprietà degli investitori sono sufficientemente ben protetti, i singoli individui spendono risorse per acquisire informazioni e condurre un'attività di rischio informato e redditizio, in base al modello di Sanford J. Grossman e Joseph E. Stiglitz (1980) e Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (1997). Richard Roll (1988) sostiene che questo meccanismo è particolarmente importante per l'aggiornamento tempestivo dei prezzi delle azioni con nuove informazioni specifiche per le imprese. Le quotazioni azionarie aiutano gli investitori esterni e gli insiders nelle decisioni di allocazione del capitale, semplificano il monitoraggio e facilitano l'elaborazione di contratti di incentivazione credibili che inducono i manager a mantenere la fiducia nei confronti dei clienti e massimizzare il valore dell'azienda.

Queste due letterature convergono su una constatazione centrale: la crescita economica richiede che il risparmio sia orientato alla creazione di investimenti di valore aggiunto. Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales (2003), Art Durnev, Morck e Yeung (2001, 2004) e altri, sostengono che i mercati dei capitali, creando incentivi per gli investitori interessati a raccogliere ed elaborare le informazioni, nonché a monitorare e controllare i principali soggetti interni alle imprese, creano condizioni favorevoli a decisioni efficienti in materia di investimenti di capitale. Gli addetti ai lavori aziendali che necessitano di capitale esterno devono sottoporsi a questa analisi con azione di monitoraggio, e successivamente di controllo da parte degli investitori esterni. Quando i regolamenti ufficiali, le leggi e l'applicazione della legge rendono gli investitori esterni sufficientemente sicuri della loro capacità di svolgere questi compiti, gli investitori esterni detengono capitale proprio. Il mercato finanziario che ne risulta ottimamente efficiente indirizza i capitali verso gli impieghi di

maggior valore - una situazione che James Tobin (1982) definisce come forma funzionale dell'efficienza del mercato azionario.

La letteratura esaminata suggerisce che l'efficienza funzionale dei mercati dei capitali dipende dalla distribuzione del controllo aziendale in un'economia. In particolare, questa letteratura considera la crescita economica come fattore dipendente da istituzioni che frenano *élite* consolidate, che altrimenti potrebbero venire a dominare le decisioni di investimento di capitale di un'economia.

2.7 Un secondo problema di agenzia: *l'entrenchment*

2.7.1 Prove di *entrenchment*

La letteratura di *Corporate Finance* definisce *l'entrenchment* come un secondo tipo di problema di agenzia. L' *entrenchment* può essere controllato da persone oneste ma incapaci, così come da persone intelligenti ed egoiste. Per esempio, si verificano problemi di *entrenchment* se il fondatore di un'azienda che controlla la sua azienda lascia in eredità le sue azioni ad un figlio incompetente, ma affamato di potere. Il figlio incompetente non può gestire bene l'azienda, ma non può essere rimosso dagli altri azionisti perché la sua quota di voti è sufficiente per controllare il consiglio di amministrazione. Il figlio affamato di potere ottiene una tale utilità dal controllo dell'azienda che gli effetti dei suoi errori sul valore delle sue azioni sono un costo accettabile per lui.

Questi tipi di strutture possono permettere a poche famiglie facoltose di controllare la maggior parte del grande settore aziendale di un paese, ma, tale controllo concentrato può portare a una serie di problemi delle agenzie: l'affidare la *governance* di enormi fette del

settore aziendale di un paese ad una piccola élite può influenzare l'allocazione del capitale, ritardare lo sviluppo del mercato dei capitali, ostacolare l'ingresso di imprenditori esterni e ritardare la crescita.

L'*entrenchment* manageriale può avvenire in aziende indipendenti. Infatti, Almazan e Suarez (2003) sostengono che un certo grado di radicamento potrebbe far parte di un contratto di retribuzione ottimale per i *top manager*.

È quindi utile valutare l'entità dei benefici privati del controllo in diversi paesi e per diversi tipi di imprese e proprietari.

Un modo per misurare i benefici del controllo per gli addetti ai lavori aziendali è quello di stimare il valore che il mercato attribuisce ai diritti di controllo. Se questo valore è positivo, i partecipanti al mercato ritengono che il soggetto controllante ottenga benefici ulteriori rispetto a quelli condivisi con gli azionisti pubblici. Randall Morck, Daniel Wolfenzon e Bernard Yeung ritengono che questa sia la prova del radicamento e aggiungono che in assenza di radicamento, questi benefici sarebbero effimeri (e il loro valore prossimo allo zero), poiché gli azionisti pubblici reagirebbero vendendo a un raider o sostenendo i dissidenti in un'assemblea degli azionisti. Il persistere di grandi vantaggi privati del controllo implica sia una divergenza d'interesse che un radicamento degli addetti ai lavori.

Randall Morck, Daniel Wolfenzon e Bernard Yeung ritengono che i problemi di *entrenchment* rivestano una notevole importanza negli Stati Uniti e probabilmente lo saranno ancora di più in altri paesi.

Bruce Johnson, Robert P. Magee, Nandu J. Nagarajan e Henry A. Newman (1985) riferiscono che i prezzi delle azioni spesso salgono in modo significativo sull'annuncio di morti

improvvisi di CEO. Questo suggerisce che gli amministratori delegati spesso rimangono in carica quando potrebbero contribuire meglio al valore della loro azienda andando in pensione. Probabilmente lo fanno perché godono di vantaggi privati di controllo.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) riportano anche sconti di valore di grandi dimensioni e significativi per le aziende americane con grandi azionisti e per le aziende americane che sono state create più di trent'anni fa e gestite da fondatori o loro parenti. Essi interpretano entrambi i risultati come prova del radicamento manageriale.

Mentre questi studi utilizzano dati statunitensi e quindi si riferiscono ad aziende indipendenti. Ciò è dovuto al fatto che gli Stati Uniti hanno un mercato delle acquisizioni aziendali ben sviluppato, investitori istituzionali sofisticati e azionisti litigiosi, che tutti quanti probabilmente lavoreranno sodo per dislocare gli addetti ai lavori.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) dimostrano che queste pressioni sono quasi sicuramente molto più deboli nella maggior parte degli altri paesi, in particolare nei paesi del diritto civile, in cui le piramidi e gli azionisti familiari dominanti sono generalmente molto importanti.

Una bassa sensibilità del fatturato del top manager ai risultati dell'azienda può anche indicare un radicamento.

Igor Filatotchev, Mike Wright e Michael Bleaney (1999) documentano i notevoli sforzi dei manager russi per radicare loro stessi. Abe de Jong e Chris Veld (2001) sostengono che i manager olandesi sono profondamente radicati intorno agli *old-boy networks*, grazie ad un esplicito accordo di protezione che priva gli azionisti dei loro diritti di voto. Ugurlu (2000) sostiene che l'*entrenchment* manageriale è pervasivo in Turchia.

2.8 Il valore del controllo

Mike Burkart, Fausto Panunzi e Andrei Shleifer (2003) esaminano se gli imprenditori siano disposti a cedere il controllo delle aziende che hanno trovato. Quando i benefici sono inferiori a quelli derivanti dalla rinuncia dell'assegnazione del controllo a manager professionisti esterni abili, può sussistere un caso di rinuncia al controllo. Il valore aggiunto netto che i manager professionisti sono in grado di apportare è minore in un ambiente in cui i manager possono ignorare più facilmente i diritti di proprietà degli azionisti.

Ci sono due modi per misurare il valore del controllo.

Uno è quello di dedurlo dal *block premium*, definito come la differenza tra il prezzo per azione pagato in un'operazione di blocco e il prezzo di mercato dopo l'operazione.

Nei paesi in cui i *block premium* sono più grandi, Dyck e Zingales (2004) trovano che i mercati dei capitali sono meno sviluppati, gli azionisti di minoranza hanno meno diritti legali e l'applicazione della legge è incerta. È interessante notare che, inoltre, i fattori non legali, come una più diffusa proprietà della stampa, una più forte concorrenza sul mercato dei prodotti e livelli più elevati di conformità fiscale, sono legati alla riduzione dei premi di blocco. In effetti, questi fattori hanno un potere esplicativo almeno pari a quello delle misure giuridiche.

L'altro metodo per stimare il valore nominale del controllo si basa sulla differenza tra i prezzi di mercato delle diverse classi di azioni.

Le regressioni di Nenova (2003) mostrano che il premio di controllo è significativamente più basso nei paesi con una maggiore protezione dei diritti di proprietà degli investitori

esterni. Non inaspettatamente, i vantaggi privati di controllo sono significativamente più elevati nei paesi in cui i grandi settori aziendali sono maggiormente controllati da famiglie benestanti.

2.9 Tipologie di struttura proprietaria

Il punto di partenza è una curiosa osservazione di Morck, Stangeland e Yeung (2000). Utilizzando l'elenco di FORBES dei mille individui più ricchi del mondo per il 1993, e le brevi biografie che li accompagnano, essi distinguono i "nuovi miliardari" di denaro, imprenditori che hanno fatto da soli i loro miliardi, dai "vecchi miliardari" di denaro, che hanno ereditato la loro ricchezza. Essi misurano l'importanza di ogni tipo di miliardario in un dato paese per la somma della ricchezza di quel tipo di miliardario come frazione del PIL del paese. Quando regrediscono la crescita reale del PIL pro capite dal 1994 al 1996 l'accumulo di capitale fisico e i livelli di istruzione, trovano che la nuova ricchezza miliardaria viene associata ad una crescita economica più rapida, mentre la vecchia ricchezza miliardaria viene associata ad una crescita più lenta.

Caroli e Garcia-Penalosa (1999), dissuadono il rapporto tra disuguaglianza generale e crescita, ma Morck, Stangeland e Yeung (2000) aggiungono un altro tipo di disuguaglianza che coinvolge la nuova ricchezza monetaria e questa sembra diversa dalla disuguaglianza che coinvolge la vecchia ricchezza monetaria. Occorre pensare meno alla concentrazione della ricchezza in sé e più alla concentrazione della ricchezza nelle mani di chi. La disuguaglianza associata alla ricchezza ereditata potrebbe essere fondamentale diversa dalla disuguaglianza associata alla ricchezza imprenditoriale. Per esplorare questo aspetto, occorre

prima di tutto esaminare come una ricchezza altamente concentrata possa tradursi in un potere di governo societario ancora più concentrato.

La prima colonna della tabella 4 mostra quale percentuale delle 20 maggiori società quotate in Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti sono ampiamente detenute o non hanno un azionista di controllo. La proprietà dispersa è comune negli Stati Uniti e nel Regno Unito e molto rara in Italia, con Germania e Francia che cadono nel mezzo. Questo tipo di struttura proprietaria è caratterizzata dalla separazione tra proprietà e controllo con conseguente difficoltà a identificare il soggetto economico. La presenza di un mercato dei capitali efficiente e sviluppato ha favorito la diffusione della Public Company nel mondo anglosassone.

L'origine della *Public company* deriva dalla divisione della proprietà tra un numero molto elevato di azionisti, nessuno dei quali detiene quote di capitale significative ai fini del controllo. La capacità di crescita è illimitata in questa tipologia di proprietà e, grazie, alla possibilità degli investitori di diversificare i propri investimenti il costo del capitale è basso.

La seconda colonna mostra che, ad eccezione della Gran Bretagna, il controllo familiare è abbastanza comune anche tra le grandi imprese. È caratterizzato da una proprietà concentrata e stabile nelle mani del gruppo familiare.

I grandi gruppi aziendali a controllo familiare piramidale sono la forma predominante di organizzazione aziendale al di fuori dell'America, della Gran Bretagna, della Germania e del Giappone. La proprietà piramidale è un modo comune di detenere il controllo nell'Europa continentale. Una piramide è definita come una struttura proprietaria in cui l'azionista di controllo esercita il controllo di una società attraverso la proprietà di almeno un'altra

società quotata. La terza Colonna mostra che la proprietà piramidale è assente in Gran Bretagna e America, ma si trova anche tra le prime 20 aziende in Francia, Germania e Italia.

Tabella 4

Fonte: Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Volume 21, 1, 117-140.

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

Dal momento che non esistono piramidi negli Stati Uniti o nel Regno Unito, la risposta probabilmente sta nelle differenze storiche nella regolamentazione: Morck e Yeung (2005) hanno suggerito che la tassazione dei dividendi interaziendali introdotta nel 1935 potrebbe spiegare la scomparsa delle piramidi negli Stati Uniti.

Considerando la frazione mediana dei voti posseduti dal maggiore azionista di tutte le società quotate, indicata nella colonna 4 della Tabella 4, la proprietà è altamente concentrata in Germania e Italia, e diffusa in Gran Bretagna e America, con la Francia in una posizione intermedia. È degno di nota il fatto che nella metà delle società quotate in Germania e in Italia, un azionista di blocco possiede almeno il 57% o il 55%, rispettivamente, dei voti.

Una misura finale della concentrazione della proprietà è la quota della capitalizzazione di borsa totale di un paese detenuta dalle dieci famiglie più ricche. Con questa misura, mostrata nella colonna 5, la proprietà delle imprese nell'Europa continentale è concentrata nelle mani di un piccolo numero di persone facoltose.

2.10 Struttura proprietaria e valore dell'impresa

Empiricamente, Morck, Shleifer e Vishny (1988) trovano una relazione inversa a forma di "U" tra la partecipazione azionaria manageriale e la valutazione dell'azienda per un campione di aziende statunitensi. Un'interpretazione è che la prestazione di quell'azienda migliora con l'aumento della proprietà manageriale, ma che, dopo un certo punto, i manager si radicano e perseguono benefici privati a spese degli investitori esterni. I costi delle grandi partecipazioni e dell'*entrenchment* sono formalizzati nel modello di Stulz (1988), che predice un rapporto concavo tra la proprietà manageriale e il valore aziendale. Nel modello, con l'aumento della proprietà e del controllo manageriale, l'effetto negativo sul valore aziendale associato all'*entrenchment* dei manager-proprietari inizia a superare i benefici di incentivazione della proprietà manageriale e i costi di *entrenchment* della proprietà dei manager si riferiscono alla capacità dei manager di bloccare le acquisizioni di valore aggiunto.

McConnell e Servaes (1990) forniscono un supporto empirico a questa relazione per le imprese americane. Ma le strutture proprietarie mostrano una concentrazione relativamente bassa negli Stati Uniti. L'analisi delle ditte non statunitensi può fornire prove sugli effetti dei grandi azionisti che sono difficili da rilevare nei dati statunitensi. Inoltre, la letteratura

indica che l'effetto incentivante positivo si riferisce alla quota di diritti sui *cash flow* detenuti dai grandi azionisti e che l'effetto di radicamento negativo si riferisce alla quota di diritti di controllo detenuti dai grandi azionisti. Le imprese non americane presentano una divergenza di gran lunga maggiore tra i diritti sui *cash flow* e i diritti di controllo rispetto alle imprese americane, perché nella maggior parte dei paesi, l'azionista più importante spesso esercita il controllo su un'impresa nonostante i pochi diritti sui *cash flow*.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) mostrano che la proprietà aziendale di tipo americano è del tutto eccezionale. Nella maggior parte degli altri paesi, anche le grandi aziende hanno azionisti di controllo, e queste sono di solito famiglie estremamente ricche. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) indagano le strutture proprietarie delle grandi imprese in ventisette economie prevalentemente sviluppate. Il loro campione contiene le prime venti aziende in ogni paese, classificate in base alla capitalizzazione di mercato del *common equity* alla fine del 1995. Essi raccolgono inoltre informazioni su dieci imprese di dimensioni simili in ciascun paese. Queste sono le dieci aziende più piccole in ogni paese con una capitalizzazione di mercato di *common equity* superiore a 500 milioni di dollari alla fine del 1995. Tramite i loro studi mostrano che vi sono diversi tipi di proprietari che esercitano il controllo finale: (1) una famiglia o un singolo individuo, (2) lo Stato, (3) un istituto finanziario ampiamente posseduto come una banca o una compagnia di assicurazioni, (4) una società di capitali ampiamente posseduta, e (5) varie, un'entità come una cooperativa, un fondo fiduciario con diritto di voto o un gruppo senza un unico investitore di controllo.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) sostengono che nella maggior parte dei casi non sono necessari paletti superiori al 50% per bloccare il controllo. Questo perché la

maggior parte dei piccoli azionisti non votano nelle assemblee annuali. Di conseguenza, le quote di voto comprese tra il 10% e il 20% sono generalmente sufficienti.

Definiscono predominanti le società ampiamente detenute tra le grandi imprese solo negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Altrove, in particolare nei paesi in cui la tutela giuridica e normativa per gli azionisti pubblici è debole, le più grandi famiglie benestanti e lo Stato hanno di solito una partecipazione azionaria di controllo. Utilizzando una vecchia soglia di controllo del 20%, scoprono che in media il 36% delle grandi aziende sono in media ampiamente detenute.

2.10.1 Proprietà e controllo delle società in Europa vs. Asia

La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (1999) riferiscono che, utilizzando una soglia di controllo del 20%, il 30% delle grandi imprese sono controllate dalle famiglie. Ciò aumenta quando si utilizza un campione di aziende più piccole o quando la soglia di controllo è del 10%. Ancora una volta, lavori successivi, come Claessens, Djankov e Lang (2000), Faccio e Lang (2002), e Najah Attig, Yoser Gadhoun e Larry Lang (2003), confermano questi risultati. È decisamente eccezionale la proprietà diffusa aziendale per gli Stati Uniti.

Faccio e Lang studiano le società di Francia, Germania, Hong Kong, Indonesia, Italia, Giappone, Malesia, Filippine, Singapore, Corea del Sud, Spagna, Taiwan, Thailandia e Regno Unito. Nel database Worldscope di tutte le società quotate in questi paesi, utilizzano i dati contabili per il 1992-96, eliminando le società che riportano dati non credibili per un'azienda funzionante: flussi di cassa negativi, utili negativi o dividendi eccedenti le vendite, flussi di cassa o utili. Tracciano a ritroso attraverso la rete di proprietà indiretta attraverso

altre società per identificare tutti i proprietari finali di ogni società che possiedono almeno il 5% delle sue azioni.¹² A causa della difficoltà di organizzare gli azionisti dispersi, si considera che il proprietario finale che è il maggiore azionista e detiene un'ampia percentuale delle sue azioni con diritto di voto, di solito ne ha il controllo di fatto.

Gli autori considerano, inoltre, due livelli di soglia: 20% e 10%. Il limite del 20% è stato utilizzato in studi precedenti di La Porta et al. (1999) e Claessens et al. (2000); Faccio e Lang trovano prove che i legami di controllo di questa forza sono ben noti agli investitori. Tuttavia, trovano anche la prova che legami di controllo più deboli permettono l'espropriazione che non è riconosciuta da investitori. Se nessun azionista detiene almeno la percentuale limite dei diritti di controllo, allora definiscono la società "largamente detenuta" a questo livello di controllo. Le società che sono ampiamente detenute al 20% o al 10% sono tipiche degli Stati Uniti.

Le famiglie sono gli azionisti di controllo predominanti in Asia sia al 20% e 10% (controllando rispettivamente il 37,86% e il 45,5% delle aziende) e ancor più in Europa (controllando rispettivamente il 43,13% e il 55,90%).¹³

L'azionista di controllo ha un controllo particolarmente stretto di una società se ha legami familiari con un top manager (CEO, Presidente Onorario, Presidente o Vicepresidente della società) o se tutti gli altri proprietari finali detengono solo una piccola parte dei diritti di controllo, ad esempio meno del 10%. Le imprese europee hanno maggiori probabilità di

¹² La stessa soglia del 5% è stata utilizzata da La Porta et al. (1999) e Claessens et al. (2000).

¹³ Le percentuali sarebbero ancora più alte se si escludono il Giappone e il Regno Unito, che hanno molto meno controllo familiare

avere legami familiari tra l'azionista di controllo e un top manager, ma hanno anche maggiori probabilità di avere più grandi proprietari con almeno il 10% dei diritti di controllo.

Una società viene definita "affiliata di gruppo" dagli autori se soddisfa uno dei seguenti criteri: (i) è controllata da un azionista attraverso una piramide, ossia indirettamente attraverso una catena di società; (ii) controlla un'altra società del campione; (iii) ha lo stesso azionista di controllo di almeno un'altra società del campione; (iv) il suo azionista di controllo è una società a capitale diffuso oppure un'istituzione finanziaria di ampia portata.

Ad entrambi i livelli di controllo, l'Europa ha una percentuale sostanzialmente inferiore all'Asia di società controllate da piramidi e partecipazioni incrociate; ha una percentuale leggermente inferiore di società affiliate al livello del 20% e una percentuale sostanzialmente inferiore al livello del 10%. L'abbassamento del livello di controllo dal 20% al 10% aggiunge solo 97 società europee (2,94%) a quelle classificate come affiliate al gruppo. Ciò suggerisce che per un controllo efficace in Europa sono generalmente necessari livelli elevati di diritti di controllo (superiori al 20%).

In Asia il controllo effettivo può essere ottenuto con bassi livelli di diritti di controllo, presumibilmente perché gli azionisti di minoranza godono di minore protezione.

Rispetto all'Asia, il proprietario di controllo in Europa possiede in genere una percentuale molto più alta di azioni delle società che controlla (34,60% contro il 15,70%), quindi ha meno incentivi ad espropriare gli azionisti di minoranza. Inoltre, ha meno possibilità di espropriare perché ha un rapporto di proprietà rispetto ai diritti di controllo molto più elevato (0,877 contro 0,746). Tuttavia, al livello del 10%, il tipico gruppo europeo è

significativamente più piccolo e quindi più trasparente, il che riduce anche le possibilità di espropriazione.

2.10.2 Focus sulle società dell'Asia Orientale

Gli studi che estendono La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), in particolare Stijn Claessens, Simeon Djankov e Larry H. P. Lang (2000) sui paesi asiatici, e Mara Faccio e Lang (2002) e Fabrizio Barca e Marco Becht (2001) sui paesi europei cerca di ampliare il numero di imprese esaminate e talvolta il numero di paesi. Essi confermano le conclusioni di La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999): al di fuori degli Stati Uniti e del Regno Unito, un'ampia percentuale delle grandi imprese ha azionisti di controllo.

In particolare, utilizzando un campione di società al di fuori degli Stati Uniti, si è così meglio in grado di consolidare gli effetti di una grande proprietà che sono così difficili da distinguere nei dati statunitensi. Per fare ciò, Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang investigano la valutazione delle aziende dell'Asia orientale quotate in borsa in relazione alle loro strutture proprietarie. In un lavoro precedente, che verrà citato in seguito, nella trattazione dell'espropriazione hanno scoperto che più di due terzi delle imprese dell'Asia orientale sono controllate da un unico azionista.

Le imprese dell'Asia orientale mostrano una netta divergenza tra i diritti sui flussi di cassa e i diritti di controllo: cioè, il maggiore azionista è spesso in grado di controllare le operazioni di un'impresa con una partecipazione diretta relativamente piccola nei suoi diritti sui *cash flow*. Il controllo è spesso rafforzato al di là delle quote di proprietà attraverso strutture piramidali e partecipazioni incrociate tra le aziende e, talvolta, attraverso azioni a

doppia classe, con la divergenza tra diritti sui *cash flow* e diritti di controllo più pronunciata in imprese a conduzione familiare. Infine, i dirigenti delle società dell'Asia orientale sono solitamente correlati alla famiglia dell'azionista di controllo. Pertanto, è possibile analizzare l'importanza relativa degli incentivi e degli effetti di radicamento nelle società dell'Asia orientale, poiché la proprietà è altamente concentrata e la divergenza tra i diritti sui *cash flow* e i diritti di controllo è elevata, mentre i conflitti tra manager e proprietari sono generalmente limitati.

Claessens et al. (2000) hanno raccolto i dati del 1996 sulla proprietà di società a Hong Kong, Indonesia, Giappone, Corea, Malesia, Filippine, Singapore, Taiwan e Thailandia. Da un campione completo di 5.284 società quotate in borsa nelle nove economie dell'Asia orientale, sono stati raccolti dati sulla proprietà di 2.980 società. Per questa analisi, è stato preso un sottoinsieme di queste imprese. In primo luogo, sono state escluse dal campione tutte le società giapponesi che avrebbero potuto influenzare troppo i risultati a causa del fatto che la maggior parte di esse hanno strutture proprietarie disperse e la proprietà e la gestione sono separate molto più spesso che in altre economie dell'Asia orientale. Gli azionisti più importanti in Giappone sono istituzioni finanziarie ampiamente detenute, anche in questo caso a differenza di molte economie della regione. Ma queste istituzioni finanziarie e le loro società affiliate spesso lavorano insieme per influenzare il governo delle società di proprietà, un fenomeno che non può essere colto dai dati formali sulla proprietà. Pertanto, includere il Giappone nella serie di economie dell'Asia orientale sarebbe stato meno utile per districarsi tra gli effetti di incentivo e di *entrenchment* della concentrazione della proprietà e del controllo. In secondo luogo, sono state escluse le aziende che operano in alcuni settori industriali, in particolare le società finanziarie e i servizi di pubblica utilità

regolamentati. Per le imprese finanziarie, i dati di redditività e di valutazione sono difficili da calcolare e confrontare con le imprese di altri settori. Per le imprese di pubblica utilità regolamentate, la redditività e il valore aggiunto possono essere fortemente influenzati dalle normative governative.

Per determinare l'industria primaria in cui ogni azienda opera, Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang (2002) si sono basati sui dati storici delle vendite dei segmenti di Worldscope.¹⁴ Successivamente hanno determinato il settore a cui ogni azienda appartiene in base al Sistema di Classificazione Industriale Standard (SIC) a due cifre, utilizzando la quota maggiore di fatturato tra le attività dell'azienda in ogni settore.

In terzo luogo, hanno verificato se le imprese consolidassero il proprio stato finanziario e, in caso affermativo, il metodo utilizzato, perché la valutazione può essere distorta dalle norme contabili sul consolidamento.¹⁵ In particolare, può risultare un'eccessiva concentrazione delle vendite e delle voci di bilancio quando le controllate, parzialmente di proprietà, sono trattate come controllate al 100%. Questo metodo tende a sottostimare il vero rapporto a valori di mercato della società consolidata, in quanto il valore contabile include il 100% delle attività delle società controllate, mentre il valore di mercato include solo le effettive partecipazioni possedute. Il rapporto di mercato della società consolidata non viene distorto quando la società utilizza metodi di consolidamento a costo, proporzionale o *equity*.

¹⁴ Il database Worldscope offre dati di report annuali e trimestrali, come vendite, reddito netto e totale attivo.

¹⁵ La Porta et al. (2000) discutono ulteriormente le distorsioni derivanti dai diversi metodi di consolidamento.

Facendo la distinzione tra diritti sui flussi di cassa e diritti di controllo viene utilizzato un punto di soglia oltre il quale si suppone che l'azionista di maggioranza abbia il controllo effettivo sulle società intermedie e finali. Qui viene utilizzato il 10% come punto di taglio nell'analisi empirica perché quel livello è comunemente utilizzato da altri studi.

Inoltre, strutture proprietarie complesse e società affiliate al gruppo presumibilmente aumentano le opportunità di radicamento dei grandi azionisti, anche quando le strutture proprietarie sono simili a quelle delle società indipendenti. Ma l'affiliazione al gruppo può anche influire sulla valutazione delle imprese, in quanto possono esistere trasferimenti finanziari infragruppo che non sono basati sul mercato. Le valutazioni delle società affiliate al gruppo potrebbero essere inferiori o superiori a quelle delle società indipendenti comparabili, a seconda dei costi netti che sostengono o dei benefici netti che ricevono dall'affiliazione al gruppo.

Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang mostrano che la Corea ha la quota maggiore di imprese nel campione, 21,6%, seguita da Hong Kong con il 17,3%. Il campione filippino è il più piccolo, contando il 5,9% delle imprese. Circa il 20% delle società del campione sono nell'industria dei beni durevoli di consumo. Le società dell'industria di base, dell'edilizia, del tessile e del commercio rappresentano ciascuna circa il 13% del campione. Le società petrolifere e i servizi pubblici non regolamentati costituiscono il minor numero di società del campione.

In termini di struttura proprietaria, Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang definiscono le società come società ampiamente possedute o con grandi proprietari finali. Applicando la definizione comunemente usata di una società

ampiamente diffusa come una società che non ha alcun proprietario con il 10% o più di diritti di controllo.

I proprietari finali sono divisi in tre gruppi: le famiglie, compresi tutti gli individui correlati con grandi partecipazioni; lo stato o il comune; e il gruppo combinato di società ampiamente detenute e istituzioni finanziarie ampiamente detenute, come le banche e le compagnie di assicurazione.

Solo il 4% delle società non ha un unico azionista di controllo al livello di soglia del 10% dei diritti di controllo. La tabella 5 mostra anche le strutture proprietarie finali ai livelli di soglia del 20 e 40% per la quota dei diritti di controllo nelle mani del maggiore azionista. Questi livelli di soglia più elevati mostrano quanto siano concentrate le strutture di proprietà.

Tabella 5

Controllo delle società dell'Asia orientale per tipo di proprietario ed economia, 1996 (Percentuale di società del campione)

Tutti i dati si riferiscono al dicembre 1996 o alla fine dell'esercizio finanziario 1996. Per determinare il controllo effettivo a qualsiasi livello intermedio e finale, in tutte le analisi empiriche è stato utilizzato un livello limite del 10%. Al di sopra di tale livello, si presume che l'azionista maggiore abbia un controllo effettivo sulla società intermedia o finale. I livelli di soglia del 20% e del 40% sono anche qui utilizzati per mostrare la distribuzione della grande proprietà tra le economie e i tipi di proprietari.

Fonte: Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 6, 2741-2771.

Economy	Number of Firms in Sample	Percentage of Firms with Dispersed Control	Percentage of Firms with Ultimate Control		
			Family-owned	State-owned	Owned by a Widely Held Corporation or Financial Institution
10 percent cutoff for effective control of the largest shareholder					
Hong Kong	225	0	72	3	24
Indonesia	132	1	73	9	17
Korea, Rep. of	281	13	73	2	12
Malaysia	171	1	75	12	12
Philippines	77	4	51	3	43
Singapore	176	1	55	29	15
Taiwan	129	5	59	2	35
Thailand	110	1	72	5	21
Total	1,301	4	68	8	20
20 percent cutoff for effective control of the largest shareholder					
Hong Kong	225	8	69	1	23
Indonesia	132	6	70	8	16
Korea, Rep. of	281	41	52	0	7
Malaysia	171	11	70	11	9
Philippines	77	19	45	1	34
Singapore	176	9	53	24	14
Taiwan	129	29	47	1	24
Thailand	110	6	68	5	20
Total	1,301	18	60	6	16
40 percent cutoff for effective control of the largest shareholder					
Hong Kong	225	72	20	0	8
Indonesia	132	50	35	5	10
Korea, Rep. of	281	94	5	0	1
Malaysia	171	80	13	2	5
Philippines	77	83	8	1	8
Singapore	176	71	17	5	8
Taiwan	129	93	5	1	1
Thailand	110	53	35	4	8
Total	1,301	77	16	2	5

Il 18% delle società è ampiamente detenuto al livello di soglia del 20%. Al contrario, il 77% è ampiamente detenuto al livello del 40%, il che indica che in molte società, l'azionista di maggioranza ha una quota di controllo inferiore al 40%. Ai livelli di controllo più bassi, le famiglie sono i maggiori azionisti, coprendo più di due terzi delle società al livello di soglia del 10% e tre quinti al livello del 20%.

In Corea, il 41% delle società è ampiamente detenuto, mentre in Indonesia e Thailandia solo il 6% delle società rientra in questa categoria, il che indica che le strutture proprietarie sono molto più concentrate in Indonesia e Thailandia. Il controllo statale è elevato a Singapore (24%), mentre il controllo da parte di società e istituzioni finanziarie è importante nelle Filippine (34%).

I ricercatori hanno utilizzato, inoltre, il market to book ratio e il Q di Tobin per misurare le variazioni dei valori di mercato derivanti da diverse strutture proprietarie. Il valore di mercato è qui definito come la somma del valore di mercato delle azioni ordinarie e del valore contabile del debito e delle azioni privilegiate. Per calcolare il valore del capitale proprio, vengono utilizzate le azioni ordinarie di fine 1996 e i prezzi delle azioni, entrambe tratte da Worldscope. Il valore contabile delle attività è quello riportato nei bilanci delle imprese. I rapporti medio e mediano market to book delle società del campione sono riportati nella tabella 6. La tabella fornisce informazioni sul valore relativo delle imprese in base al settore industriale principale e all'economia di origine.

Tabella 6

Il campione di società dell'Asia orientale quotate in borsa a livello economico e industriale

Questa tabella mostra la distribuzione delle società del campione tra le industrie e le economie.

Fonte: Claessens S.n, Djankov S., Fan J., Lang L., (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", Journal of Finance, 6, 2741-2771.

Industry	Hong Kong	Indonesia	Korea, Rep. of	Malaysia	Philippines	Singapore	Taiwan	Thailand	Total
Petroleum									
Mean	0.77	0.37	1.76	1.31	1.19	2.29	1.15	1.20	1.51
Median	0.77	0.37	1.50	1.59	1.01	1.40	1.15	1.20	1.20
Consumer durables									
Mean	1.31	0.92	1.30	1.94	1.48	1.59	1.67	1.20	1.40
Median	1.08	0.79	0.99	2.00	1.24	1.29	1.64	1.23	1.18
Basic industry									
Mean	1.63	1.62	1.10	2.00	1.21	1.67	1.69	1.57	1.48
Median	1.47	1.24	0.99	1.78	1.06	1.47	1.34	1.31	1.17
Food and tobacco									
Mean	1.85	1.65	1.10	1.72	1.13	2.16	1.42	1.40	1.55
Median	1.51	1.45	1.01	1.35	0.92	1.88	1.22	1.31	1.24
Construction									
Mean	1.12	1.35	1.13	1.52	1.53	1.19	1.53	1.24	1.32
Median	1.11	1.38	0.89	1.25	1.18	1.18	1.40	1.02	1.14
Capital goods									
Mean	1.35	1.37	1.27	2.13	0.76	1.61	1.44	1.16	1.41
Median	1.17	1.41	0.91	1.74	0.57	1.58	1.20	1.07	1.17
Transportation									
Mean	1.10	1.38	1.46	1.41	1.56	1.56	1.79	1.23	1.37
Median	1.12	1.26	0.94	1.30	1.56	1.43	1.53	1.22	1.24
Unregulated utilities									
Mean	0.94	1.88	1.93	1.89	1.12	1.76	1.94	3.18	1.79
Median	0.89	1.88	2.08	1.51	1.06	1.51	1.94	1.88	1.42
Textiles and trade									
Mean	1.38	1.15	1.11	1.47	1.16	1.40	1.50	1.04	1.27
Median	1.08	1.02	1.00	1.43	0.97	1.29	1.18	0.85	1.07
Services									
Mean	1.07	1.30	2.43	1.94	1.51	1.66	1.50	1.91	1.68
Median	0.99	1.53	2.34	1.18	1.87	1.58	1.60	1.11	1.36
Leisure									
Mean	1.24	1.65	1.68	1.50	1.32	1.53	2.22	1.13	1.43
Median	1.25	1.58	1.80	1.32	1.32	1.31	2.22	1.21	1.32
Total									
Mean	1.31	1.36	1.25	1.70	1.25	1.63	1.59	1.38	1.43
Median	1.12	1.13	1.00	1.43	1.06	1.38	1.35	1.22	1.19

Le imprese di servizi pubblici non regolamentati hanno la più alta valutazione delle imprese, con un rapporto medio mercato a libro di 1,79 e una mediana di 1,42. Anche le società di servizi e per il tempo libero hanno valutazioni elevate. I valori delle imprese sono

più bassi nel settore tessile e del commercio, con un rapporto medio *market-to-book* di 1,27 e una mediana di 1,07.

2.10.3 Diritti di controllo e diritti di proprietà per le società dell'Asia Orientale

Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang testano due ipotesi, in relazione alle società dell'Asia Orientale.

La prima è che quanto più concentrati sono i diritti di flusso di cassa nelle mani dell'azionista di maggioranza, tanto più forte è l'incentivo dell'azionista a far funzionare correttamente l'impresa, poiché far funzionare correttamente l'impresa aumenterebbe la sua ricchezza; allo stesso modo, il suo incentivo a ridurre il valore dell'impresa estraendo benefici privati è più debole, poiché così facendo abbasserebbe la sua ricchezza. Entrambi gli effetti dovrebbero tradursi in una relazione positiva tra i valori dell'impresa e i diritti di flusso di cassa dell'azionista più importante.

Al contrario, la seconda ipotesi sostiene che quanto più la ricchezza è concentrata è nelle mani del maggiore azionista, tanto più l'azionista è consolidato, e meglio è in grado di estrarre valore a scapito del valore dell'impresa. Questa ipotesi suggerisce un rapporto negativo tra i valori aziendali e i diritti di controllo dell'azionista di maggioranza.

Il problema dell'agenzia del radicamento e dell'estrazione del valore sarà particolarmente pronunciato quando ci sarà una grande divergenza tra i diritti di controllo e i diritti di cash-flow.

Per indagare queste due ipotesi, vengono presentate due figure. L'analisi inizia tracciando l'associazione tra il rapporto *market to book* e la quota di cassa dell'azionista di maggioranza (Figura 1).

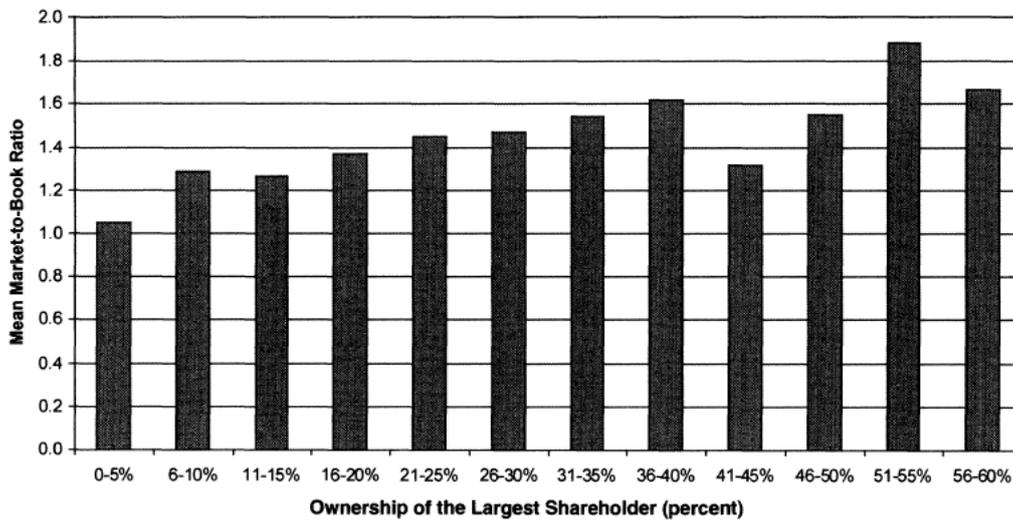


Figura 1. Valutazione delle società e proprietà del maggiore azionista delle società dell'Asia orientale, 1996.

Fonte: Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 6, 2741-2771.

Il valore dell'azienda, misurato in base al rapporto *market to book*, aumenta generalmente con la quota di diritti di cash-flow nelle mani del maggiore azionista. Questo modello è coerente con l'effetto incentivante positivo di una maggiore proprietà dei flussi di cassa sul valore aziendale. Ma il rapporto non è monòtono.

La proprietà da parte dei maggiori azionisti (dal 41 al 50%), ad esempio, è associata ad una valutazione media di mercato inferiore rispetto ad una proprietà dal 36 al 40%, e la differenza è statisticamente significativa. La proprietà dal 51 al 55% è associata ai più alti rapporti di *market to book*, con una valutazione in calo per una concentrazione della proprietà superiore al 55%.

L'associazione tra la valutazione dell'impresa e la separazione dei diritti di controllo e di proprietà è illustrata nella figura 2. La figura suggerisce che quanto più grande è il cuneo tra i diritti di controllo e di proprietà, tanto minore è la valutazione di un'impresa.

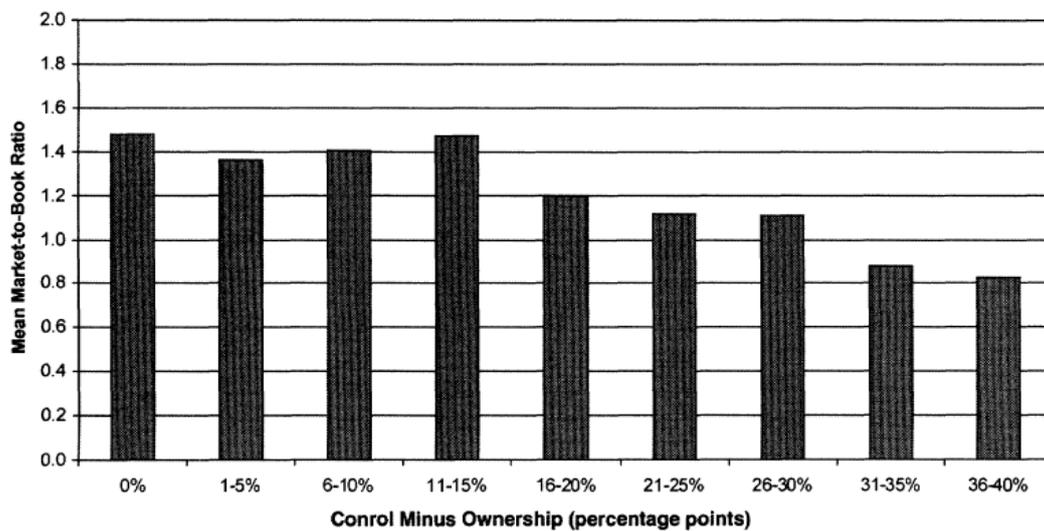


Figura 2 Valutazione delle società e differenza tra il controllo e la proprietà del maggiore azionista delle società dell'Asia orientale, 1996.

Fonte: Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 6, 2741-2771.

Le società senza separazione dei diritti di controllo e di proprietà hanno il valore più alto.

Le società con una separazione di più di 35 punti percentuali, ossia quando i diritti di controllo del maggiore detentore di azioni superano i suoi diritti di proprietà di 35 punti percentuali o più, hanno il valore più basso. Anche in questo caso, il rapporto non è monotono.

Le società con livelli di separazione moderati, come ad esempio da 11 a 15 punti percentuali, sono valutate superiori rispetto alle società con livelli di separazione da 1 a 10 punti percentuali. Una volta che la separazione della proprietà e del controllo raggiunge i 15 punti percentuali, tuttavia, c'è una diminuzione monotona del valore aziendale.

Tali due figure forniscono prove suggestive delle due ipotesi di Claessens Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan e Larry Lang.

La figura 1 fornisce prove a favore degli effetti incentivanti associati ai diritti di flusso di cassa nelle mani dell'azionista di maggioranza. La figura 2 è coerente con l'effetto di radicamento.

Ma in entrambe le figure, l'associazione con il rapporto *market to book* non è monòtono, e qui non sono stati controllati altri fattori che influenzano la valutazione dell'azienda. Pertanto, è necessaria un'analisi multivariata che tenga conto dei rapporti non lineari per indagare più precisamente le ipotesi di incentivo e di radicamento.

Includendo anche due variabili di controllo specifiche (crescita delle vendite dell'anno precedente e investimenti relativi alle vendite dell'anno precedente), comunemente usate negli studi di valutazione dell'azienda, l'aspettativa è che entrambe le variabili abbiano un rapporto positivo con il valore dell'azienda, poiché rappresentano le prospettive di crescita e gli investimenti di un'azienda. Viene inclusa anche l'età (misurata in anni dalla fondazione) e la dimensione dell'azienda (misurata dal logaritmo delle attività totali dell'anno precedente). Da un lato, ci si aspetta che l'età e le dimensioni siano positivamente correlate al valore dell'impresa: le imprese più vecchie e più grandi hanno una migliore divulgazione, un trading più liquido, una maggiore attenzione da parte degli analisti e attività più diversificate che portano a minori rischi di difficoltà finanziarie. (Claessens et al. (1999) mostrano che la diversificazione è associata ad uno sconto sul valore per le imprese dell'Asia orientale). D'altro canto, le imprese più giovani e più piccole possono avere maggiori opportunità di crescita.

Utilizzando questo insieme di variabili non si introducono collinearità significative nelle regressioni, perché le correlazioni tra le variabili sono molto basse. Vengono incluse anche variabili fittizie di settore in tutte le regressioni per correggere eventuali differenze di valutazione tra i settori. Il test moltiplicatore di Breusch e Pagan (1980) rifiuta l'ipotesi nulla che gli errori siano indipendenti all'interno degli stessi paesi, suggerendo che non è possibile utilizzare una specifica di effetti fissi. Per correggere le correlazioni all'interno dell'economia, Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang utilizzano una specifica di effetti casuali che presuppone che ogni campione abbia una componente variabile esplicativa comune, la qual cosa può differire da un'economia all'altra.

Viene effettuata l'analisi con tre specificazioni, con la prima la regressione di base, la seconda la regressione di base con l'aggiunta di un elemento fittizio per sapere se l'azienda consolida i propri bilanci, e la terza una specifica che indaga sulla possibile non-monotonicità del rapporto. Per tutte e tre le specifiche di regressione, il risultato è che la concentrazione della proprietà è positiva e associata ad una maggiore valutazione aziendale ad un livello statisticamente significativo (1%). Un aumento di una deviazione standard della quota di partecipazione del maggiore azionista induce ad un aumento del rapporto *market to book*.

Tuttavia, gli aumenti dei diritti di controllo sui diritti di proprietà sono associati a valori aziendali inferiori per tutte e tre le specifiche. Coerentemente con la figura 2 che suggerisce che il grado di consolidamento del maggiore azionista a scapito del valore dell'impresa (e di altri azionisti) potrebbe essere più elevato quando vi è un divario di oltre 15 punti percentuali tra i diritti di controllo e i diritti di flusso di cassa. I risultati della regressione non sembrano essere influenzati dal consolidamento dei bilanci delle imprese. L'importanza

per questo campione di un alto livello di separazione tra diritti di controllo e diritti di *cash flow* è confermata dal risultato di regressione che include due variabili binarie. La prima variabile binaria – il controllo supera la proprietà – è uguale a 1 quando i diritti di controllo superano i diritti sui flussi di cassa. La seconda variabile binaria - il controllo supera la proprietà, molto superiore - equivalente a 1 quando la separazione tra diritti di controllo e diritti di flusso di cassa supera la separazione mediana per tutte le imprese con separazione. Questa separazione mediana è di 15,1 punti percentuali. La prima *dummy* ha un coefficiente negativo ma non è statisticamente significativo. La seconda *dummy* è statisticamente significativa al livello dell'1%. Tale risultato suggerisce che, per questo campione di imprese, un ampio cuneo tra le quote di controllo e di proprietà porta a perdite di valore. Questo cuneo critico di circa 15 punti percentuali contrasta con i risultati di Morck et al. (1988), che mostrano che l'effetto di radicamento per i manager-proprietari statunitensi diventa evidente ad una bassa concentrazione di controllo, a partire da poco più del 5%. Questa differenza può essere dovuta al fatto che, in Morck et al. e Stulz (1988), et al. il radicamento deriva dalla capacità dei manager di impedire le acquisizioni. Negli Stati Uniti è possibile impedire le acquisizioni con una bassa concentrazione di proprietà. Ma, in Asia orientale, le acquisizioni sono rare.

Presumibilmente, lo sconto di valutazione determinato dai proprietari radicati nell'Asia orientale deriva da azioni che possono includere benefici privati ed espropriazione diretta attraverso il trasferimento di ricchezza finanziaria a società affiliate, che richiederebbero grandi quote di controllo. La riduzione di tali comportamenti da parte dei grandi azionisti necessiterebbe di un'azione forte da parte degli azionisti di minoranza, un compito difficile

in queste economie a causa della loro debole *governance* aziendale e della loro scarsa applicazione (Johnson et al. (2000)).

Tra le altre variabili esplicative, la crescita delle vendite dell'anno precedente e le dimensioni dell'azienda hanno un significativo potere esplicativo nella regressione, con una crescita delle vendite che mostra un coefficiente positivo e la dimensione un coefficiente negativo. Il primo dato conferma le aspettative, perché una crescita più elevata riflette migliori opportunità di crescita futura e quindi una valutazione più elevata dell'azienda. Il secondo suggerisce che per questo campione, essere più piccoli porta ad una valutazione relativa più alta, suggerendo che le piccole imprese hanno migliori prospettive di crescita. Dato il contesto dell'Asia orientale, i valori più bassi per le grandi imprese possono anche derivare da una diversificazione più ampia (Claessens et al. (1999)).

Claessens et al. (2002) studiano anche il rapporto tra valutazione dell'impresa e proprietà e controllo nelle mani del maggiore azionista a livello economico. Diritti di proprietà più elevati nelle mani del più grande proprietario sono associati a valutazioni più elevate in sei economie, e questo rapporto è statisticamente significativo in tutte e sei, eccetto le Filippine. Singapore e Taiwan mostrano una relazione negativa tra diritti di proprietà e valutazione delle imprese, ma tale relazione è statisticamente significativa solo a Singapore. La maggior parte dei coefficienti sui diritti di proprietà per i campioni di un'economia specifica sono più grandi di quelli per un campione complessivo. Ciò è particolarmente vero nelle economie con un governo societario più debole, come l'Indonesia e la Corea, il che suggerisce che gli effetti incentivanti della concentrazione della proprietà sono più importanti in questi contesti, in linea con i risultati di La Porta et al. (2002). Il cuneo tra i diritti di proprietà e controllo è associato a minori valutazioni in tutte le otto economie e questo rapporto è

statisticamente significativo a Hong Kong, Indonesia, Malesia e Thailandia. Anche queste quattro economie mostrano un coefficiente positivo, statisticamente significativo per le quote di proprietà, il che suggerisce che gli effetti dell'incentivo e il radicamento possono andare di pari passo. Che i coefficienti siano più grandi suggerisce che mentre gli effetti incentivanti della concentrazione della proprietà possono essere più importanti in contesti con un governo societario debole, così anche gli effetti di radicamento con conseguenti effetti netti poco chiari della concentrazione della proprietà sul valore aziendale.

Supponendo, inoltre, che l'azionista maggiore consideri la sua azienda sopravvalutata e voglia investire il suo denaro altrove. Potrebbe quindi voler abbassare i suoi diritti di proprietà ma mantenere i suoi diritti di controllo. Si potrebbe, poi, scoprire che, man mano che le deviazioni diventano grandi, la valutazione dell'azienda diventa più bassa, ma questo direbbe poco sul possibile effetto di radicamento della separazione del controllo e della proprietà. Questa possibilità implicherebbe cambiamenti nei modelli di proprietà e di controllo che sono seguiti (con un certo ritardo) da valutazioni inferiori. Sembra tuttavia improbabile che le imprese possano modificare rapidamente e frequentemente i loro assetti proprietari alla luce di sopravvalutazioni o sottovalutazioni temporanee.

I risultati sono coerenti con gli studi precedenti sugli effetti di incentivazione associati all'aumento dei diritti di *cash-flow* nelle mani di uno o pochi azionisti. Tuttavia, è stato scoperto che l'effetto di radicamento dei diritti di controllo ha un effetto negativo sul valore aziendale. Questa conclusione integra quella di Morck, Stangeland e Yeung (2000). I risultati integrano anche quello di La Porta et al. (2002), che documenta valutazioni più basse per aziende in paesi in cui la protezione degli azionisti di minoranza è peggiore. Questi paesi tendono ad avere strutture proprietarie più concentrate.

Shleifer e Vishny (1997, p. 759) sostengono che *"man mano che la proprietà va oltre un certo punto, i grandi proprietari acquisiscono quasi il pieno controllo dell'azienda e sono abbastanza ricchi da preferire l'uso di aziende per generare benefici privati di controllo che non sono condivisi da azionisti di minoranza"*.

Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) sostengono che separare i diritti di controllo dai diritti di *cash flow* può creare costi di agenzia dell'ordine di grandezza maggiore dei costi associati ad un azionista di controllo che ha anche la maggioranza dei diritti di *cash flow* nella sua società.

3. I gruppi societari aziendali

3.1 Il capitalismo e il radicamento economico

La misura in cui si verifica la concentrazione di potere del governo societario può essere utilizzata per organizzare economie base ad un sistema metrico con due endpoint ideali-
stici. Un punto finale, il capitalismo diffuso, meglio approssimato dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, è caratterizzato da numerose grandi società indipendenti, ognuna delle quali è di proprietà di una moltitudine di piccoli investitori i cui diritti di proprietà sono ben protetti da leggi efficaci. L'altro *endpoint*, il capitalismo oligarchico, approssimato dalla maggior parte delle economie dell'Asia orientale e dell'America Latina, è caratterizzato da investitori pubblici che detengono partecipazioni di minoranza in grandi società controllate da poche famiglie attraverso piramidi di controllo. Randall Morck, Daniel Wolfenzon e Bernard Yeung ritengono che le due estremità della metrica, capitalismo diffuso e capitalismo oligarchico, rappresentino due diversi risultati dell'economia politica.¹⁶

Da un lato, gli oligarchi esercitano la loro influenza per raggiungere politiche che preservano ed espandono il loro potere di governo aziendale e quindi sostengono un controllo aziendale concentrato. Questo, a sua volta, preserva e amplia le risorse a loro disposizione per ulteriori attività di *lobbying* politico. Gli obiettivi di questo *lobbying* sono

¹⁶ In Morck R., Wolfenzon D., Yeung B., (2005), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", *Journal of Economic Literature*, 43 3, 655-720

presumibilmente politiche volte a limitare i diritti degli investitori pubblici, ad impedire l'ingresso di nuove imprese e ad innalzare le barriere al commercio internazionale e ai capitali.

La concomitanza di capitalismo oligarchico, istituzioni deboli e crescita lenta in un equilibrio stabile, viene chiamata *entrenchment* economico. Un tale risultato è un equilibrio politico non ottimale per l'economia. Si noti che ciò è deliberatamente distinto dal radicamento dei manager nel settore della finanza aziendale, dove i manager non ottimali non possono essere estromessi e la performance dell'azienda ne risente.

Il concetto di *entrenchment* economico si propone come un anello di *feedback*, in cui le istituzioni deboli pongono i poteri di governo societario nelle mani di un piccolo gruppo di élite, che poi fa pressione sulle istituzioni deboli per mantenere il loro controllo concentrato sulle grandi aziende dei paesi - capitalismo oligarchico.

In primo luogo, affidare il governo societario della maggior parte del settore aziendale di un paese ad una piccola *élite*, specialmente attraverso piramidi di controllo, dà a quell'*élite* enormi vantaggi nel *lobbying* politico. In secondo luogo, tali oligarchi fanno pressione per ottenere diritti di proprietà deboli se preferiscono maggiori benefici privati di controllo a un migliore accesso alle capacità degli investitori esterni. Così, l'*élite* preferisce forti diritti di proprietà privata solo in alcune circostanze, mentre il resto della popolazione preferisce sempre forti diritti di proprietà privata. In terzo luogo, il radicamento economico richiede che gli addetti ai lavori politici considerino i benefici della cooperazione con gli oligarchi come superiori ai costi, nonostante i suoi effetti negativi sulla popolazione in generale.

Questo quadro di riferimento non implica che il radicamento economico sia inevitabile.

Mentre le famiglie benestanti sono probabilmente importanti per l'*entrenchment* economico in molti paesi, il problema non è probabilmente limitato ai paesi i cui settori aziendali sono ostacolati da piccole cricche di famiglie estremamente facoltose. Anche altri tipi di *élite* possono consolidarsi in posizioni di controllo sui beni aziendali e comportarsi come famiglie d' *élite*, generando un simile mercato di capitale, elevate barriere all'ingresso e un ritmo lento di innovazione.

Secondo Randall Morck i gruppi imprenditoriali ispirano molta confusione:¹⁷ gli americani e gli inglesi ritengono che il capitalismo abbia imposto una concorrenza vivace - massimizzando l'efficienza; diversa risulta essere l'opinione del resto del mondo, secondo cui il capitalismo ha trasformato l'economia in una manciata di vecchie famiglie ricche di denaro.

Nessuna delle due parti accorda all'altra molta libertà d'azione: gli americani e gli inglesi si meravigliarono delle teorie cospirative che circolavano in parti del mondo meno illuminate; gli altri si meravigliarono dell'ingenuità degli anglosassoni.

Solo di recente ciascuna parte ha conferito legittimità all'opinione dell'altra. Risulta che entrambi abbiano ragione e, di conseguenza, il capitalismo viene inteso in modo differente nei diversi paesi. Sorprendentemente, questo deriva in gran parte - in primo luogo, sostiene Morck- da differenze nella *Corporate Governance* per quanto riguarda i gruppi piramidali.

I paesi in cui i gruppi imprenditoriali sono importanti hanno spesso organismi articolati di *Business Group Law*; questi definiscono con precisione i doveri del gruppo, i doveri dei dirigenti e degli amministratori delle società del gruppo nei confronti del gruppo rispetto alle

¹⁷ In "The riddle of the great pyramids" del 2009.

loro società, i doveri di una società del gruppo nei confronti di un'altra, i doveri degli azionisti di controllo nei confronti degli azionisti pubblici, e così via. I problemi sorgono poiché le definizioni, i doveri differiscono da un paese all'altro. Ad esempio, i governi canadesi definiscono un gruppo come due o più società quotate in borsa con un azionista di controllo comune che detiene almeno il 20% dei voti, o che esercita il controllo attraverso posizioni di consiglio di amministrazione dedicate e simili. Una soglia inferiore al 51% ha senso perché la maggior parte dei piccoli azionisti vota raramente. Al contrario, la Cina definisce un gruppo aziendale come qualsiasi insieme di società giuridicamente distinte, quotate o meno, sotto controllo comune (Lee & Kang). Questo permette un vivace dibattito su cosa costituisce un gruppo, dove si trovano i confini del gruppo, e anche se esistono confini definiti (Khanna & Yafeh 2007).

Dal momento che le aziende di molti grandi gruppi imprenditoriali popolano molte industrie diverse, alcuni autori britannici e americani etichettano erroneamente i gruppi imprenditoriali come conglomerati. Secondo la maggior parte della letteratura finanziaria (La Porta et al. 1999), si definisce un gruppo come due o più società quotate sotto un comune azionista di controllo e si presume che il maggiore azionista votante abbia almeno il 20% o, in alternativa, il 10%. Inoltre, la letteratura distingue nettamente i gruppi commerciali dai conglomerati - singole società con divisioni in più settori - e dalle *holding* - società madri con filiali.

3.2 Società affilate ed effetti sulla valutazione dell'impresa

Un investitore può ottenere diritti di controllo in una società Z in eccesso rispetto ai suoi diritti di proprietà attraverso la piramide, cioè, possedendo Z indirettamente attraverso un'altra società Y. Il controllo di Y dà quindi il controllo su tutti i diritti di voto di Y in Z, che in genere superano la partecipazione dell'investitore in Z attraverso la sua partecipazione parziale in Y. Più in generale, se possiede una frazione x delle azioni della società X, che possiede una frazione y delle azioni della società Y, che, a sua volta, possiede una frazione z delle azioni di Z, allora, attraverso questa catena di proprietà, possiede una frazione xyz delle azioni di Z. Tuttavia, la sua quota dei diritti di controllo di Z attraverso questa catena di controllo può essere misurata dal suo anello più debole, cioè il minimo di x , y e z . Ad esempio, un investitore che possiede il 50% delle azioni di X, che possiede il 40% delle azioni di Y, che, a sua volta, possiede il 30% delle azioni di Z, ha il 6% dei diritti di proprietà di Z, ma il 30% dei suoi diritti di controllo.

Le osservazioni all'interno dei gruppi di imprese possono non essere indipendenti a causa della proprietà comune e della gestione talvolta comune dei membri di tali gruppi, il che può portare a trasferimenti finanziari infragruppo che non sono necessariamente basati sul mercato.

Rielaborando le regressioni di cui si è parlato nel capitolo 2 sugli effetti della struttura proprietaria, Claessens et al. Includendo in un unico gruppo tutte le imprese che appartengono allo stesso, se fanno parte di un insieme di imprese collegate per piramide o se hanno partecipazioni incrociate con altre imprese. Questa definizione porta ad un insieme più ampio di società affilate rispetto all'uso convenzionale dei legami di proprietà al di sopra di una certa soglia.

Questi autori utilizzano due specifiche di regressione alternative quando confluiscono in una singola osservazione tutte le osservazioni all'interno di ciascun gruppo aziendale. La prima regredisce il rapporto mediano *market to book* all'interno di un gruppo aziendale sulle mediane delle variabili esplicative di tutte le società appartenenti a quel gruppo. Le imprese indipendenti, vale a dire le imprese non appartenenti ad alcun gruppo, sono trattate come osservazioni separate in questa regressione. Nella seconda specifica, si soppesano le osservazioni all'interno del gruppo con pesi pari alle attività conferite da ciascuna impresa al gruppo come quota delle attività totali del gruppo, dando maggiore importanza ai grandi membri del gruppo.

Claessens et al. (2000) dimostrano che le imprese più piccole hanno maggiori probabilità di essere ostacolate da un unico azionista. Inoltre, le stesse traggono maggior valore dall'affiliazione al gruppo rispetto alle grandi imprese.

Le regressioni effettuate da Claessens et al. (2000) mostrano che i coefficienti delle variabili di proprietà sono simili ai precedenti da loro trovati, suggerendo che la distribuzione delle dimensioni dell'impresa all'interno di ciascun gruppo di imprese non altera i risultati.

Un confronto generale suggerisce che gli effetti di radicamento sono ugualmente gravi nelle imprese affiliate al gruppo, in quanto i beneficiari sono simili indipendentemente dal fatto che tutte le imprese affiliate ad un unico gruppo siano ridotte ad un'unica osservazione. Nel complesso, i risultati della regressione mostrano che la dipendenza tra le aziende dei gruppi aziendali non altera i principali risultati di Claessens et al. (2000) per quanto riguarda la valutazione o la proprietà e le strutture di controllo.

3.3 Gruppo piramidale a proprietà familiare

L'impresa familiare di un gruppo di imprese controlla un primo livello di società quotate, ciascuna delle quali controlla un numero ancora maggiore di società quotate, che a loro volta controllano ancora altre società quotate - in una cascata di controllo sempre più ampia.

In ogni caso, un'impresa controlla l'altra con un ampio pacchetto azionario e le azioni rimanenti dell'impresa controllata sono vendute ad azionisti pubblici. Ovviamente, un blocco del 51% conferisce il controllo, ma in pratica i piccoli azionisti spesso non votano, così tanti blocchi più piccoli - 20, 10, o anche 5%, sono sufficienti per permettere ai dirigenti della società di livello superiore di nominare gli amministratori e i funzionari della società di livello inferiore.

L'importanza più immediata dei gruppi piramidali commerciali è il loro notevole potere di magnificare semplicemente le fortune di una famiglia numerosa per ottenere il controllo di beni aziendali che valgono molto di più, e in alcuni casi si sommano a frazioni sostanziali di un'economia nazionale.

Il funzionamento è così esemplificato da Morck:¹⁸ l'azienda di famiglia nella Figura 2 vale un miliardo di dollari, e questa azienda è tutta di proprietà della famiglia. Tuttavia, la piramide può ingigantire questo “misero” miliardo di dollari per controllare una parte considerevole dell'economia nazionale.

¹⁸ Morck Randall (2009), “The Riddle of the Great Pyramids”, 5.

In queste strutture, un'impresa familiare controlla un primo livello di imprese quotate (in questo caso, imprese A1 e A2), ciascuna delle quali controlla altre imprese quotate (ad esempio, A1 controlla B1 e B2). Ognuna di queste, a sua volta, controlla un numero ancora maggiore di imprese quotate in borsa, e così via. Un blocco di controllo delle azioni di ogni impresa è detenuto dall'impresa di cui sopra, mentre le azioni rimanenti sono vendute ad investitori pubblici. Al culmine, la famiglia controlla l'azienda di famiglia, e quindi tutte le aziende che si estendono al di sotto di essa.

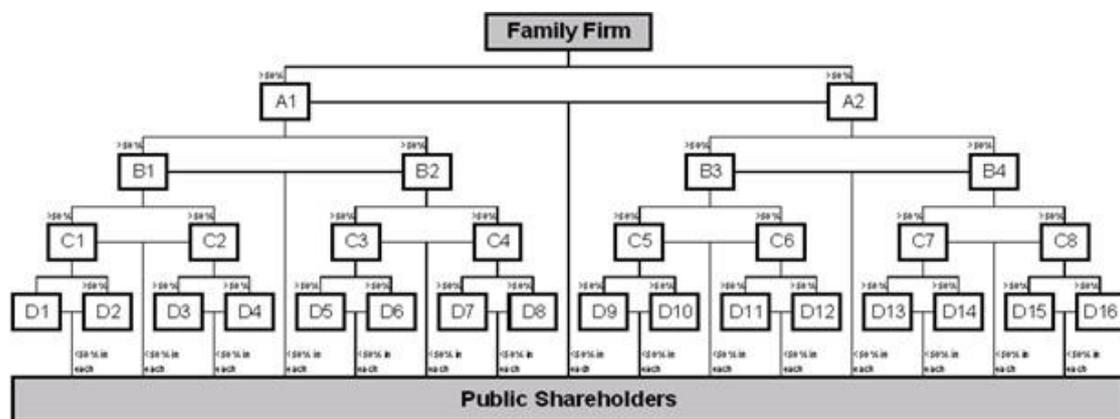


Figura 3. Un gruppo aziendale piramidale stilizzato.
Fonte: Morck, Randall (2009), "The Riddle of the Great Pyramids", 5.

Supponendo che l'azienda familiare controlli B1 e B2, anche aziende che valgono un miliardo di dollari ciascuno, possedendo un blocco del 50% più una quota in ciascuno. Questo mette due miliardi di dollari di beni aziendali sotto il controllo della famiglia. Il livello successivo moltiplica il controllo su queste due società su quattro miliardi di dollari, e i livelli successivi moltiplicano tutto questo in un controllo su società su otto, poi sedici e poi trentadue miliardi di dollari. Aggiungendo livelli aggiuntivi, la famiglia può far leva sulla sua

fortuna da un miliardo di dollari per controllare le attività di un gruppo arbitrariamente grande di società operative nel livello più basso.

Poiché il controllo familiare sui gruppi piramidali comporta spesso l'assegnazione di membri della famiglia in posizioni chiave nell'esecutivo e nel consiglio di amministrazione, il potere di governo societario può spesso basarsi sui legami familiari e sulla capacità di proteggere gli interessi della famiglia che controlla, piuttosto che sull'abilità. I consigli di amministrazione della società di primo livello nominano i consigli di amministrazione delle società di secondo livello, che, a loro volta nominano, in seguito, i consigli di amministrazione delle società di terzo livello. In questo modo si ottiene il controllo familiare su tutte le aziende della piramide. La famiglia nomina i consigli di amministrazione delle società di primo livello e quindi può collocare i membri della famiglia in posizioni dominanti nei consigli di amministrazione e come *top executive*. Si noti che il radicamento attraverso le piramidi di controllo familiare è intimamente legato alla nomina dei membri della famiglia nei consigli di amministrazione dell'azienda al vertice e di altre aziende in tutta la piramide.

Volpin, inoltre, dimostrò che i membri della famiglia sono sostituiti meno spesso dei manager professionisti e che la loro sensibilità del *turnover* alle prestazioni è significativamente inferiore a quella dei CEO non familiari.

I grandi gruppi piramidali che comprendono decine, addirittura centinaia, di aziende quotate e non quotate, affidano il governo di ampie fasce dei grandi settori economici di molti paesi nelle mani di alcune delle loro famiglie più ricche. Queste strutture sostituiscono plausibilmente le deboli istituzioni di mercato in economie in fase di rapida industrializzazione.

Il fatto che il controllo familiare sia diffuso in tutto il mondo è interessante. Ciò che rende questa situazione importante è che le piramidi di controllo concentrano le decisioni aziendali di un paese in pochissime mani. I settori delle grandi imprese, escluse le imprese statali della maggior parte dei paesi sono controllati prevalentemente da famiglie molto ricche. Le piramidi di controllo consentono a queste famiglie non solo di controllare una grande impresa, ma molte grandi imprese che nel loro insieme valgono sostanzialmente di più della vera ricchezza della famiglia.

Shleifer (1997) sottolinea che, in economie con diritti di proprietà generale deboli, i ricchi possono investire nella protezione privata dei loro diritti di proprietà. Ciò si traduce in un'applicazione privata dei loro diritti di proprietà e nell'assenza di protezione dei diritti di proprietà per gli altri. La capacità imprenditoriale, come altre dimensioni dell'intelligenza, è probabilmente solo parzialmente ereditaria. In media, la capacità imprenditoriale dei rampolli oligarchici di famiglia dovrebbe regredire costantemente verso la media della popolazione ad ogni generazione successiva, come modellato da Caselli e Gennaioli (2003). L'intelligenza per dirigere un grande gruppo imprenditoriale non è probabilmente più ereditaria dell'intelligenza generale (Herrnstein & Murray 1994; Kincheloe et al. 1996), tanto che il magnate americano Warren Buffet sottolinea (Whyte 2007):

"...se dovessimo scegliere la nostra squadra olimpica degli Stati Uniti basata sul figlio maggiore e la figlia maggiore di coloro che ci hanno rappresentato in tutti gli eventi di 24 anni fa, penseremmo che fosse asinino; ma consegnare le risorse della società, e le risorse per comandare il lavoro della società e i materiali della società, ad un gruppo di persone semplicemente perché hanno il giusto cognome mi sembra altrettanto sciocco."

Anche con un erede competente, le faide familiari possono compromettere seriamente un'impresa (Bertrand et al. 2008). Che tali controversie destabilizzino un'impresa, non è una grande problema. Ma se destabilizzano la *governance* di un enorme gruppo di imprese che costituiscono una parte apprezzabile dell'economia di un paese, tali controversie possono assumere un'importanza macroeconomica (Morck et al. 2005c).

Come ha sottolineato il fondatore di Nissan Aikawa (1934), una fondamentale *raison d'être* delle piramidi di controllo è precisamente che si bloccano nel controllo. Cioè, una struttura piramidale è essa stessa un mezzo per radicare l'azionista di controllo senza il costo di mantenere una grande partecipazione azionaria, né le macchinazioni di dover stabilire pillole di veleno o consigli scaglionati. Le piramidi di controllo sono di per sé semplici e altamente efficaci dispositivi antitakeover.

Strutture come nella figura 3 a volte aumentata dalla supervisione delle azioni, dai diritti speciali di nomina degli amministratori e dalle partecipazioni incrociate - consentono a una famiglia di controllare metà dell'economia svedese, per esempio, per capitalizzazione di mercato (Hogfeldt, 2005); consentono a due famiglie, per esempio, di controllare quasi la metà delle grandi imprese indiane per attività (Sarkar, capitolo 10).

Gruppi imprenditoriali piramidali come questi permettono a poche famiglie benestanti di controllare le economie nazionali. È per questo che il capitalismo ha un aspetto così diverso nei diversi paesi. In alcuni paesi, le singole famiglie utilizzano questa tecnica per controllare fette considerevoli, e persino predominanti, della capitalizzazione di mercato del paese. È ancora notevolmente in contrasto con la visione anglo-americana del capitalismo il fatto che una, dodici o venti famiglie ricche, ciascuna delle quali controlla un impero di decine - a volte centinaia - di società quotate e non quotate.

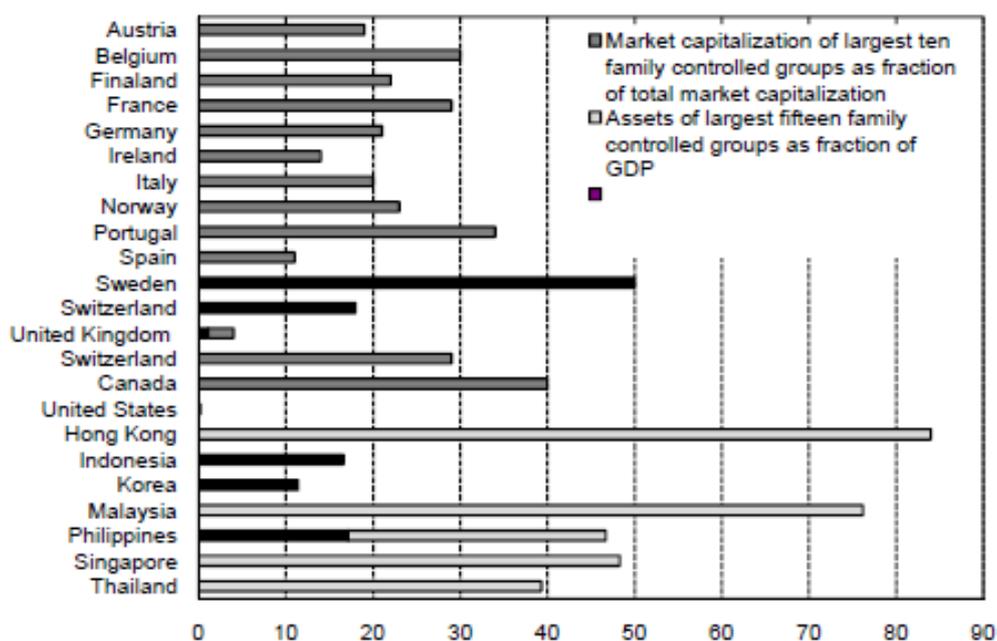


Figura 4.

Grandi Piramidi del Mondo. L'importanza dei gruppi imprenditoriali piramidali familiari in vari Paesi

Fonte: Morck, Randall, (2009), "The Riddle of The Great Pyramids", Working Paper 14858.

La figura 4 confronta le attività o le capitalizzazioni di mercato delle maggiori imprese, una, dieci o quindici imprese o gruppi di imprese di ciascun paese con le dimensioni dell'economia del paese. Poiché i dati provengono da vari studi, non tutte e tre le cifre sono disponibili per tutti i paesi. Quindi, i grandi settori economici di molti paesi sono in realtà controllati da piccole manciate di famiglie benestanti.

La causa di questa notevole differenza di significato del capitalismo tra i paesi è dovuta alle differenze nel governo societario.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, una società è un'entità singola. Le grandi società in questi paesi sono quasi sempre indipendenti, cioè non controllano, né sono controllate da altre società quotate in borsa. Se hanno società controllate, queste sono quasi sempre non quotate. Le grandi società di questi paesi sono di solito ampiamente detenute - cioè non hanno azionisti di controllo, e sono quasi interamente, in base a quanto affermato da Morck, di proprietà di "widows and orphans"- azionisti pubblici che hanno acquistato le loro azioni sul mercato azionario aperto, sia nei propri conti di investimento o attraverso fondi comuni, fondi pensione e simili. Queste aziende indipendenti e di ampia diffusione sono di solito gestite da CEO e dei massimi dirigenti, selezionati per la loro esperienza e il loro talento in un mercato del lavoro competitivo.

Per l'Italia, Paolo F. Volpin (2002) presenta i dati sulla partecipazione dei membri della famiglia in aziende appartenenti a gruppi piramidali. Egli scopre che il 50% dei dirigenti nello strato superiore di una piramide sono membri della famiglia di controllo.

3.3.1 Bassi costi di *lobbying*

Ci sono diverse ragioni per credere che le famiglie oligarchiche possano essere lobbisti politici efficaci, specialmente quando controllano grandi gruppi piramidali di aziende.

Morck e Yeung (2004) sostengono che gli azionisti di punta delle piramidi di controllo hanno costi di *lobbying* politico particolarmente bassi, comandano vaste risorse economiche da cui possono facilmente effettuare dei pagamenti laterali ai funzionari pubblici. Al contrario, i nuovi entranti, di solito a corto di capitale, devono effettuare pagamenti secondari per politiche governative vantaggiose.

Una seconda serie di ragioni ha a che fare con la riduzione dei costi di transazione. Il proprietario di una piramide può mettere in comune le risorse di molte aziende per effettuare pagamenti collaterali ai politici senza i costi di coordinamento in cui una serie simile di aziende indipendenti incorrerebbe. Inoltre, una le ditte indipendenti potrebbero sperimentare alcuni problemi di *free rider*, mentre le ditte a piramide con un proprietario di controllo comune potrebbero non averne bisogno.

Ancora, un altro motivo per cui i costi di *lobbying* degli oligarchi potrebbero essere bassi è che i politici potrebbero percepirli come partner più affidabili a favore della negoziazione: un amministratore delegato di un'azienda di grandi dimensioni può sentirsi poco obbligato a mantenere le promesse fatte da un predecessore; al contrario, una famiglia dinastica può meglio mantenere la fede nel tempo.

Per ragioni analoghe, i funzionari pubblici dovrebbero anche essere meno disposti a rompere la fede con il proprietario di controllo di un grande gruppo piramidale, perché avrebbe i mezzi per "punire" il funzionario disertante, dati i suoi estesi poteri di governo societario.

Così, i proprietari di controllo delle piramidi hanno costi di *lobbying* più bassi rispetto ai manager professionisti di aziende indipendenti ampiamente detenute. Ciò rende più redditizi per gli *insider* politici i progetti di investimento, i quali apprezzano sia la crescita economica che i pagamenti collaterali. I pagamenti collaterali potrebbero essere veri e propri atti di corruzione o di truffa elettorale.

Morck e Yeung (2004) trovano una forte correlazione tra corruzione e controllo familiare. I paesi con un'alta incidenza di controllo familiare sulle grandi imprese hanno un basso rispetto delle leggi fiscali, per la corruzione di funzionari di alto livello. Tuttavia, un oligarca

con poca capacità imprenditoriale è ancora al comando di tutti i vantaggi politici sopra elencati. Pertanto, le famiglie miliardarie più anziane dovrebbero essere progressivamente più attratte dall'influenza politica, piuttosto che dall'imprenditorialità, per sostenere le loro posizioni economiche. Usando la loro influenza politica, oligarchi economicamente radicati bloccano così anche una costante e ottimale allocazione del capitale. Ciò è dovuto in parte al fatto che gli oligarchi ereditari sono spesso semplicemente imprenditori meno abili. Ciò riflette anche gli incentivi che gli oligarchi hanno per sopprimere le innovazioni che minacciano valore del capitale esistente.

3.3.2 Benefici delle piramidi di controllo

I benefici derivanti da questa tipologia di struttura proprietaria sono l'orientamento delle decisioni di lungo periodo dal momento che si identifica l'imprenditore con l'impresa, la rapidità con cui vengono prese le decisioni e l'elevata motivazione di chi amministra, dal momento che proprietà e direzione coincidono.

Tarun Khanna e Jan W. Rivkin (2001) esaminano le aziende affiliate a gruppi commerciali in Argentina, Brasile, Cile, India, Indonesia, Israele, Corea, Messico, Perù, Filippine, Sudafrica, Taiwan (Cina), Thailandia e Turchia. Le società del gruppo riportano rendimenti medi più elevati tra le società del gruppo in tutti i paesi che studiano, ad eccezione di Argentina, Brasile, Cile, Messico, Perù e Filippine.

Da questi risultati, si conclude "*non solo che i membri di un gruppo sostengono costi e ottengono benefici, ma anche che i costi e i benefici sono condivisi*". Le ditte nelle piramidi di controllo poco diversificate hanno prestazioni peggiori delle ditte indipendenti, mentre le ditte nelle piramidi di controllo altamente diversificate hanno prestazioni migliori. A

quanto pare, un alto livello di diversificazione va, alla fine, a vantaggio delle affiliate del gruppo.

Una serie di argomentazioni deriva dalla necessità di superare gli attriti del mercato dei capitali. Nelle economie in cui l'asimmetria dell'informazione è grave e i dispositivi istituzionali per segnalare l'affidabilità sono inadeguati e inefficaci, i finanziamenti esterni sono costosi e limitati. Una struttura di gruppo può migliorare il monitoraggio e superare i problemi di liquidità permettendo alle società del gruppo di mettere in comune le risorse. L'azionista di controllo della piramide potrebbe potenzialmente allocare il capitale in modo più efficiente rispetto alla debolezza del mercato dei capitali.

La maggior parte dei risultati che mostrano che i "gruppi" possono avere un effetto positivo sulle prestazioni delle imprese si basano su dati dei paesi in via di sviluppo o di recente sviluppo. Le famiglie con una reputazione di lealtà e buone pratiche di lavoro sono particolarmente ricercate come partner commerciali in questi ambienti. Le piramidi di controllo permettono alle famiglie con buone referenze di ottenere maggiori economie di scala, consentendo così un grado di fiducia più elevato di quanto sarebbe altrimenti possibile. Questo, a sua volta, facilita l'attività economica. Le piramidi di controllo possono benissimo costituire una risposta economicamente razionale a mercati che funzionano in modo inadeguato nelle economie in via di sviluppo.

Nelle economie in cui i mercati esterni per i manager professionisti sono di poco spessore e poco sviluppati, la struttura del mercato interno di un gruppo può portare a maggiori investimenti in reclutamento, formazione e maggiori incentivi per i dipendenti a sviluppare il "capitale umano specifico del gruppo", in base a quanto sostenuto da Morck, Wolfenzon e Yeung.

Roe (2003) mostra che i paesi con politiche con connotati più marcatamente socialisti e con diritti del lavoro più forti hanno meno dispersione della proprietà. La politica di sinistra e i forti movimenti sindacali potrebbero, tuttavia, facilmente formarsi per contrastare il potere delle famiglie benestanti che controllano più società.

Almeida e Wolfenzon fanno eco alla spiegazione di Yoshisuke Aikawa (1934), il fondatore del gruppo aziendale piramidale Nissan nel Giappone pre-guerra, del perché ha optato per una struttura piramidale. Egli spiega che le piramidi sono una soluzione ideale a quello che egli denomina il "dilemma del capitalista". *"Se un capitalista usa solo il proprio denaro o quello della sua famiglia, la sua scala di operazioni è troppo piccola. Se sfrutta i mercati pubblici dell'equità, rischia di perdere il controllo"*.

3.3.3 Svantaggi delle piramidi di controllo

Si presentano, tuttavia, anche numerosi aspetti negativi dovuti alle piramidi di controllo, quali un alto grado di rischiosità, elevato costo dovuto alla difficoltà di reperimento del capitale, vincoli alla capacità di crescita, difficoltà di attrazione di manager professionali, una scarsa protezione degli azionisti di minoranza e un'alta probabilità di creazione di concentrazioni di potere.

Le piramidi a controllo familiare sono potenzialmente soggette a problemi di agenzia peggiori rispetto alle imprese indipendenti. I proprietari di imprese piramidali che controllano possono facilmente avere diritti sui *cash flow* così piccoli come quelli dei dirigenti professionali di imprese di grandi dimensioni, esercitando al tempo stesso diritti di voto sufficienti a scoraggiare qualsiasi sfida di controllo, rafforzando così il loro. Questo rafforzamento – indesiderato - dei problemi delle agenzie potrebbe essere particolarmente poco propizio

se i manager meno capaci, che apprezzano particolarmente il "controllo", diventano i proprietari di controllo dei gruppi piramidali. Ad esempio, Berle and Means (1932) e altri sostengono che le imprese di livello inferiore di una piramide sono gestite in modo particolarmente inefficiente a causa dell'ampio divario tra i diritti di controllo del titolare che controlla e i diritti di flusso di cassa. Certamente, l'entusiasmo di Aikawa (1934) per le piramidi di controllo dimostra scarsa attenzione per i diritti degli azionisti pubblici.

Morck e Yeung (2004) sostengono che, amplificando la ricchezza di un individuo o di una famiglia, le piramidi aumentano l'influenza politica nella stessa proporzione. L'individuo ricco o la famiglia può usare questo potere politico amplificato per modificare il quadro dell'economia per favorire sé stessi o le loro imprese, per limitare i pagamenti di trasferimento, e così via. Questo vantaggio che ottengono potrebbe essere considerevole, soprattutto in economie con politiche e funzionari facilmente corruttibili.

Tutto ciò suggerisce che, anche se fossero le piramidi di controllo economicamente sane, ad esempio come dispositivi per aggirare le istituzioni inadeguate, vi sarebbero comunque motivi per adottare una visione più scettica. Il primo motivo di scetticismo è che una struttura societaria piramidale consente all'azionista di controllo di assicurarsi i diritti di controllo senza diritti sui *cash flow*. I diritti di controllo garantiti proteggono il proprietario del controllo dalla perdita di potere - cioè, le permettono di radicarsi. In secondo luogo, nelle piramidi a controllo familiare, i membri della famiglia mantengono spesso posizioni di vertice. La successione per eredità può avere un effetto negativo perché le posizioni di vertice non vanno al membro più capace, ma, al massimo, al membro più capace della famiglia di controllo, come nel affermano Caselli e Gennaioli (2003). Infine, il controllo concentrato dei patrimoni produttivi da parte di poche famiglie conferisce loro potere di mercato, sia

nel mercato dei beni che in quello dei capitali, con conseguenze economiche, potenzialmente, indesiderate.

Morck e Nakamura (2004) spiegano come questa sia stata la logica esplicita citata dalla *United States Occupation Force* per lo smantellamento delle principali piramidi di controllo delle famiglie giapponesi, dopo la Seconda Guerra Mondiale. Problemi diffusi di questo tipo, in particolare quelli che riducono il mercato del capitale, possono creare inefficienze che ostacolano i finanziamenti esterni, scoraggiano l'innovazione e rallentano la crescita economica. Queste inefficienze possono insorgere sia a livello aziendale che a livello economico generale. Un sistema finanziario più sviluppato, o più efficiente dal punto di vista funzionale, alloca meglio il capitale ai suoi impieghi di maggior valore. Un maggiore sviluppo finanziario migliorerebbe le condizioni alle quali le famiglie benestanti potrebbero vendere o raccogliere capitali esterni. Ma le famiglie facoltose potrebbero fare pressione sulle istituzioni che migliorano e proteggono i loro benefici privati di controllo, indebolendo i diritti di proprietà privata di altri e ritardando lo sviluppo finanziario. Gli investitori pubblici, quindi, preferiscono una forte protezione dei diritti di proprietà privata, poiché l'effetto principale dei diritti deboli è una maggiore predazione da parte degli oligarchi.

Tuttavia, anche una classe di top manager professionisti potrebbe "trincerarsi" (radicalizzarsi) nel creare difese per le acquisizioni e minare alla democrazia e alla partecipazione azionaria. Oppure, come sostiene Krueger (1993), l'attivismo governativo potrebbe creare una classe di burocrati che si "trincerano" per preservare la loro influenza e il loro potere economico. Naturalmente, i grandi governi interventisti, che perseguono obiettivi sociali diversi dall'efficienza economica, potrebbero deliberatamente sacrificare i diritti di proprietà degli investitori e lo sviluppo finanziario a tali fini, anche senza burocrati trincerati.

Ne consegue che l'eventuale *entrenchment* economico dipende quindi dalla tipologia scelta dagli oligarchi.

Gli azionisti pubblici si aspettano qualche "furto" da parte di *insiders* aziendali. Pertanto, un imprenditore in cerca di finanziamenti esterni deve compensare anticipatamente gli investitori per il furto atteso, sotto forma di un basso prezzo delle azioni nella vendita iniziale di azioni al pubblico. La mancanza di un monitoraggio esterno efficace delle imprese di medie dimensioni, la cui *governance* è dominata da una potente famiglia, può privare anche i gestori scrupolosi di un *feedback* efficace degli investitori in merito alle decisioni di investimento. A causa di una ripartizione distorta del capitale, le imprese in fase di avviamento possono avere difficoltà a reperire finanziamenti e quindi investire meno nell'innovazione. Inoltre, le società del gruppo piramidale potrebbero investire meno delle società indipendenti in innovazioni. La mancanza di trasparenza aziendale riduce il rendimento atteso dagli investitori pubblici. Se ciò dovesse deprimere il risparmio interno complessivo e l'offerta di capitali dall'estero, i vincoli di liquidità delle imprese in fase di avviamento potrebbero essere più vincolanti di quanto non lo siano altrimenti.

In sintesi: a livello aziendale, queste strutture proprietarie, conferendo diritti di controllo dominante a famiglie che spesso hanno poco capitale reale investito, consentono una serie di problemi di agenzia e quindi un'errata allocazione delle risorse. Se alcune famiglie controllano ampie fasce di un'economia, tali problemi di governo societario possono raggiungere tassi di innovazione, allocazione delle risorse a livello economico e crescita economica che incidono sull'importanza macroeconomica. Se l'influenza politica dipende da ciò che si controlla, piuttosto che da ciò che si possiede, i proprietari controllanti delle piramidi hanno notevolmente amplificato l'influenza politica rispetto alla loro reale ricchezza.

Questa influenza può distorcere la politica pubblica in materia di protezione dei diritti di proprietà, mercati dei capitali e altre istituzioni.

3.4 Proprietà familiare e valore dell'impresa

In un campione di grandi aziende statunitensi, Anderson e Reeb (2003) trovano una Q di Tobin significativamente più alta per le aziende a conduzione familiare (un terzo del loro campione) rispetto alle aziende a larga diffusione. Barontini e Caprio (2005) trovano un risultato simile per le aziende europee.

Una Q di Tobin più elevata (corretta per l'industria) suggerisce che le attività sono utilizzate in modo efficiente, vale a dire che valgono di più all'interno dell'azienda che negli usi alternativi. Naturalmente, questi risultati non implicano che le imprese a conduzione familiare siano sempre meglio gestite di quelle con proprietà dispersa. Il controllo familiare può aiutare a proteggere gli interessi degli azionisti dagli abusi manageriali, poiché il proprietario che controlla e il manager sono spesso la stessa persona. Inoltre, è probabile che la famiglia di controllo impegni più capitale umano per l'azienda e si preoccupi maggiormente del suo valore a lungo termine (Bertrand e Schoar, 2006).

Tuttavia, le famiglie, come i manager di un'azienda di grandi dimensioni, possono abusare del proprio potere e utilizzare le risorse aziendali per i propri vantaggi. Quando ciò accade in un'azienda a conduzione familiare, la situazione risulta persino peggiore che in un'azienda di grandi dimensioni, perché le famiglie che controllano non possono essere estromesse da un'acquisizione ostile o sostituite dal consiglio di amministrazione o dall'assemblea degli azionisti. Ma il potenziale di danno va oltre il fatto che il manager di controllo

abbia un'eccessiva libertà di perseguire il proprio interesse personale a scapito del valore aziendale. Esso comprende anche la possibilità che un manager incompetente possa mantenere il suo posto di lavoro proprio perché può trarre dal lavoro più vantaggi personali di un manager competente. Infatti, Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) suggeriscono che il controllo potrebbe, in modo naturale, passare al "ladro più efficiente perché è disposto a pagare di più per un blocco di controllo". Tutte queste questioni indicano che i gruppi piramidali controllati da famiglie consolidate sono associate ad un basso valore per le imprese e, quindi, ad una lenta crescita economica.

L'argomentazione di Almeida e Wolfenzon (2006) suggerisce che, anche se l'allocazione fisica dei capitali è efficiente all'interno di un gruppo, l'allocazione del capitale a livello economico potrebbe essere ancora inefficiente, in quanto i gruppi sono meno incentivati a cedere beni produttivi a utenti esterni di quanto non sia socialmente ottimale. La loro intuizione è che, in un'economia con una scarsa protezione degli investitori, gli azionisti pubblici si aspettano razionalmente che gli addetti ai lavori si appropriino di una parte del rendimento sugli investimenti aziendali, riducendo il valore dell'azienda.

Diversi studi suggeriscono, tuttavia, che il controllo familiare di per sé potrebbe spesso avere un effetto positivo sulle prestazioni aziendali. Anderson e Reeb (2003) studiano 403 aziende su 500 dello Standard and Poor's. Essi trovano che circa un terzo di esse hanno individui o famiglie come sostanziali azionisti, che detengono complessivamente il 18% del valore del capitale proprio. Utilizzando i dati relativi al periodo 1992-1999, esclusi i servizi pubblici e le banche, regrediscono il Q medio di Tobin su un insieme standard di variabili di controllo più la proprietà individuale e familiare e i *dummies* per la presenza di un fondatore o di un erede come CEO. Essi riferiscono che i detentori di azioni pubbliche assegnano

valori sostanzialmente più elevati a imprese con un grande blocco detenuto da un individuo o una famiglia e segnalano un premio di valore particolarmente elevato per le imprese i cui fondatori mantengono partecipazioni azionarie e un premio di valore più piccolo, ma statisticamente significativo, per le imprese con altri grandi azionisti privati o familiari.

Anderson e Reeb (2003a) utilizzano lo stesso campione e scoprono che le aziende a controllo familiare sono meno diversificate, dopo averne controllato le dimensioni, gli amministratori esterni e gli azionisti di blocco. Essi concludono che "*le imprese a conduzione familiare funzionano così come, se non meglio, delle imprese non familiari*".

Morck, Shleifer e Vishny (1988) giungono alla stessa conclusione per le aziende americane in cui il fondatore o un membro della famiglia fondatrice è presente nella gestione "e l'azienda è stata incorporata nei trent'anni precedenti". Ma per le aziende più vecchie con fondatori o loro parenti nella gestione, riportano un significativo sconto di valore.

Holderness e Sheehan (1988) non riportano alcuna differenza sistematica di forma associata a grandi dimensioni.

Tuttavia, Francisco Perez- Gonzalez (2002), utilizzando i dati degli Stati Uniti, divide le imprese in cui l'amministratore delegato uscente è un membro della famiglia fondatrice in casi in cui l'amministratore delegato successivo è un membro della famiglia fondatrice e in casi in cui non lo è. I prezzi delle azioni, i rendimenti delle attività e i rapporti *market to book* diminuiscono drasticamente per le imprese con controllo ereditato, ma non per le imprese in cui l'amministratore delegato non è legato alla famiglia fondatrice. Inoltre, questi declini sono particolarmente importanti per le aziende che nominano CEO che non hanno frequentato un *college* selettivo.

Chiaramente, questi risultati suggeriscono che le grandi partecipazioni in blocco da parte di una famiglia, e il coinvolgimento della famiglia nella gestione, non devono distruggere il valore, e possono anche aggiungere valore per gli azionisti pubblici, specialmente quando il controllo familiare significa il controllo da parte di un fondatore imprenditoriale o di un erede di comprovata competenza. Allo stesso modo, in uno studio di eventi che utilizza le aziende canadesi a conduzione familiare, Brian F. Smith e Ben Amoako-Adu (1999) riferiscono che il prezzo delle azioni cala quando gli eredi prendono il comando, soprattutto se gli eredi sono giovani. Essi propongono che gli eredi più anziani, con una maggiore esperienza commerciale, potrebbero rassicurare gli investitori.

Francesco Caselli e Nicola Gennaioli (2003) sviluppano un modello di gestione dinastica: il passaggio del controllo di padre in figlio. Esplorano le cause e le conseguenze macroeconomiche della gestione dinastica e ne consegue che l'incidenza della gestione dinastica dipende dalla gravità delle imperfezioni del mercato patrimoniale, dal tasso di risparmio e dall'ereditarietà dei talenti. I risultati empirici sopra citati, ad eccezione di Smith e Amoako-Adu (1999), utilizzano dati statunitensi di conseguenza, sono necessari ulteriori studi che utilizzano dati provenienti da altri paesi. Gli Stati Uniti sono eccezionali per la quasi totale assenza di piramidi di controllo e per la rarità delle grandi imprese quotate che detengono blocchi di controllo in altre grandi imprese quotate. Altrove, le piramidi di controllo familiare, in cui i livelli di società quotate detengono blocchi di controllo in altre società quotate, sono comuni.

I risultati statunitensi sopra descritti consentono di affermare che, nelle aziende indipendenti, il controllo familiare potrebbe a volte rappresentare un vantaggio netto. Tuttavia, i risultati relativi alle imprese indipendenti non possono essere applicati frettolosamente

alle imprese piramidali. Ad esempio, Morck et al. (2000), dopo aver controllato l'età, le dimensioni e l'industria principale, riferiscono che le imprese canadesi controllate dagli eredi sono meno redditizie rispetto alle altre imprese a confronto degli Stati Uniti. Una possibile spiegazione è che i tipici eredi canadesi che gestiscono grandi aziende sono manager peggiori delle loro controparti statunitensi. Un altro è che molte grandi aziende canadesi appartengono a gruppi piramidali.

In sintesi, il controllo concentrato delle grandi imprese di un paese, come nel caso del controllo familiare, potrebbe svolgere importanti funzioni economiche positive: potrebbe contribuire a superare le inefficienze del mercato facilitando il monitoraggio, la connessione e l'allocazione del capitale. Ma il controllo concentrato delle grandi società di un paese potrebbe anche indurre a problemi microeconomici associati alla gestione radicata e all'errata allocazione delle risorse macroeconomiche che potrebbero compromettere la crescita economica.

3.4.1 Possibile soluzione: miglioramento dei diritti di proprietà privata

Il miglioramento dei diritti di proprietà privata riduce i furti effettivi e attesi da parte dei manager, migliorando così le condizioni per la raccolta di capitali esterni. Con l'attuazione di forti diritti di proprietà privata, il valore dei benefici privati di controllo, compresi quelli dovuti alle piramidi, diminuisce. Tutto questo si combina per creare pressione per un capitalismo meno oligarchico e più diffuso.

Al contrario, se gli *insider* fanno pressione per ottenere diritti di proprietà più deboli, e i concomitanti maggiori benefici privati del controllo, creano le premesse per il radicamento economico.

Le politiche che compromettono i diritti degli investitori aumentano i benefici privati di controllo degli oligarchi, fornendo loro maggiori risorse per esercitare ulteriori pressioni. Questo crea pressione per un capitalismo più oligarchico e un capitalismo meno diffuso.

Qualsiasi miglioramento dei diritti di proprietà privata trasferisce ricchezza dagli utenti esistenti ai fornitori di capitale esistenti. In caso di diminuzione dei diritti di proprietà privata si verifica il contrario. Morck Stangeland e Yeung lo definiscono 'effetto di trasferimento'.

Qualsiasi miglioramento dei diritti di proprietà privata riduce il costo del capitale esterno e, di conseguenza, aumenta gli investimenti di capitale sia da parte di soggetti interni all'azienda che da parte di imprenditori esterni. Il contrario è vero quando i diritti di proprietà privata vengono declassati. Morck Stangeland e Yeung lo definiscono 'effetto costo del capitale'.

Per gli imprenditori esterni, l'effetto del costo del capitale è positivo quando i diritti di proprietà privata sono rafforzati e negativo quando vengono declassati.

Per gli *insider*, l'effetto costo del capitale derivante da diritti di proprietà privata più forti (più deboli) è positivo (negativo) se hanno bisogno di capitale esterno e zero se non lo fanno.

Una modifica dei diritti di proprietà privata modifica il numero di coloro che diventano imprenditori e intraprendono progetti di investimento. Questo perché diritti di proprietà privata più forti riducono i costi del capitale esterno e rendono più sostenibili i progetti. Tuttavia, viene a crearsi una concorrenza sul mercato dei capitali, in quanto gli imprenditori di oggi hanno più ricchezza da investire nel futuro. Ciò permette la "distruzione creativa", che erode il valore del capitale sociale esistente degli *insider*. Questo effetto sulla concorrenza

è negativo per gli *insider* se i diritti di proprietà privata diventano più forti, mentre positivo se diventano più deboli.

Queste considerazioni smentiscono qualsiasi semplice previsione sul rapporto tra il livello dei diritti di proprietà privata e il benessere dell'*insider* aziendale. Morck, Stangeland e Yeung (2000) e Rajan e Zingales (2003) partono dal presupposto che i diritti di proprietà privata più deboli vanno sempre a beneficio degli *insider* aziendali.

L' *entrenchment* economico è un equilibrio stabile e autosostenibile che sembra caratterizzare alcune, ma non tutte, le economie capitalistiche oligarchiche. La netta divergenza tra economie ad alto e basso reddito sembra derivare dal fatto che queste ultime sono intrappolate in deboli regimi di diritti di proprietà caratterizzati da un *entrenchment* economico. Ciò solleva la questione riguardante la possibilità che un determinato paese cada o meno in una trappola economica di *entrenchment*.

Affinché l'*entrenchment* economico si verifichi, gli *insider* devono essere disposti e in grado di pagare agli *insider* politici un numero sufficiente di pagamenti indiretti per evitare di istituire una forte protezione dei diritti di proprietà, e gli *outsider* devono essere incapaci o non disposti ad offrire pagamenti indiretti di dimensioni sufficienti per opporsi a tale situazione. L'attuale condizione economica e le prospettive economiche future influenzano la posizione dell'*insider* aziendale - è più disposto a pagare ingenti somme secondarie all'*insider* politico per diritti di proprietà privata deboli se le sue operazioni esistenti generano maggiori flussi di cassa e le sue future esigenze di investimento sono minori. Nella terminologia di Morck e Yeung, l'effetto di trasferimento è maggiore, in quanto flussi di cassa più consistenti significano che l'*insider* aziendale ha maggiori opportunità di disporre di una ricchezza adeguata. Interessato a sostenere questi flussi di cassa, l'*insider* aziendale

considera l'effetto concorrenza associato agli elevati diritti di proprietà privata come un'attività negativa. Inoltre, l'*insider* aziendale ha più liquidità interna per finanziare gli investimenti futuri, quindi l'effetto costo del capitale è meno importante.

I flussi di cassa e le future esigenze di investimento degli *insider* dipendono certamente dalle "condizioni iniziali" esogene, almeno in una certa misura.

Gli *insider* con maggiore esperienza nella ricerca di rendite rispetto a una genuina imprenditorialità, come in alcune economie di transizione, potrebbero tendere a favorire diritti di proprietà deboli, perché questi vanno a loro vantaggio.

Joel S. Hellman, Geraint Jones e Daniel Kaufmann (2003) chiamano questo loro agire "cattura dello stato", cioè l'acquisizione del controllo sugli organi dello stato da parte degli oligarchi aziendali.

A parità di altre condizioni, il *lobbying* degli oligarchi dovrebbe essere più efficace se gli *insider* politici apprezzassero di più i pagamenti laterali e in misura minore la crescita economica. Questa valutazione dipende dalle tradizioni politiche, giuridiche e culturali del paese. Le preferenze degli *insider* politici presumibilmente dipendono anche dai costi e dai benefici derivanti dall'assunzione di tangenti. L'assenza di responsabilità democratica, un alto livello generale di corruzione, una stampa controllata e una cittadinanza ignorante, analfabeta e impoverita spostano, probabilmente, questo equilibrio verso l'accettazione di tangenti.

Tutti questi fattori sono anche risultati, potenzialmente, causati da un *entrenchment* economico.

Tuttavia, molti autori sostengono persuasivamente che questo tipo di fattori sia in gran parte radicata storicamente e, quindi, esogena. Tuttavia, l'endogeneità parziale di tali fattori potrebbe contribuire in modo critico alla stabilizzazione del radicamento economico.

3.5 Esempi di rilievo di piramidi

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) dimostrano che le piramidi di controllo sono di gran lunga le strutture aziendali più importanti del gruppo, ma le società quotate in borsa possono controllarsi reciprocamente in altri modi. Ad esempio, le imprese giapponesi sono organizzate in gruppi chiamati keiretsu, in cui ogni impresa senza azionisti di controllo detiene piccole quote nell'altra, ma tali quote insieme equivalgono a blocchi di controllo. Ciascuna impresa è quindi controllata dai dirigenti professionali di tutte le altre imprese del gruppo.

Anche la Francia, il Canada, la Germania e altri paesi contengono piramidi di controllo senza aziende familiari all'apice. In alcuni casi, l'azienda all'apice è essa stessa ampiamente diffusa. In Francia e in Canada, alcune piramidi di controllo di società quotate in borsa hanno come "imprese apex" le imprese statali. In Germania, le banche a volte servono come "imprese apex", *de facto*.

Un altro esempio cardine è il Giappone. Nel 1880, un governo liberale organizzò la prima privatizzazione di massa del mondo, mettendo all'asta decine di aziende di Stato a compratori privati. La maggior parte delle imprese pubbliche ha finito per coalescere gruppi piramidali. Questi gruppi, chiamati *zaibatsu*, comprendevano - ciascuno - tutti i settori principali. Ognuno di essi era gestito da una grande famiglia di imprenditori - Mitsui, Sumitomo,

Suzuki, Iwasaki (Mitsubishi) - o da un magnate come Yoshisuke Ayukawa di Nissan. Dagli anni '20, il Giappone si è avvicinato all'Europa continentale sia nella composizione industriale che nel prodotto nazionale lordo pro capite.

3.4.1 Strutture piramidali di controllo, partecipazioni incrociata e diritti di *super-voting*

Al di fuori degli Stati Uniti e del Regno Unito, le grandi società hanno proprietari, di solito famiglie molto ricche, che controllano. Le strutture piramidali di controllo, le partecipazioni incrociate e i diritti di *super-voting* consentono a tali famiglie di controllare le imprese senza effettuare un corrispondente investimento di capitale.

Nel 2007, Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) è il leader mondiale dei beni di lusso e una delle maggiori società quotate alla Borsa di Parigi, con una capitalizzazione di mercato di circa 45 miliardi di dollari. L'azienda ha un proprietario finale, Bernard Arnault, che è anche l'amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione. La società è controllata da un gruppo piramidale che comprende diverse società non quotate e una società quotata (Christian Dior). La figura 6 traccia questa catena di controllo. Il numero sopra ogni società a destra della freccia indica la frazione dei voti degli azionisti posseduti dall'entità indicata sopra. I numeri a sinistra della figura mostrano per ogni società la frazione dei diritti di flusso di cassa che sono posseduti direttamente o indirettamente dall'azionista di controllo.

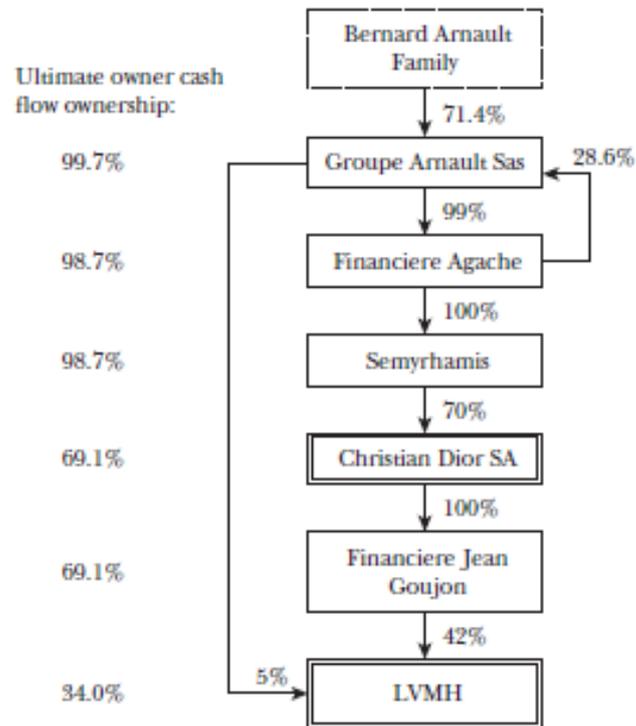


Figura 6 Struttura proprietaria di LVMH nel 2005

Fonte: Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Volume 21, 1, 117-140. Amadeus and Factiva databases.

Ad esempio, Arnault possiede il 98,7% dei diritti sui cash flow di Semyrhamis e questa società possiede il 70% di Christian Dior SA, quindi Arnault possiede il 69,1% dei flussi di cassa di Dior (cioè il 98,7% moltiplicato per il 70%). Di conseguenza, egli controlla il 47% (42+5) dei diritti di voto in LVMH con una proprietà diretta e indiretta del 34% dei diritti sui *cash flow*.

La separazione della proprietà dal controllo è più problematica in Telecom Italia, una delle più grandi società di telecomunicazioni al mondo con una capitalizzazione di mercato di circa 40 miliardi di dollari, nel 2005. Il Gruppo piramidale comprendeva tre società quotate e due società non quotate come mostrato nella figura 7.

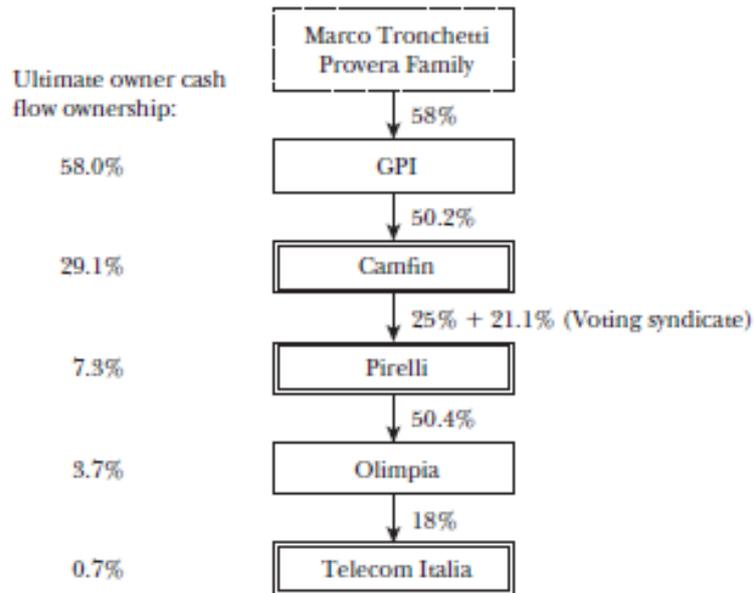


Figura 7 Struttura Proprietaria di Italia nel 2005

Fonte: Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Volume 21, 1, 117-140. Consob webpage

Marco Tronchetti Provera controllava il 18% dei voti in Telecom Italia (ed era di gran lunga il maggiore azionista), pur detenendo solo lo 0,7% dei diritti sui cash flow.

Il controllo su una delle società della piramide (Pirelli) era rafforzata attraverso un accordo con altri grandi azionisti sulle modalità di voto delle azioni, noto come sindacato di voto. Grazie a questo accordo, Tronchetti Provera controllava il 46,1 % dei voti di Pirelli: il 25 % di proprietà diretta della sua holding Camfin e il 21,1 % fornito da altri azionisti amichevoli.

Come terzo esempio (Figura 8), si consideri la struttura proprietaria di Volkswagen AG, che ha una capitalizzazione di mercato di circa 25 miliardi di dollari, nel 2006. L'azionista di maggioranza di questa società è un'altra società quotata in borsa, Porsche AG.

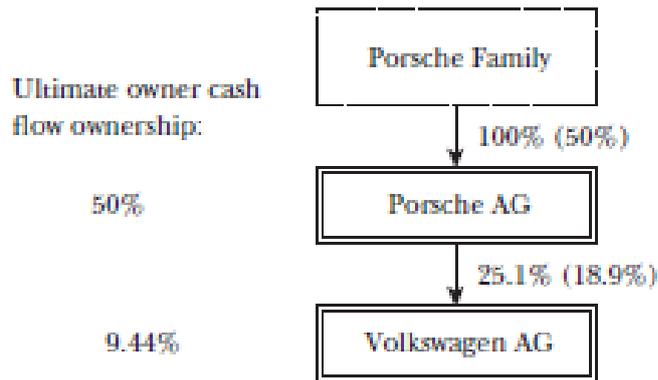


Figura 8 Struttura proprietaria di Volkswagen AG nel Giugno 2006

Fonte: Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Volume 21, 1, 117-140. Porsche AG e Volkswagen AG websites

Poiché Volkswagen AG possiede anche azioni privilegiate senza diritto di voto, Porsche AG possiede il 25,1% delle azioni ordinarie, ma solo il 18,9% del capitale proprio.

Una legge del 1960 (la "Legge Volkswagen") limita il potere di voto di ogni azionista al 20%. Porsche AG non controlla tecnicamente Volkswagen AG, ma, in quanto azionista di maggioranza, detiene una minoranza di blocco. Porsche AG, a sua volta, è controllata dalla famiglia del fondatore dell'azienda, Ferdinand Porsche. La famiglia Porsche possiede il 100% delle azioni ordinarie (con diritto di voto) ma solo il 50% del capitale proprio di Porsche, metà del quale è costituito da azioni privilegiate (senza diritto di voto). A causa dell'effetto combinato della doppia classe di azioni e della struttura piramidale, la famiglia Porsche controlla il 25,1% dei voti in Volkswagen AG, ma possiede solo il 9,44% dei suoi diritti di flusso di cassa.

Le strutture piramidali a bassa densità di controllo, in cui i diritti di cash flow dell'azionista di controllo sono di piccole dimensioni, sono quindi vulnerabili a concorrenti divergenze di interessi e problemi di entrenchment concomitanti. Di conseguenza, l'azionista di controllo

ha un incentivo a trasferire denaro in modo aggressivo da queste aziende verso aziende vicine all'apice della piramide o addirittura nelle sue proprietà personali. Queste operazioni possono richiedere regimi complessi per essere efficaci. Tuttavia, quando la famiglia di controllo gestisce molte imprese, queste possono assumere la forma di transazioni commerciali intersocietarie.

3.6 Vantaggi dei gruppi aziendali piramidali per una nazione in via di sviluppo

I grandi gruppi aziendali piramidali non sono nel complesso negativi per l'economia di una nazione in via di sviluppo (Khanna, 2000; Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Rivkin, 2001; Khanna et al., 2005; Khanna & Yafeh, 2005, 2007). Questa letteratura, nel complesso, suggerisce che le società del gruppo imprenditoriale hanno un vantaggio nelle economie emergenti, che, tuttavia, perdono nei paesi sviluppati. Al contempo, la maggior parte di questi studi afferma che i gruppi di imprese eludano i fallimenti del mercato.

È noto che il capitale, il lavoro e il mercato dei prodotti di molte economie in via di sviluppo funzionano male. I tribunali corrotti o sclerotici, che rendono i contratti a condizioni di mercato inapplicabili, aumentano i costi di gestione, rendendo i prestiti o le cambiali effettivamente inesigibili. La corruzione nelle scuole e nelle università può rendere effettivamente indistinguibili i laureati ben formati da coloro che corrompono o intimidiscono il loro percorso verso la certificazione.

I gruppi imprenditoriali possono aggirare questi problemi. Se un'azienda del gruppo deve dei soldi ad un'altra, la famiglia che li controlla entrambi impone al debitore di pagare. Un'azienda a conduzione familiare guadagna poco imbrogliando un'altra gestita dalla

stessa famiglia. In questo modo si evitano tribunali intasati o inaffidabili.

Queste considerazioni aiutano a spiegare alcune delle caratteristiche dei gruppi aziendali. In primo luogo, i gruppi di imprese sono generalmente molto diversificati: contengono imprese provenienti da numerosi settori apparentemente non collegati tra loro. Ciò si osserva in India, Messico, Taiwan, Thailandia e in altre economie in via di sviluppo. Un'ampia diversificazione ha senso se un gruppo deve contenere la maggior parte delle aziende che potrebbero avere bisogno di fare affari tra loro, prendendo a prestito o assumendo i dipendenti l'una dall'altra. Se ogni società del gruppo concede prestiti ad altre società del gruppo in una gamma più ampia di settori industriali, il rischio di insolvenza complessivo è meglio diversificato e quindi attenuato (Heaney & Holmen, 2008). Questa attenuazione del rischio di insolvenza potrebbe conferire alle imprese del gruppo con capacità di indebitamento più elevate rispetto ad altre imprese indipendenti simili - un sostanziale vantaggio fiscale in alcuni paesi. Le imprese con utili non distribuiti in eccesso possono anche sovvenzionare le imprese che incontrano la sfortuna, oppure capitalizzare nuove filiali controllate (Almeida & Wolfenzon, 2006) aggiungendo ulteriori strati alla piramide. Naturalmente, l'utilizzo del valore più elevato di questi utili non distribuiti potrebbe essere costituito da investimenti al di fuori del gruppo, quindi questa è chiaramente una seconda allocazione di capitale migliore (Almeida & Wolfenzon, 2006).

In secondo luogo, i gruppi sono di solito piramidi di imprese quotate in borsa con un'impresa a conduzione familiare all'apice. Forse, in mezzo alla corruzione ambientale e alla diffidenza, la famiglia di controllo assicura il buon comportamento, accertandosi che tutte le aziende del gruppo onorino i contratti, i debiti e le fatture e trattino i dipendenti, i

manager, i clienti e i fornitori in modo equo (Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Rivkin, 2001; Khanna & Yafeh, 2005, 2007).

In terzo luogo, le aziende del gruppo imprenditoriale sono relativamente forti nelle economie in via di sviluppo - Cile, India, Russia, e altri - ma mediocri a deboli nelle economie sviluppate come il Canada, Israele e Svezia.

Le economie in via di sviluppo hanno spesso mercati deboli e governi deboli. Una possibilità è che gruppi piramidali familiari di grandi dimensioni, con queste caratteristiche, possano anche sostituire governi disfunzionali. Ma affidare ampie fasce di un'economia a poche famiglie potenti induce grandi disuguaglianze.

L'economia comporta compromessi tra efficienza e uguaglianza (Okun, 1975). Tali compromessi sono evidenti nei paesi i cui cittadini più ricchi si sono fatti da soli, ma non dove hanno ereditato la loro ricchezza (Morck et al., 2000). Una maggiore disuguaglianza associata alla ricchezza ereditata è in realtà correlata ad una peggiore inefficienza, non ad una maggiore efficienza. Quindi, che si cerchi l'efficienza o l'uguaglianza, la ricchezza degli *old money* può essere troppo grande e le vecchie imprese e gruppi di imprese possono vivere troppo a lungo. Il controllo societario ereditato limita le posizioni di vertice a un numero di candidati non ottimale. I gruppi aziendali piramidali possono indurre un'estrema separazione della proprietà dal controllo, permettere il *tunneling* e l'inserimento di persone che vi si trovano all'interno.

Queste argomentazioni suggeriscono una spiegazione finale della persistenza dei gruppi imprenditoriali, in base a quanto sostenuto da Morck: non sono auspicabili per l'economia nel suo complesso, ma persistono perché le famiglie che li controllano hanno un'influenza

politica sproporzionata, che utilizzano per bloccare uno status quo vantaggioso per loro. Le élite economiche di questi paesi temono, inoltre, per la loro posizione privilegiata nel caso in cui lo sviluppo dei loro paesi abbia successo. Tuttavia, le economie in via di sviluppo hanno bisogno di grandi famiglie imprenditoriali per tutti i motivi sopra elencati.

I grandi gruppi piramidali sono praticamente sconosciuti in America e in Gran Bretagna, mentre i grandi gruppi imprenditoriali non coinvolgono le famiglie di imprenditori in Giappone e Germania. Che queste siano anche le maggiori economie sviluppate è almeno una coincidenza interessante.

È noto che gruppi imprenditoriali piramidali esistessero in America fino agli anni '30, quando il New Deal del presidente Roosevelt li prese deliberatamente di mira. L'Internal Revenue Service si preoccupò dell'evasione fiscale attraverso i prezzi di trasferimento tra società del gruppo soggette a norme fiscali diverse. I New Dealers lanciarono un attacco multiplo alla piramide a metà degli anni '30 e la nuova normativa fiscale sottopose i dividendi intrasocietari alla doppia imposizione fiscale. I dividendi intersocietari in America sono ancora tassati al 7% delle imposte sul reddito societario del destinatario, a meno che il destinatario non possieda oltre l'80% dell'impresa che paga.

In Canada, i dividendi intersocietari sono completamente esenti se il beneficiario possiede il 20% o più dell'impresa pagante. L'approccio canadese è attuato quasi universalmente: solo la Corea applica un'imposta minima sui dividendi intersocietari mentre i tentativi francesi e belgi di imporre tali imposte sono stati interrotti dalla direttiva della Commissione europea sulle società "madri e figlie", che vieta qualsiasi imposta sui dividendi intersocietari.

Aumentando questa penalizzazione fiscale, l'America ha istituito esenzioni fiscali sulle plusvalenze per la cessione o l'acquisizione di società controllate quotate in borsa. Aumentando ulteriormente queste sanzioni fiscali e incentivi, l'America ha adottato il *Public Utilities holding Companies Act*, che vieta le piramidi che si elevano su più di due livelli nelle industrie designate come servizi pubblici.

Queste riforme hanno apparentemente innescato una massiccia ristrutturazione dell'industria americana in grandi imprese indipendenti, la maggior parte delle quali sono state ampiamente detenute. L'abrogazione dell'imposta intersocietaria è stata presa in considerazione dall'amministrazione di George W. Bush per il fatto che non percepisce alcuna entrata, ma alla fine è stata respinta.

3.7 Sviluppo pianificato o Big Push

A metà del XX secolo, lo sviluppo guidato dallo stato è diventò usuale. Il suo sostenitore più forte è stato forse Paul Rosenstein-Rodan (1943), che descrive come ogni azienda in un'economia sviluppata dipende criticamente da decine di altre aziende per gli *input* e gli *output* complementari; per costruire, mantenere e gestire i sistemi di trasporto e di comunicazione; per impiegare i consumatori dell'azienda; e per innumerevoli altri servizi che si integrano. Ogni azienda non ha bisogno di una sola azienda che riempie ciascuna di queste nicchie, ma di molte aziende concorrenti.

Rosenstein-Rodan ha visto questo ingorgo che blocca lo sviluppo iniziale: nessun imprenditore razionale osa costruire e poi attendere che il resto dell'economia si formi al momento propizio, pagando prezzi esorbitanti ai fornitori monopolistici fino a quando non si

sviluppa la concorrenza. Rosenstein-Rodan ha quindi prescritto uno sviluppo pianificato a livello centrale, un Big Push, per rompere questo ingorgo.

Il controllo dello Stato eviterebbe le interruzioni e garantirebbe tutti i beni e i servizi di qualità forniti. Lo Stato potrebbe utilizzare i profitti di un'impresa per finanziare l'espansione di un'altra impresa, formare lavoratori o dirigenti di altre imprese, o costruire infrastrutture per tutti - ospedali, strade, ponti, sistemi di telecomunicazione, e anche scuole e università.

Rosenstein-Rodan ha visto un Big Push diretto dallo stato come l'unica opzione perché l'economia descrive i mercati azionari e le banche del settore privato come finanziamento di singole imprese, non industrializzazioni di interi paesi. Il finanziamento su misura per le singole imprese non è, quindi, in grado di tener conto delle esternalità, né di fornire il coordinamento necessario. Così conclude: "*Non c'è mai stato uno schema [del settore privato] di industrializzazione pianificata che comprenda una pianificazione simultanea di più industrie complementari*". Aveva ragione sul problema, ma si sbagliava sulla soluzione. Molti paesi hanno montato programmi Big Push, gestiti dallo stato e nessuno ha portato ad uno sviluppo di successo.

Il Giappone dell'era Meiji chiarisce ulteriormente il concetto (Morck & Nakamura 2007). Il paese ha stabilito imprese statali in ogni settore moderno nel 1870, cercando di replicare l'intero insieme di un'economia industriale all'avanguardia. In mancanza di forti vincoli di bilancio, le aziende di Stato hanno danneggiato il valore del denaro; in mancanza di concorrenti, producevano prodotti scadenti e costosi; e, gestite da incaricati politici, erano mal gestite. Dieci anni dopo, il governo si è impantanato nel debito estero e interno, la moneta

stava evaporando in un'inflazione quasi in accelerazione e l'economia era cresciuta poco, inducendo, poi, nel 1880, alla nascita degli *zaibatsu*, precedentemente descritti.

La Corea del Sud del dopoguerra ne è un altro esempio lampante. Dopo la guerra di Corea, il dittatore Syngman Rhee utilizzò gli aiuti stranieri americani per creare una costellazione di aziende di Stato. Imparando da Rosenstein-Rodan, piuttosto che dalla storia giapponese, Rhee ha affidato questi compiti ai responsabili politici e i pianificatori governativi incaricati di coordinare la loro espansione. Il risultato fu un decennio perduto. Dopo la scomparsa di Rhee, una privatizzazione di massa e una crisi fiscale del governo, il presidente Park Chung-hee ha allontanato sempre più il governo dagli affari, anche se ha continuato a sovvenzionare gli esportatori. Il risultato fu - al raggiungimento della democrazia - la creazione dei *chaebol*, precedentemente descritti.

Sia in Corea che in Giappone, il rapido sviluppo avvenne dopo che i governi avevano abbandonato i piani Big Push. Il rapido sviluppo corrisponde a gruppi di imprese che si espandono in tutti i settori industriali, con aziende redditizie che incanalano il denaro a imprese nascenti o a imprese individualmente non redditizie necessarie per la prosperità del gruppo.

Queste narrazioni storiche dimostrano che Rosenstein-Rodan ha ragione sulla necessità di un Big Push, ma si sbaglia sulla necessità di un controllo statale.

Occorre verificare se i gruppi imprenditoriali a conduzione familiare abbiano gestito gli sforzi di Big Push in altri paesi, ora e storicamente.

La tesi è plausibile per diversi motivi.

In primo luogo, anche se le società del gruppo potrebbero sovvenzionarsi a vicenda, il gruppo nel suo complesso ha un forte vincolo di bilancio. La cattiva gestione non può essere tollerata a lungo da una famiglia di aziende che massimizza il profitto. Al contrario, le aziende di Stato subiscono una notevole cattiva gestione (Shleifer & Vishny, 1992; Shleifer & Vishny, 1994; Boycko et al., 1996; Dyck, 1997; Lopez-de-Silanes et al., 1997; Shleifer, 1998; Claessens & Djankov, 1999; Morten, 2000; Claessens & Djankov, 2002; Cragg & Dyck, 2003).

In secondo luogo, sia il Giappone dell'era Meiji che la Corea del dopoguerra hanno ospitato numerosi gruppi commerciali, i quali, almeno in teoria, gareggiavano per sviluppare nuove iniziative più velocemente e in modo più efficiente l'uno dell'altro -e quindi più di quanto avrebbe fatto un gruppo monopolistico o un pianificatore centrale.

Un'eccezione degna di nota è Singapore, il cui primo Big Push, guidato dallo stato, ha avuto successo (Tsui- Auch & Yoshikawa, capitolo 11). Forse l'apertura alla concorrenza globale e la concorrenza di più gruppi di imprese può neutralizzare il lato negativo del coinvolgimento dello Stato. O forse Singapore aveva una *governance* del settore pubblico unica nel suo genere, una possibilità fortunata che altri paesi non possono sperare di replicare. La misura in cui le aziende statali hanno accelerato il Big Push di Singapore rimane controversa, e il governo prevede di ritirarsi dall'economia al termine della fase di crescita del Big Push (Tsui-Auch & Yoshikawa).

L'evidenza empirica è generalmente coerente con i grandi gruppi piramidali a conduzione familiare che aiutano l'industrializzazione nella fase iniziale sostituendo le istituzioni di mercato deboli in un'economia di mercato in gran parte libera, e i pianificatori centrali durante la crescita di Big Push.

Lo studio di Morck non pretende di imporre tali politiche ai governi. Piuttosto, mette in evidenza i pro e i contro del permettere ai grandi gruppi piramidali di predominare in varie circostanze, e delinea come tali gruppi siano stati smantellati in passato dai governi che hanno scelto questa opzione. Mentre esistono casi individuali di piramidi familiari che finanziano gli avvii (Khanna et al., 2005), sembra plausibile che l'interesse personale impedirebbe alle famiglie la cui ricchezza si basa su imperi commerciali esistenti di finanziare tecnologie dirompenti che potrebbero minare quegli imperi (Morck et al., 2000; Rajan & Zingales, 2003, 2004; Morck et al., 2005).

Gli approcci anglo-americani standard per migliorare il governo societario - amministratori indipendenti, presidenti, o comitati consiliari e simili - non saranno probabilmente efficaci nei gruppi piramidali a controllo familiare. Ci vorrebbe un direttore indipendente molto coraggioso per opporsi a una famiglia che controlla non solo l'azienda nel cui consiglio di amministrazione siede, ma una parte importante dell'economia del suo paese, e forse anche del suo governo. Le leggi e i regolamenti più critici in materia di governo societario nella maggior parte dei paesi non riguardano quindi le strutture dei consigli di amministrazione, ma i diritti degli azionisti pubblici contro gli azionisti di controllo (Djankov et al. 2008).

3.7.1 Cooperative, proprietà statale e privatizzazione

Shleifer e Vishny sostengono che, in alcune situazioni, la concentrazione della proprietà potrebbe non essere ottimale perché i gruppi di non azionisti, come i dirigenti, i dipendenti e i consumatori, sono rimasti con troppo poche rendite e troppo poco incentivati a fare

investimenti specifici per le relazioni. In queste situazioni, le cooperative potrebbero essere una struttura proprietaria più efficiente (Hansmann, 1988; Hart e Moore 1994).

Laddove il potere monopolistico, le esternalità o le questioni distributive suscitano preoccupazioni, le imprese private che perseguono il massimo profitto potrebbero non riuscire ad affrontare queste problematiche. Tali argomentazioni sociali sono alla base del tradizionale caso della proprietà statale di ferrovie, elettricità, carceri, scuole, assistenza sanitaria e molte altre attività (Laffont e Tirole, 1993; Sappington e Stiglitz, 1987). Le versioni di questa argomentazione vengono utilizzate anche per giustificare la proprietà statale delle imprese industriali. La realtà della proprietà statale è stata assai incoerente con l'argomentazione riguardo all'efficienza.

In primo luogo, le imprese statali non sembrano servire l'interesse pubblico meglio delle imprese private. In secondo luogo, contrariamente alla teoria, le imprese statali sono estremamente inefficienti (Kikeri, Nellis e Shirley, 1992 e Boycko, Shleifer e Vishny, 1995, esaminano le prove pertinenti). Mentre, in teoria, queste aziende sono controllate dal pubblico, i diritti di controllo di fatto appartengono ai burocrati. Si può pensare che questi burocrati abbiano diritti di controllo estremamente concentrati, ma nessun diritto significativo sui *cash flow* perché la proprietà delle imprese statali è di fatto dispersa tra i contribuenti del paese. Inoltre, i burocrati hanno in genere obiettivi molto diversi dal welfare sociale e sono dettati dai loro interessi politici (Shapiro e Willig, 1990; Boycko et al., 1996; Shleifer e Vishny, 1994).

In sintesi, i burocrati che controllano le aziende statali hanno nella migliore delle ipotesi solo una concezione indiretta dei profitti e hanno obiettivi molto diversi dall'interesse

sociale. Tuttavia, hanno un potere quasi totale su queste aziende e possono indirizzarle a perseguire qualsiasi obiettivo politico.

La proprietà dello Stato è quindi un esempio di controllo concentrato, senza diritti sui *cash flow* e con obiettivi socialmente dannosi. Da questo punto di vista, l'inefficienza delle imprese statali non è affatto sorprendente. Il riconoscimento dell'enorme inefficienza delle imprese statali e le pressioni sui bilanci pubblici hanno creato una risposta comune in tutto il mondo negli ultimi anni, vale a dire la privatizzazione.

Nella maggior parte dei casi, la privatizzazione sostituisce il controllo politico con il controllo privato da parte di investitori esterni. Allo stesso tempo, nella maggior parte dei paesi, crea una concentrazione della proprietà privata del flusso di cassa per andare di pari passo con il controllo. Il risultato del passaggio a queste strutture proprietarie relativamente più efficienti è tipicamente un miglioramento significativo delle prestazioni delle imprese privatizzate (Megginson et al., 1994; Lopez-de-Silanes, 1994).

Tuttavia, ci sono due problemi fondamentali: in primo luogo, l'assenza virtuale della tutela degli azionisti di minoranza rende interessante per i dirigenti deviare risorse dalle imprese nonostante le loro consistenti quote di cassa personali, poiché in questo modo non hanno bisogno di condividere del tutto con investitori esterni. In secondo luogo, i manager in molti casi non sono competenti per quanto riguarda la ristrutturazione delle imprese privatizzate ma, in virtù dei loro diritti di controllo, rimangono sul posto di lavoro e "consumano" i benefici del controllo.

3.8 Effetti sul mercato dei capitali e innovazione

Morck, Stangeland e Yeung (2000) suggeriscono che, a causa delle loro dimensioni rispetto al resto dell'economia, i grandi gruppi piramidali potrebbero raggiungere un certo grado di potere nel fissare i prezzi. Se i gruppi piramidali limitassero l'accesso al capitale, potrebbero essere meno innovativi, in quanto l'innovazione richiede che gli innovatori abbiano accesso al capitale. Tuttavia, se i gruppi piramidali hanno potere nel mercato dei capitali, presumibilmente estraggono le rendite dagli innovatori.

Morck, Stangeland e Yeung (2000) studiano gli incentivi dei gruppi piramidali per essere innovativi. In sostanza, i gruppi aziendali internalizzano gli effetti dirompenti dell'innovazione, con la conseguente possibile riduzione degli investimenti delle aziende del gruppo rispetto a quelli di aziende indipendenti comparabili.

Gli effetti delle piramidi di controllo sulla *Corporate Governance* potrebbero essere particolarmente pregiudizievoli in paesi che offrono agli azionisti pubblici diritti legali inefficaci contro la malversazione da parte di soggetti interni all'azienda. Questi problemi di *governance*, che hanno permesso il libero potere, plausibilmente ritardano i risultati macroeconomici per due motivi. In primo luogo, la cattiva *governance* dei soggetti interni diventa un problema macroeconomico se questi controllano una piramide che include una parte sostanziale dei beni aziendali di un paese; in secondo luogo, la struttura di una piramide di controllo porta anche ad una varietà di distorsioni nell'allocazione del capitale. Modificando il livello complessivo degli investimenti e distorcendo la distribuzione della spesa in conto capitale tra gruppi, imprese e progetti, queste distorsioni possono compromettere la crescita economica.

In economie in cui poche *old family* controllano grandi aree del settore aziendale, tali problemi di *governance* potrebbero facilmente raggiungere proporzioni macroeconomiche. Ad esempio, la prevalenza di gruppi piramidali nel settore societario di un paese potrebbe rendere l'impresa media più opaca per gli investitori esterni, sia nazionali che esteri, e questo potrebbe indurre entrambi a collocare i propri risparmi altrove. Questo potrebbe essere un effetto diretto, derivante dalla maggiore complessità di contabilità in grandi gruppi di imprese. Potrebbe anche essere un effetto indiretto, nel senso che i proprietari controllanti dei grandi gruppi piramidali potrebbero spingere i funzionari governativi a mantenere una protezione inefficace degli azionisti e regole di divulgazione deboli. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997, 1998) dimostrano in modo convincente che istituzioni deboli di questo tipo sono dannose per lo sviluppo del mercato dei capitali.

Le imprese a gruppo piramidale sembrano spesso avere un accesso preferenziale al capitale bancario, a volte ciò è dovuto al fatto che, avendo una banca che fa parte del gruppo piramidale, avere un azionista di controllo comune riduce i problemi di asimmetria informativa.

Caprio, Laeven e Levine (2003) esaminano le dieci maggiori banche di quarantaquattro paesi nel 2001 e trovano che il 75% delle banche più grandi del mondo hanno un azionista di controllo, spesso di una famiglia benestante. Tali risultati fanno sorgere la possibilità che in alcuni paesi le banche possano incanalare in modo inefficiente il capitale verso altre società controllate dagli azionisti di controllo delle banche. L'ubiquità delle banche a controllo familiare in tutto il mondo, documentato da Caprio, Laeven e Levine (2003) e la deallocazione del capitale da parte delle banche potrebbero essere un grosso ostacolo allo sviluppo.

Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, e Levine (2005) mostrano che il conferimento di poteri alle agenzie di vigilanza ufficiali per il monitoraggio, la divulgazione e l'influenza delle banche conduce direttamente a risultati perversi: genera corruzione bancaria e incide negativamente sulla crescita.

3.9 Effetti sulla valutazione dell'impresa: tipologia di proprietà (famiglie, Stato, istituzioni finanziarie)

Ricerche citate precedentemente hanno documentato che un'ampia partecipazione azionaria, in generale, e la separazione della proprietà e del controllo, in particolare, è di solito associata con la proprietà familiare (La Porta et al., 1999, e Claessens et al., 2000). Pertanto, Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan e Larry H. P. Lang studiano separatamente gli effetti sul valore aziendale della proprietà delle famiglie, dello Stato, o di società ampiamente detenute e di istituzioni finanziarie. Questi autori studiano anche il rapporto tra valutazione aziendale e divergenze in diritti di flusso di cassa e diritti di controllo per questi tre tipi di proprietari.

Il coefficiente per la differenza tra le quote di controllo e di proprietà è statisticamente significativo al livello del 5% per il controllo della famiglia e al 10% per il controllo dello Stato.

I risultati suggeriscono che il controllo familiare, e, in una certa misura, la proprietà statale, sono alla base dei principali risultati. Questo potrebbe essere perché i manager di società di grandi dimensioni e istituzioni finanziarie sono meno capaci delle famiglie e dello Stato di deviare efficacemente le prestazioni sociali a sé stessi.

Come notato, deviazioni tra controllo e diritti di proprietà si realizzano con diversi mezzi, comprese le piramidi, le partecipazioni incrociate, e le azioni a doppia classe. Bebchuk (1999) e Wolfenzon (1999) suggeriscono che utilizzare la piramide è associato a sconti di valore, ma anche le partecipazioni incrociate e le azioni a doppia classe possono generare perdite di valore perché facilitano i trasferimenti finanziari non basati sul mercato tra società all'interno di un gruppo, sia orizzontalmente che verticalmente. Mentre l'*entrenchment* dei maggiori azionisti in società dell'Asia orientale può, quindi, essere supportato da combinazioni di piramide, partecipazioni incrociate e azioni a doppia classe, le prove suggeriscono che la separazione della proprietà e del controllo è ciò che porta a sconti di valore, e non ad alcun meccanismo in particolare.

Un'ipotesi alternativa alle due potrebbe essere che gli sconti sul valore siano dovuti ad una cattiva gestione e la probabilità di una cattiva gestione sia legata alla struttura proprietaria. Strati multipli di proprietà piramidale e numerose partecipazioni incrociate potrebbero significare che il manager proprietario che controlla all'apice della piramide non ha la capacità di monitorare i dirigenti di tutte le società affiliate. Il risultato potrebbe essere una cattiva performance e sconti sul valore. Ma Claessens et al. (2000) dimostrano che per più di due terzi delle imprese con una proprietà concentrata, i manager appartengono a famiglie controllanti provenienti da paesi in via di sviluppo. Il controllo dei proprietari che sono manager non è quindi limitato alle aziende di punta, ma sono diffuse in tutti i gruppi aziendali. Come tali, i dirigenti avrebbero pochi incentivi a gestire in modo scorretto le imprese per cui sono anche proprietari di controllo. Quindi, anche se attraente, questa ipotesi alternativa non vale per la media delle aziende del campione.

Suddividendo il campione in imprese gestite da persone appartenenti al gruppo di controllo famiglia dell'azionista e aziende con manager non correlati, si trovano risultati simili.

Quando si indagano i singoli tipi di proprietà, ci si accorge che questi risultati sembrano guidati dal controllo familiare. Poiché la proprietà aziendale concentrata è predominante nella maggior parte dei paesi al di fuori degli Stati Uniti, questi risultati possono avere rilevanza mondiale e suggeriscono che il rischio di espropriazione di azionisti di minoranza da parte di grandi azionisti è un importante problema nella maggior parte dei paesi.

Il grado di associazione a cui talune strutture di proprietà e di controllo sono associate con l'*entrenchment* dipende, probabilmente, da circostanze economiche specifiche. Queste possono includere la qualità dei sistemi bancari, la protezione legale e giuridica dei singoli azionisti, nonché il grado di divulgazione finanziaria richiesto.

Si riscontra che la proprietà concentrata nelle mani di tutti i tipi di proprietari è associata ad un rapporto *market to book* più elevato e, anche, che il cuneo tra controllo e proprietà è associato a sconti di valore per le imprese a conduzione familiare e per le società controllate dallo Stato, ma non in modo significativo quando il proprietario principale è una società di capitali o un istituto finanziario ampiamente posseduto. Le differenze negli effetti di valutazione per tipo di proprietario potrebbero derivare dal fatto che i dirigenti di imprese di proprietà di società di grandi dimensioni e istituzioni finanziarie hanno meno modi per dirottare i benefici verso sé stessi rispetto ai dirigenti di imprese di proprietà delle famiglie e dello Stato.

4. Metodi di espropriazione

4.1 Assegnazione dei dividendi

4.1.1 Il rapporto O/C come indicatore di vulnerabilità

Supponiamo che O sia la quota dell'azionista di maggioranza dei diritti di proprietà di una società e che C sia la sua quota dei diritti di controllo. Il rapporto O/C sarà basso se l'azionista controlla la società attraverso una lunga catena di società intermedie, cioè, la società è alla base di una piramide che offre molte opportunità di operazioni infragruppo per espropriare gli azionisti di minoranza.

Ciò mette in luce una prima considerazione: una società con un basso rapporto O/C pagherà bassi dividendi, poiché l'azionista di controllo cercherà di mantenere il controllo delle risorse aziendali. Gli investitori razionali, percependo il maggior rischio di espropriazione all'interno di un'azienda con un rapporto O/C più basso, attribuirebbero un valore inferiore e sarebbero meno disposti a fornire capitale. Coerentemente con gli investitori si utilizza un basso rapporto O/C come indicatore di una maggiore vulnerabilità all'espropriazione di informazioni privilegiate. Claessens et al. (1999) trovano un rapporto positivo tra O/C e Q di Tobin per le società dell'Asia orientale.

Una seconda considerazione sarebbe, quindi, che, riscontrato un rapporto negativo tra O/C e dividendi, ci si aspetterebbe un rapporto negativo tra Q e tassi di dividendo.

La politica dei dividendi è quindi uno strumento per gli impegni a lungo termine dei dirigenti nei confronti degli azionisti, che può essere utilizzato per affrontare i problemi dell'agenzia derivanti da asimmetrie informative e contratti incompleti tra le due parti.

Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young cercano di identificare i fattori che sono empiricamente importanti per determinare come i mercati dei capitali reagiscono alla minaccia di espropriazione di informazioni privilegiate in un'ampia gamma di economie in Europa e in Asia. Questi autori ipotizzano che il *tradeoff* tra le due considerazioni di cui sopra dipende da quanto strettamente controllata sia una società: se il controllo è stretto, in modo che la possibilità di espropriazione sia altamente visibile agli investitori, allora la seconda considerazione dovrebbe dominare e i tassi di dividendo dovrebbero essere correlati negativamente al rapporto O/C; se il controllo è debole, la possibilità di espropriazione è più oscura e, quindi, la prima considerazione dovrebbe dominare e i tassi di dividendo dovrebbero essere positivamente correlati al rapporto O/C. Le regressioni di Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young indicano che le società meno affiliate sono le più vulnerabili all'espropriazione.

4.1.2 Misure del Dividend Rate

Il tasso al quale le società pagano i dividendi fornisce una prospettiva sull'esproprio degli *insider* in quanto i dividendi trasferiscono il patrimonio dall'azionista di controllo a tutti gli azionisti su base proporzionale. Per contro, le voci di bilancio sopra la linea di dividendo possono essere manipolate a favore dell'azionista di controllo. Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young definiscono i dividendi come il totale dei dividendi in contanti versati agli azionisti comuni e privilegiati.

L'aliquota alla quale sono pagati i dividendi è misurata in quattro rapporti.

Il rapporto dividendo/*cash-flow*, dove i flussi di cassa sono definiti come il totale dei flussi di cassa da attività operative, al netto delle poste non monetarie da attività in dismissione.

Il rapporto dividendo/utile, dove il risultato è misurato al netto delle imposte e degli interessi ma al lordo delle componenti straordinarie.

Il rapporto dividendi/vendite, dove le vendite sono vendite nette.

Il rapporto dividendi/capitale di mercato, dove la capitalizzazione di mercato è il valore di mercato totale delle azioni ordinarie e privilegiate.

Secondo Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young la diversità delle misure del *dividend rate* dovrebbe contribuire ad isolare le conclusioni generali da distorsioni nelle singole misure che potrebbero derivare da pratiche contabili e manipolazioni da parte degli azionisti di controllo. In ogni caso, per attenuare il "rumore" e i fattori transitori vengono utilizzate medie quinquennali sul periodo 1992-1996, piuttosto che cifre annuali.

Nello studio di Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young vengono, inoltre, aggiustati i tassi di dividendo di ogni società per gli effetti settoriali sottraendo la mediana del tasso di dividendo per le società campione dello stesso settore, come misurato dal codice SIC a due cifre, ottenendo così il tasso di dividendo corretto per il settore dell'azienda.

Ai fini della regressione, che include le variabili sopra descritte, vengono usate più variabili specifiche per società e per paese che controllano altri fattori che potrebbero avere un effetto sistematico sui dividendi.

Le variabili specifiche della società includono le dimensioni, misurate dal logaritmo del totale attivo della società, $\ln(TA)$, e la leva finanziaria, misurata dal rapporto D/PN , del debito finanziario totale (incluso il leasing) rispetto al patrimonio netto. Ci si aspetta che le società a forte leva finanziaria paghino dividendi inferiori, perché devono pagare un tasso di interesse più elevato sui loro prestiti e i creditori cercheranno di impedire il trasferimento di ricchezza agli azionisti.

Come in La Porta et al. (2000), la crescita del decile delle vendite, $GSDecile$, controlla le opportunità di crescita di un'azienda, che potrebbe richiedere il mantenimento degli utili per finanziare internamente progetti di investimento.

Un variabile binaria per il razionamento del capitale, $CRation$, controlla per il razionamento che una società potrebbe dover affrontare sui mercati dei capitali: in questo caso, la $CRation$ è fissata a 1; in caso contrario, a 0. Ci si aspetta che questa variabile fittizia abbia un impatto negativo sui dividendi, poiché le società a forte crescita e capitalizzazione tendono a trattenere liquidità per finanziare non solo le opportunità di investimento attuali, ma anche future.

Tre variabili controllano gli effetti specifici del paese. Il rapporto tra le riserve legali, $LegalRes$, è la percentuale minima del capitale azionario totale che il diritto societario del paese ospitante autorizza le società di capitali a detenere per impedire il loro scioglimento. Le riserve legali vengono create obbligando le imprese a trattenere una certa percentuale dei guadagni annuali, fino al raggiungimento della soglia. Tale requisito può avere un impatto negativo sui dividendi, in quanto può impedire alle società di distribuire tutti i propri utili.

La variabile binaria europea, Europa, è fissato a 1 se la società è in Europa, a 0 altrimenti. Ci si aspetta che ciò sia correlato positivamente ai rapporti di dividendo, perché gli addetti ai lavori hanno meno probabilità di espropriare gli azionisti di minoranza nei mercati dei capitali più sviluppati dell'Europa occidentale.

La variabile binaria di diritto civile, diritto civile, diritto civile, è fissato a 1 se il diritto societario del paese o codice commerciale si basa sulla Civil Law, a 0 se basato sulla Common Law. Questa variabile dovrebbe essere collegata negativamente ai dividendi, in considerazione del fatto che, secondo La Porta et al. (2000), gli azionisti di minoranza godono di minore tutela in materia di Civil Law rispetto alle giurisdizioni della Common Law.

4.1.3 Percentuale di controllo e dividendi nella realizzazione dell'espropriazione

Nelle analisi di Mara Faccio, Larry H. P. Lang e Leslie Young, dai dati utilizzati risulta che al livello di controllo del 20%, la percentuale delle società affiliate al gruppo è più alta in Indonesia (70,06%); al livello del 10%, è più alta nelle Filippine (76,79%); all'interno dell'Europa, è più alta in Italia a entrambi i livelli (56,99% e 60,62%).

Faccio e Lang abbassano il livello di controllo dal 20% al 10%, l'affiliazione al gruppo aumenta solo leggermente in Europa, ma alcune economie asiatiche mostrano forti aumenti: l'affiliazione del gruppo di Taiwan passa dal 12,98% al 48,09%, di Singapore dal 17,02% al 65,98% e del Giappone da un alto 58,81% ad un 73,72% ancora più alto.

Lo studio sottolinea che la differenza tra i tassi di affiliazione di gruppo europei e asiatici è insignificante al livello di controllo del 20%, ma è molto significativa al livello del 10%. La discrepanza tra proprietà e controllo è maggiore in Giappone (media O/C = 0,632) e Italia

(0,732); meno in Thailandia (0,950) e Spagna (0,940); e differisce significativamente tra Europa e Asia.

Le società con $O/C < 1$ pagano dividendi significativamente più elevati in rapporto ai flussi di cassa e agli utili rispetto a quelle con $O/C = 1$ (proposizione i); le società affiliate al gruppo pagano dividendi significativamente più elevati rispetto alle società non affiliate al livello di controllo del 20%, ma l'andamento è meno coerente al livello di controllo del 10% (proposizione ii).

La proposizione (i) di cui sopra vale sia per le società affiliate ai gruppi al livello di controllo del 20%, sia per quelle affiliate al livello del 10%. Per quanto riguarda la proposizione (ii), lo studio permette di notare che per le società con $O/C < 1$, tassi di dividendo significativamente più elevati sono impliciti all'affiliazione di gruppo al livello del 20%, ma non al livello del 10%. Pertanto, i tassi complessivi di dividendo complessivo che risultano dallo studio significativamente più elevati per le società affiliate ad un gruppo al livello del 20% devono essere guidati da società con $O/C < 1$; al livello del 10% devono essere guidati da società con $O/C = 1$.

L'analisi di Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young suggerisce che le società devono pagare dividendi più alti per compensare le maggiori preoccupazioni degli investitori in materia di espropriazione quando le società sono affiliate di gruppo al livello del 20%, ma non quando le società sono affiliate di gruppo solo al livello del 10%.

La questione è stata analizzata in dettaglio da Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young in una serie di regressioni. Tali regressioni utilizzano i tassi di dividendo corretti per l'industria come variabili dipendenti, ma risultati analoghi valgono per i tassi non corretti. Con i

risultati della regressione, in particolare, Faccio e Lang confermano la conclusione di La Porta et al. (2000) che i dividendi sono più elevati nella Common Law che nelle giurisdizioni di Civil Law.

All'interno di gruppi che sono strettamente controllati al livello del 20%, Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young dimostrano che i manager aziendali devono pagare dividendi più alti per compensare le maggiori preoccupazioni degli investitori riguardo all'espropriazione rispetto a quando il rapporto O/C è più basso; non vi sono prove di questo tipo, tuttavia, per la più ampia gamma di società affiliate al livello del 10%. Dai risultati della regressione Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young mostrano che c'è una differenza significativa tra il comportamento in materia di dividendi delle società affiliate di gruppo al livello del 20% e quelle affiliate al 10%.

Sia in caso di società affiliate che non affiliate, vengono considerati sia il 20% che il 10% dei livelli di controllo. Queste regressioni confermano che il livello di controllo del 20% nei gruppi è una soglia significativa per l'espropriazione degli *insider*. Per le società affiliate ad un gruppo al livello del 20%, esiste una significativa relazione negativa tra O/C e dividendi in rapporto ai flussi di cassa e anche in rapporto agli utili. Questo rafforza il fatto che all'interno di gruppi strettamente controllati al 20%, i manager aziendali devono pagare dividendi più elevati per compensare le maggiori preoccupazioni degli investitori riguardo all'esproprio quando il rapporto O/C è più basso. Per contro, per le società non affiliate ad un gruppo al livello del 20%, esiste un rapporto significativamente positivo tra O/C e dividendi in rapporto alla capitalizzazione di mercato e anche in rapporto alle vendite. Così, gli investitori sembrano meno attenti all'espropriazione in tali società, dando agli addetti ai lavori

la possibilità di pagare dividendi più bassi quando c'è una maggiore discrepanza tra la loro proprietà e le quote di controllo.

Suddividendo in due sottoinsiemi l'insieme delle società che non sono affiliate al livello del 20% in due sottoinsiemi: (a) quelli che non sono affiliati al livello del 10%; (b) quelli che sono affiliati al livello del 10%.

I sottoinsiemi (a) e (b) nel loro insieme hanno mostrato un rapporto significativamente positivo tra *O/C* e dividendi in rapporto alla capitalizzazione di mercato e anche in rapporto alle vendite. Il sottoinsieme (a) non mostra alcuna relazione significativamente positiva tra il rapporto *O/C* e questi tassi di dividendo. Ne consegue che il rapporto significativamente positivo tra il rapporto *O/C* e questi tassi di dividendo per le società che non sono affiliate al livello del 20% è dovuto principalmente al sottogruppo (b), ossia alle società affiliate al 10%.

Per riassumere: gli investitori appaiono attenti all'espropriazione all'interno di gruppi con stretti legami di controllo al livello altamente visibile del 20%, come dimostrano i maggiori dividendi pagati dalle società affiliate al gruppo con una maggiore discrepanza tra proprietà e diritti di controllo. Tuttavia, gli investitori sembrano trascurare le possibilità di espropriazione da parte di società liberamente affiliate a gruppi con collegamenti di controllo tra il 20% e il 10%.

4.1.4 I dati europei ed asiatici

Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young discutono delle differenze nell'espropriazione tra Europa e Asia. Le società dell'Europa occidentale pagano dividendi a tassi

significativamente più elevati rispetto all'Asia orientale. Tutte le regressioni indicano che le società affiliate al gruppo con un valore più elevato del rapporto O/C tendono a pagare tassi di dividendo più elevati in Europa rispetto a quelli dell'Asia. Nei mercati dei capitali più sviluppati dell'Europa occidentale, gli investitori sembrano anticipare più fortemente il rischio di espropriazione in gruppo; in risposta, le società pagano dividendi a un tasso più elevato.

In Europa, Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young trovano che i grandi proprietari multipli contribuiscono effettivamente a limitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte dell'azionista di controllo. In Asia, trovano che gli altri grandi proprietari in genere colludono con l'azionista di controllo per espropriare gli azionisti di minoranza.

Sorprendentemente, in due paesi dell'Asia orientale (Indonesia e Thailandia), e in un paese dell'Europa occidentale (Italia, anche se solo al livello di rilevanza del 10%) le aziende affiliate a gruppi al livello del 20% mostrano un rapporto significativamente positivo tra O/C e una delle misure del dividendo. Così, in questi tre paesi, gli azionisti di controllo delle società affiliate a gruppi con un livello del 20% che hanno un rapporto O/C più basso possono pagare dividendi inferiori, lasciando all'interno della società ricchezze che potrebbero espropriare attraverso operazioni infragruppo. Questi elementi di prova confermano la visione diffusa di questi mercati dei capitali, secondo cui quelli dove vi è una minoranza di azionisti godono di minore protezione, nell'ottica di Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young.

L'Indonesia e la Thailandia hanno avuto un ruolo di primo piano nella crisi finanziaria asiatica, crisi che ha evidenziato la debolezza delle istituzioni del mercato dei capitali e la scarsa trasparenza. In effetti, la trasparenza può essere stata così bassa che l'investitore tipico

potrebbe anche non aver saputo chi fossero i principali detentori dei diritti di proprietà e di controllo in molte società.

Gli studiosi sopraccitati mostrano che al livello di controllo del 20%, in tre paesi europei (Francia, Germania e Regno Unito), molteplici grandi azionisti hanno un impatto significativamente positivo sui tassi di dividendo, mentre in tre paesi asiatici (Giappone, Filippine e Corea del Sud) hanno un impatto negativo significativo. Pertanto, nonostante i campioni più piccoli, i risultati a livello nazionale confermano in parte l'impatto positivo di molteplici grandi azionisti sui tassi di dividendo in Europa e il loro impatto negativo in Asia, come riportato precedentemente.

L'analisi dell'espropriazione dal punto di vista dei dividendi, anche se di portata limitata, fornisce prove quantitative sull'espropriazione che avviene all'interno dei gruppi aziendali e sulle differenze di espropriazione tra Europa e Asia. L'espropriazione da parte degli addetti ai lavori non è semplicemente una questione di redistribuzione tra gli azionisti: gli addetti ai lavori possono scegliere di investire in progetti con rendimenti bassi o negativi perché creano opportunità di espropriazione. Questo può accumulare così tanti debiti non rimborsabili da far precipitare i problemi macroeconomici, come ha dimostrato la crisi finanziaria asiatica. Poco prima di questa crisi, i leader dell'Asia orientale avevano sostenuto che il rapido progresso economico dell'Asia orientale era stato facilitato da un insieme distintivo di "valori asiatici" che sottolineavano la lealtà delle famiglie e le relazioni a lungo termine. La crisi finanziaria ha assistito alla denigrazione di questi valori a tal punto da essere definiti "capitalismo cronico". Tale situazione ha facilitato le operazioni con parti correlate per espropriare gli azionisti di minoranza all'interno di gruppi imprenditoriali controllati da famiglie politicamente potenti. Se da un lato la crisi ha evidenziato l'importanza

di rafforzare le istituzioni del mercato dei capitali, dall'altro non vi è alcuna probabilità di cambiamenti fondamentali nel ruolo delle famiglie e dei gruppi imprenditoriali in Asia, soprattutto ora che la crisi è passata.

Rispetto all'Asia, le aziende europee hanno la stessa probabilità di essere affiliate al gruppo al 20% e, sia al 20% che al 10%, hanno maggiori probabilità di avere almeno un azionista che detiene più della percentuale di controllo, di essere controllato da una famiglia o di avere un *top manager* della famiglia dell'azionista di controllo. Tuttavia, l'Europa occidentale sembra aver evitato i problemi evidenziati dalla crisi finanziaria asiatica contenendo l'espropriazione da parte dei suoi "capitalisti cronici".

Nel complesso, gli investitori sembrano attenti alla maggiore esposizione all'espropriazione all'interno di gruppi strettamente controllati; per compensare le loro preoccupazioni, i dividendi più elevati sono pagati dalle società affiliate a tali gruppi, in particolare quelle che presentano una maggiore discrepanza tra proprietà e controllo. Pertanto, i mercati dei capitali appaiono generalmente in grado di controllare l'espropriazione all'interno di gruppi strettamente controllati, anche se si sono verificati alcuni fallimenti in Thailandia e Indonesia.

Al contrario, gli investitori sembrano meno attenti all'espropriazione all'interno di società liberamente affiliate a gruppi, vale a dire, i cui legami di controllo superano tutti il 10% ma non tutti superano il 20%. Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young riscontrano che tali società non riescono a pagare dividendi più elevati e che una maggiore discrepanza tra proprietà e controllo è associata a tassi di dividendo più bassi.

4.2 Unificazione delle classi di azioni

4.2.1 Benefici e svantaggi della presenza di più classi di azioni in base alla letteratura

Faccio e Lang (2002) documentano che le azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato sono utilizzate raramente in Belgio, Portogallo e Spagna, mentre sono comuni in Italia, Germania, Svizzera e nei paesi del nord Europa.

L'opinione dominante in letteratura è che la presenza di più classi di azioni è dannosa per il valore degli azionisti. Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) sostengono che queste deviazioni portano a distorsioni nelle decisioni di investimento.

Alcuni articoli hanno anche sottolineato che più classi di azioni possono avere dei benefici.

Adams e Ferreira (2007) forniscono una panoramica completa di questa letteratura e concludono che, nel complesso, gli effetti di valutazione delle deviazioni dalla regola del voto unico per azione sono probabilmente negativi, date le inefficienze associate ai consumi privati. Un'implicazione della loro argomentazione è che il beneficio totale associato all'eliminazione delle strutture della doppia classe di voto, così come la ripartizione del beneficio tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, dovrebbe dipendere dalla struttura di controllo dell'impresa al momento della decisione di unificazione.

Partch (1987) non trova alcuna prova che gli attuali azionisti siano danneggiati dalla creazione di azioni ordinarie con diritto di voto limitato per le imprese negli Stati Uniti.

Cornett e Vetsuypens (1989) esaminano gli effetti patrimoniali dell'annuncio di un'emissione di azioni con diritti di voto differenziati. Essi documentano che il loro campione di 70

aziende americane ha guadagnato rendimenti anormali positivi quando hanno annunciato una ricapitalizzazione a doppia classe.

Al contrario, Jarrell e Poulsen (1988) trovano ritorni negativi significativi in eccesso per le aziende statunitensi che annunciano ricapitalizzazioni di doppia classe.

Amoako-Adu e Smith (2001) riportano tre ragioni principali per cui le imprese scelgono di ricapitalizzare in un'unica classe di azioni: hanno messo in atto un piano di ristrutturazione del debito che richiede l'eliminazione delle azioni a doppia classe; devono facilitare la vendita di un blocco di controllo ed evitare disposizioni *coat-tail*;¹⁹ oppure devono aumentare la liquidità e l'attrattiva per gli investitori istituzionali.

Per riassumere, la letteratura esistente sulle unificazioni si è concentrata sui motivi per cui le aziende scelgono di tornare ad una struttura azionaria con un solo voto e ha ignorato la struttura di controllo dell'azienda al momento della decisione di unificazione.

4.2.2 Norme relative alle azioni italiane senza diritti di voto

Le società quotate italiane possono emettere azioni senza diritto di voto fino al 50% del loro capitale sociale. Tuttavia, nonostante queste azioni siano senza diritto di voto, la legge italiana (L. 216/1974) prevede privilegi minimi per i possessori di tali azioni (tali privilegi possono essere incrementati da modifiche statutarie). Tra questi, il pagamento di un dividendo minimo pari al 5% del valore nominale; la protezione dei dividendi e le disposizioni

¹⁹ Le disposizioni *Coat-tail* sono intese a garantire parità di trattamento a tutte le categorie di azionisti in caso di acquisizione di almeno il 50% delle azioni con diritto di voto superiore di una società a doppia categoria.

di priorità (ad esempio, se un dividendo è pagato alle azioni con diritto di voto, il dividendo alle azioni senza diritto di voto deve essere maggiore di un importo pari o superiore al 2% del valore nominale); una ricostituzione obbligatoria del capitale proprio dell'impresa da parte degli azionisti con diritto di voto quando le perdite cumulative cancellano il patrimonio netto contabile; la priorità dei crediti durante la procedura fallimentare.

In Italia, dove il differenziale di prezzo tra azioni con e senza diritto di voto è uno dei più alti al mondo (Nenova, 2003; Zingales, 1994; Dyck e Zingales, 2004), le unificazioni azionarie sono tipicamente forzate e non offrono compensi agli azionisti votanti. Nonostante la priorità e la protezione dei dividendi, le azioni senza diritto di voto sono generalmente scambiate con forti sconti sul prezzo delle azioni con diritto di voto. Ciò è dovuto in gran parte all'elevato valore dei diritti di voto in Italia.

Analogamente, Dyck e Zingales (2004) stimano che il valore aggregato dei diritti di voto è pari al 37% della capitalizzazione di mercato totale dell'azienda, sulla base del maggior prezzo pagato per i blocchi di azioni di controllo in Italia nel periodo 1990-2000. La capitalizzazione di mercato delle azioni senza diritto di voto come frazione del valore totale delle azioni è diminuita in modo ancora più precipitoso, passando dal 15% nel 1990 al 3,4% alla fine del 2005.

4.2.3 Unificazioni di azioni a doppia classe italiane

Zingales (1994) suggerisce che il problema dell'espropriazione è più grande in Italia, in linea con un premio di voto molto più elevato che lo studioso trova per quel paese.

Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau ricercano su "Indici e Dati" di Mediobanca e "Il Sole 24 Ore" per annunci di unificazione azionaria di società italiane quotate dal 1974 (anno di introduzione delle azioni senza diritto di voto) fino al 2005. Il campione, dagli autori raccolto a mano, è costituito da 46 DCU annunciate da 41 aziende, mentre metà del campione, 23 DCU, è stato annunciato nel periodo 1998-2001. Ciò è coerente con l'argomentazione secondo cui i cambiamenti del contesto normativo ed economico in Italia in questo periodo hanno causato una significativa diminuzione dell'attrattiva delle azioni senza diritto di voto in Italia.

Su 46 unificazioni, 22 sono classificate come unificazioni forzate. La maggior parte delle unificazioni forzate (18 casi) sono strutturate come conversioni individuali senza alcun compenso diretto o indiretto agli azionisti con diritto di voto. Nei restanti quattro casi, o si richiede un pagamento in contanti agli azionisti senza diritto di voto (il pagamento in contanti va effettivamente all'impresa) o l'unificazione stabilisce un rapporto di conversione favorevole basato sui prezzi di mercato differenziali delle due categorie di azioni. La maggior parte delle unificazioni volontarie (14 casi) non comporta alcun pagamento supplementare da parte degli azionisti senza diritto di voto per convertire le loro azioni in azioni con diritto di voto. Nel complesso, la stragrande maggioranza delle unificazioni non ha comportato alcun compenso indiretto esplicito agli azionisti con diritto di voto nell'ambito della conversione. In un caso, gli azionisti senza diritto di voto sono stati persino pagati per convertire le loro azioni in azioni con diritto di voto. L'assenza di qualsiasi compenso agli azionisti con diritto di voto, nonostante l'elevato premio associato al diritto di voto è unico in Italia e indica un potenziale danno per gli azionisti di minoranza durante il processo di unificazione.

Le ragioni comunemente citate includono il desiderio di migliorare l'attrattiva dell'azienda per gli investitori internazionali, aumentare la liquidità del mercato azionario e semplificare la struttura azionaria dell'azienda. Queste ragioni sono simili a quelle citate dalle imprese che si sottopongono ad unificazioni di azioni di doppia classe in altri paesi (cfr. Amoako-Adu e Smith, 2001, per il Canada; Dittmann e Ulbricht, 2008, per la Germania; e Pajuste, 2005, per un sottoinsieme di paesi dell'UE). Altre ragioni citate dalle aziende del campione sembrano essere uniche per l'Italia, in base a quanto sostenuto da Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau. Quattro aziende del loro campione riferiscono che la ragione dell'unificazione è stata "raccolgere liquidità per finanziare nuovi investimenti". Tutti i fondi raccolti tramite la DCU provengono da azionisti senza diritto di voto. Cinque imprese hanno unificato le loro azioni di doppia classe per conformarsi agli orientamenti italiani in materia di privatizzazione;²⁰ tre imprese hanno unificato le loro azioni prima di una fusione e tre imprese hanno annunciato unificazioni prima di una nuova emissione di azioni.

Le unificazioni di doppia classe di azioni sono generalmente compensate da un dividendo straordinario (Ang e Megginson, 1989) o assegnando nuove azioni con diritto di voto agli azionisti con diritto di voto (Hauser e Lauterbach, 2004).

Poiché le azioni italiane senza diritto di voto sono azioni al portatore, per queste azioni non sono disponibili dati ufficiali sugli assetti proprietari. In otto casi, tuttavia, la stampa finanziaria o il comunicato stampa della società ha riportato la frazione di azioni senza diritto di voto possedute dall'azionista di maggioranza. Per tutte le altre unificazioni, si

²⁰ Le direttive del CIPE del 1992 sulle future privatizzazioni italiane hanno stabilito che le future società a doppia classe privatizzate "...favoriranno soluzioni che consentano di convertire in voto le azioni senza diritto di voto". Le cinque unificazioni italiane annunciate dalle società privatizzate (Credit, Comit, Alitalia, BNL, Finmeccanica) hanno seguito le linee guida di cui sopra.

deduce il maggior possesso di azioni senza diritto di voto dai dati relativi alle azioni con diritto di voto prima e dopo l'unificazione, nonché dalle caratteristiche dell'unificazione (tipo di unificazione, tasso di accettazione).

La struttura proprietaria di una tipica azienda DCU è altamente concentrata. L'azionista di maggioranza possiede, in media, quasi il 60% dei diritti di voto prima dell'unificazione. Tale concentrazione del controllo del voto distingue il campione italiano da altre esperienze di unificazione in altri paesi.

Gli autori di cui sopra calcolano anche il grado di separazione della proprietà di tutte le azioni (*cash flow ownership*) dal controllo (diritti di voto) prima e dopo l'unificazione per un sottoinsieme di imprese di cui possiedono i dati di proprietà. Definiscono l'azionista finale di ogni azienda e calcolano il rapporto tra la proprietà dei flussi di cassa (*ownership*) e il controllo dei voti (*control*).

È interessante notare, secondo Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau, che la quota media dei voti totali detenuti dall'azionista di maggioranza non del tutto subisce influenze dall'unificazione. Inoltre, da un'ulteriore analisi, risulta che le unificazioni di doppia classe di azioni riducono la separazione tra proprietà e controllo. La letteratura utilizza la divergenza tra il flusso di cassa e i diritti di voto come *proxy* indiretta per l'espropriazione. Quindi, eliminando questa divergenza, le unificazioni di doppia classe dovrebbero ridurre il potenziale di espropriazione in futuro e migliorare il valore per gli azionisti.

Suddividendo il campione in aziende in cui si può dedurre la proprietà di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di maggioranza e aziende in cui non è possibile, non ci sono differenze sostanziali tra i due campioni, secondo quanto affermato da Marco Bigelli, Vikas

Mehrotra e P. Raghavendra Rau. Quando dividono il campione in conversioni forzate e volontarie, e in conversioni compensate e non compensate, trovano che il processo di unificazione è diverso tra i due sottocampioni risultanti.

Nelle DCU volontarie, in media, l'83,8% delle azioni senza diritto di voto ha deciso di convertire le proprie azioni. Una possibile spiegazione di Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau del fatto che il tasso di accettazione non è del 100% è che gli azionisti più grandi non convertono tutte le loro azioni senza diritto di voto per mantenere la parola nelle assemblee degli azionisti senza diritto di voto. In alternativa, sostengono che probabilmente alcuni azionisti si perdono semplicemente l'annuncio.

4.2.4 Impatto dell'annuncio dell'unificazione

Tabella 7

Questa tabella riporta i rendimenti cumulativi corretti per il mercato misurati per le azioni con e senza diritto di voto e la variazione della capitalizzazione totale di mercato dell'impresa. Gli annunci di unificazione sono raccolti dal quotidiano finanziario "Il Sole 24 Ore". La data dell'evento è definita come la data dell'annuncio dell'unificazione o la prima data di negoziazione successiva se il titolo è stato sospeso dalla borsa italiana nel giorno del rilascio delle informazioni. Il valore di p- per la differenza è calcolato utilizzando il test della mediana.

Fonte: Bigelli M., Mehrotra V., e Rau R., (2008), "Expropriation, Unification, e Corporate Governance in Italy"

	Overall			Controlling shareholder owns non-voting shares			No information on non-voting share ownership			P-value for difference in medians
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	
CARs earned by voting shares										
Period [-1,+1]	35	-1.56% (0.09)	-1.25% (0.23)	17	-3.72% (0.01)	-4.59% (0.05)	18	0.47% (0.70)	0.81% (1.00)	0.03
Period [-2,+2]	35	-1.94% (0.07)	-0.60% (0.39)	17	-3.33% (0.05)	-4.51% (0.14)	18	-0.64% (0.65)	0.16% (1.00)	0.03
CARs earned by non-voting shares										
Period [-1,+1]	35	11.66% (0.00)	6.75% (0.00)	17	12.30% (0.00)	9.37% (0.00)	18	11.07% (0.03)	6.43% (0.01)	0.25
Period [-2,+2]	35	12.50% (0.00)	6.53% (0.00)	17	14.85% (0.00)	11.29% (0.00)	18	10.29% (0.05)	5.00% (0.03)	0.07
Effect on total market capitalization										
Period [-1,+1]	35	0.57% (0.52)	0.03% (1.00)	17	-1.05% (0.34)	-1.62% (0.63)	18	2.10% (0.13)	2.18% (0.48)	0.13
Period [-2,+2]	35	0.08% (0.94)	0.01% (0.86)	17	-0.34% (0.85)	-1.39% (0.63)	18	0.48% (0.73)	1.03% (0.33)	0.40

In base a quanto riportato dalla tabella 7, per le azioni senza diritto di voto, il rendimento medio (mediano) di tre giorni che circonda l'annuncio di DCU è dell'11,66% (6,75%), mentre il rendimento medio (mediano) di cinque giorni è del 12,50% (6,53%). Questi risultati sono sostanzialmente in linea con gli effetti positivi dell'annuncio degli effetti patrimoniali delle unificazioni di altri paesi come la Germania (Dittmann e Ulbricht, 2008; Ehrhardt, Kuklinski e Nowak, 2006) anche se le statistiche italiane sono di entità leggermente superiore.

Tuttavia, ciò che è unico per l'Italia è l'impatto della data di annuncio della ricchezza sulle azioni con diritto di voto. Le azioni con diritto di voto per le aziende tedesche che annunciano i DCU guadagnano rendimenti anormali positivi e l'impatto patrimoniale complessivo

sulla capitalizzazione di mercato dell'azienda è positivo. Per contro, le azioni con diritto di voto di questo campione guadagna un rendimento corretto per il mercato a tre giorni pari a -1,56% (mediana -1,25%) e un rendimento in eccesso a cinque giorni pari a -1,94% (mediana -0,60%). La differenza con l'Italia potrebbe essere dovuta sia al più alto livello medio del premio di voto italiano, che si traduce in una maggiore diluizione del valore del diritto di voto, sia al comportamento opportunistico dell'azionista di maggioranza italiano, in base a quanto sostenuto da Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau.

Gli autori osservano che la variazione media (mediana) del valore totale di mercato dell'azienda è dello 0,57% e non è statisticamente significativa, suggerendo che, a differenza della letteratura sulle ricapitalizzazioni di doppia classe, le unificazioni hanno un impatto minimo, se non nullo, sul valore aziendale in Italia.

Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau ottengono risultati simili quando calcolano la reazione del mercato su finestre di eventi più lunghe (come dal giorno -1 al giorno +30). I loro risultati sembrano essere guidati in gran parte dal campione di imprese in cui è possibile dedurre la proprietà di un blocco di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di controllo prima dell'unificazione. In questi casi, le azioni con diritto di voto ottengono rendimenti significativamente inferiori, sia nei tre che nei cinque giorni successivi alla data dell'annuncio, rispetto alle imprese per le quali non vi sono informazioni sulla proprietà senza diritto di voto.

La capitalizzazione totale di mercato non viene influenzata intorno all'evento di unificazione, inducendo Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau a suggerire, invece, un trasferimento di ricchezza dagli azionisti con diritto di voto agli azionisti senza diritto di voto.

L'analisi di Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau non mostra differenze significative tra le imprese in cui l'azionista di controllo possiede azioni senza diritto di voto prima dell'annuncio e le imprese in cui non siamo in grado di trovare tali informazioni. I due campioni sono simili in termini di struttura proprietaria delle azioni con diritto di voto, caratteristiche finanziarie, performance operativa, premi di voto, diritti di voto e rendimenti dei dividendi. L'unica caratteristica che separa i due campioni è il possesso di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di maggioranza. Gli annunci di unificazione azionaria sono associati ad aumenti di prezzo per le azioni senza diritto di voto e riduzioni di prezzo per le azioni con diritto di voto, con poche variazioni nel valore aziendale complessivo.

4.2.5 L'effetto della proprietà di azioni senza diritti di voto da parte dell'azionista di maggioranza

Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau esaminano se la proprietà di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di maggioranza spiega anche la strutturazione del processo di unificazione - in particolare se la proprietà di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di controllo spiega la probabilità di un'unificazione forzata e se spiega la probabilità di un'offerta di compensazione.

I risultati a cui giungono gli studiosi dimostrano, infatti, che la probabilità di offrire un compenso agli azionisti di voto durante un evento di unificazione è quasi esclusivamente determinata dalla partecipazione azionaria senza diritto di voto dell'azionista di controllo.

Inoltre, quanto più alto è il livello di controllo dell'azionista di maggioranza, tanto minore è la probabilità che venga offerto un compenso.

Infine, mostrano che la probabilità di un'unificazione forzata è fortemente legata positivamente al possesso di azioni senza diritto di voto da parte dell'azionista di controllo.

Gli studiosi in questione effettuano, inoltre, una serie di regressioni OLS per esaminare l'effetto della variabile dell'indicatore per la partecipazione azionaria senza diritto di voto sui rendimenti cumulativi anomali (CARs) ottenuti dagli azionisti con diritto di voto, azionisti senza diritto di voto, e sulla capitalizzazione totale di mercato dell'azienda.

I rendimenti anomali sono inversamente correlati alla frazione di patrimonio netto rappresentata dalle azioni senza diritto di voto. Vi è anche una relazione positiva significativa tra i rendimenti anomali e l'entità delle partecipazioni dei maggiori detentori di azioni con diritto di voto.

Infine, esaminando l'effetto sulla capitalizzazione totale di mercato dell'azienda nel periodo di preavviso di tre giorni, il premio di voto è significativamente correlato positivamente alla capitalizzazione totale di mercato, il che suggerisce che i guadagni patrimoniali sono maggiori laddove il potenziale di abuso a priori da parte degli azionisti di controllo è maggiore.

La percentuale di azioni senza diritto di voto come frazione del patrimonio netto totale è significativamente negativa in relazione al valore aziendale. In base a quanto affermato da Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau Ciò non sorprende, poiché la frazione di azioni senza diritto di voto ha un effetto negativo sia sulle azioni con diritto di voto che su quelle senza diritto di voto all'annuncio delle unificazioni.

Gli studiosi dimostrano che il processo di unificazione è guidato dalle preferenze dell'azionista di controllo. I rendimenti negativi ottenuti dagli azionisti con diritto di voto sono in gran parte dovuti a un sottocampione di imprese in cui l'azionista di controllo possedeva un blocco di azioni senza diritto di voto prima dell'unificazione. Il possesso di questo blocco di azioni senza diritto di voto spiega anche perché le unificazioni di ppia classe in Italia sono talvolta forzate e spesso non includono alcun compenso agli azionisti con diritto di voto per la perdita del loro premio di voto. Gli azionisti di controllo italiani si coprono o addirittura approfittano di tali unificazioni acquistando blocchi di azioni senza diritto di voto prima dell'annuncio dell'unificazione. In altri casi, i termini del processo di unificazione sono fissati in modo che l'azionista di controllo non sia influenzato dall'unificazione. In questo senso, l'analisi di questi autori si aggiunge alla letteratura esistente sull'espropriazione, documentando un nuovo canale attraverso il quale gli azionisti di minoranza possono essere espropriati in aziende quotate in borsa.

Gli autori affermano che può sembrare sconcertante che gli azionisti di minoranza non si rendano conto del potenziale di espropriazione e riducano il premio di voto prima della decisione di unificazione. Ci sono delle prove che ciò accada. Croci e Caprio (2007) mostrano che il premio medio di voto in Italia scende precipitosamente dal 50% nel 1997 al 21% nel 2002. Tuttavia, l'eccesso di rendimenti negativo per le azioni con diritto di voto nel campione di imprese in cui il titolare del controllo possiede un ampio blocco di azioni senza diritto di voto suggerisce che il premio di voto non diminuisce abbastanza. Ciò sarebbe coerente con Cheung, Rau e Stouraitis (2006) che dimostrano che non sembra esserci uno sconto sistematico quando si esaminano le imprese che hanno il potenziale per effettuare tali transazioni. Tuttavia, poiché la proprietà di azioni senza diritto di voto è difficile da

stabilire, non è del tutto sorprendente che gli azionisti di minoranza non prevedano a priori l'espropriazione.

4.2.6 Un esempio del processo di espropriazione

Marco Bigelli, Vikas Mehrotra e P. Raghavendra Rau descrivono il processo di unificazione attraverso un caso di studio in cui gli azionisti di controllo hanno acquistato azioni senza diritto di voto prima dell'unificazione dagli azionisti senza diritto di voto. Le informazioni relative a questi casi sono tratte dagli articoli pubblicati su "Il Sole 24 Ore", dai bilanci delle imprese, dai comunicati stampa e dalla banca dati Consob sulla proprietà online.

Fin.part era una piccola società finanziaria con partecipazioni in diversi settori industriali.

L'unificazione della Fin.part è stata annunciata dal consiglio di amministrazione il 24 gennaio 2000. L'unificazione ha comportato una conversione forzata 1:1 di azioni senza diritto di voto e privilegiate²¹ in azioni con diritto di voto. Poiché si stavano scambiando sia le azioni privilegiate che quelle senza diritto di voto con forti sconti rispetto alle azioni con diritto di voto e rappresentavano circa il 40% del capitale proprio totale, un'unificazione delle azioni 1:1 avrebbe dovuto abbassare il prezzo delle azioni con diritto di voto, come in effetti ha fatto.

Sei mesi prima dell'annuncio dell'unificazione, nel luglio 1999, Miravan Luxemburg, società con sede in Lussemburgo e controllata dagli azionisti di maggioranza di Fin.part, aveva lanciato un'offerta pubblica di acquisto volontaria per il 100% delle azioni privilegiate e senza diritto di voto. Circa il 66% e il 59% degli azionisti privilegiati e senza diritto di voto hanno

²¹ Le azioni privilegiate italiane sono generalmente senza diritto di voto, ma possono votare in assemblea straordinaria. Essi hanno diritto a dividendi più elevati rispetto alle azioni ordinarie.

offerto le loro azioni. Il volume degli scambi azionari è stato anormalmente alto nei tre giorni immediatamente precedenti l'annuncio della DCU, suggerendo una certa conoscenza anticipata dell'evento.

L'analisi del prospetto dell'offerta pubblica di acquisto mostra che il 54% di Miravan Luxembourg era controllato da una seconda società, Valcor. A sua volta, Valcor era controllata da due famiglie industriali italiane.

Nel complesso, Valcor controllava Fin.part attraverso il controllo diretto e indiretto del 33,3% delle azioni con diritto di voto (12,06% direttamente e 22% attraverso Miravan Luxembourg). Per riassumere gli eventi precedenti l'unificazione, l'azionista di controllo (Valcor), attraverso Miravan Luxembourg, ha avviato un'offerta pubblica di acquisto di tutte le azioni privilegiate e senza diritto di voto. Sei mesi dopo li ha convertiti nelle azioni con diritto di voto di maggior valore in un'unificazione forzata 1:1.

Gli azionisti senza diritto di voto non sono stati certamente danneggiati da questa unificazione. Questo non è vero per gli azionisti di minoranza di Fin.part. Nella finestra di annuncio di tre giorni, il prezzo delle azioni con diritto di voto è diminuito del -7% circa, mentre il prezzo delle azioni senza diritto di voto è aumentato di +26.8%.

Esaminando in dettaglio anche gli eventi post-unificazione riportati per Fin.part sulla stampa popolare, nel 2001, dopo aver rilevato i restanti azionisti di minoranza, Gianluigi Facchini è diventato l'unico azionista di maggioranza. Fin.part ha in effetti dichiarato fallimento nell'ottobre 2005 dopo che una controllata, Cerruti Finance, si è resa inadempiente su un'emissione obbligazionaria nel 2004. Facchini è stato arrestato nel maggio 2005, con l'accusa di bancarotta fraudolenta, falsificazione di bilanci e manipolazione del mercato. In

precedenza, si era dichiarato colpevole dell'accusa di *insider trading* in relazione ai *warrant* azionari di Fin.part.

4.3 Tunneling

L'autoproduzione o *tunnelling* è il trasferimento di valore da imprese in cui l'azionista di controllo possiede una piccola parte dei diritti sui *cash flow* (in basso nella piramide) a imprese in cui l'azionista di controllo possiede una grande parte dei diritti sui *cash flow* (in alto nella piramide) (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 2000).

Il *tunneling* è l'atto di trasferire valore da un'azienda piramidale ad un'altra (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000)).²²

Il valore può essere trasferito in molti modi: operazioni con parti correlate (operazioni con l'azionista dominante, un amministratore o parti ad essi associate) a condizioni diverse da quelle di mercato; l'allocazione distorta di attività e passività immateriali; attraverso pagamenti gonfiati per le attività immateriali come brevetti, marchi e assicurazioni; l'eccessiva remunerazione degli amministratori; e altri.

Il *tunneling* nella letteratura finanziaria (Johnson & al., 2000) si verifica quando la famiglia di controllo, invece di agire in modo imparziale, favorisce una società del gruppo rispetto ad un'altra. L'orchestrazione di un Big Push, ad esempio, comporta necessariamente il *tunneling* delle risorse tra le aziende del gruppo, in modo che le aziende redditizie possano

²² Il *Tunneling* è naturalmente un altro tipo di problema di agenzia, ma qui lo si tratta separatamente per la grande importanza assunta.

sovvenzionare individualmente aziende non redditizie la cui esistenza è comunque necessaria all'intero gruppo.

Sebbene l'azienda tragga beneficio dal trasferimento di ricchezza, gli azionisti pubblici potrebbero comprensibilmente considerare il trasferimento come un problema di *governance*.

Il *tunneling* può arricchire l'azionista di controllo. Si ricordi, a tal proposito, la figura 3, dove ogni impresa è controllata dall'impresa di cui sopra, attraverso una partecipazione del 50% più una azione. Supponendo che la ditta D1 paghi un milione di dollari in dividendi. La metà di questo, o 500.000 dollari, va alla ditta C1 e il resto va alle "widows and orphans". Supponendo che C1 passi le sue ricevute ai suoi azionisti: la metà di 500.000 dollari, o 250.000 dollari, va a B1 e il resto va alle "widows and orphans". Se B1 inoltra la metà delle sue entrate ai suoi azionisti, A1 riceve 125.000 dollari e l'azienda familiare riceve 62.500 dollari. Del milione di dollari pagato da D1, un misero 62.500 dollari va alla famiglia di controllo; mentre 937.500 dollari vanno alle "widows and orphans". La famiglia di controllo ottiene solo il 6,25% dei flussi di cassa dell'azienda D1, nonostante eserciti oltre il 50% dei voti nelle assemblee degli azionisti. Dove la separazione della proprietà dal controllo è grande, una famiglia di controllo potrebbe essere tentata di organizzare una transazione commerciale tra l'impresa familiare e, ad esempio, l'impresa D1 in cui quest'ultima perderebbe un milione di dollari. In questo modo, l'intero importo va alla famiglia, dove si spera che "widows and orphans" siano inconsapevoli del fatto che non siano mai esistiti i soldi. Ciò può essere attuato istruendo D1 a non riscuotere i crediti o le fatture dovute dall'impresa familiare. Più probabilmente, D1 e l'impresa familiare possono contrattare per trasferire beni o

servizi dall'uno all'altro a prezzi di trasferimento artificiali, con l'obiettivo di rendere D1 più povera di un milione di dollari e l'impresa familiare di un milione di dollari più ricca.

Le multinazionali sono note per essere impegnate in questo analogo spostamento di guadagni e beni onde evitare di dichiarare il reddito nei paesi ad alta tassazione. I prezzi di trasferimento da parte delle multinazionali sono ben noti, dove ciò fa sì che si trasferisca il reddito imponibile da paesi ad alta tassazione verso paesi a bassa tassazione, riducendo le imposte complessive della multinazionale (Hines, 1996; Desai et al., 2001). Le differenze principali tra *tunneling* e trasferimento di reddito sono: il *tunneling* consiste nel nascondere denaro agli azionisti pubblici, può coinvolgere solo imprese nazionali, mentre i prezzi di trasferimento discutibili nelle multinazionali nascondono denaro alle autorità fiscali.

In entrambi i casi, tuttavia, lo spostamento delle attività e delle responsabilità tra una moltitudine di corpi correlati complica il funzionamento delle imprese in questione e le rende meno trasparenti per gli investitori.

Il *tunneling* è denunciato dai sostenitori del governo societario come "espropriazione" del patrimonio degli azionisti pubblici.

Ma laddove il *tunneling* è comune, gli azionisti lo prevedono razionalmente e pagano prezzi più bassi per le azioni interessate, sia in occasione di offerte pubbliche iniziali (IPO) che successivamente. Se le "widows and orphans" pagano prezzi bassi, i dividendi depressi dal *tunneling* sono un giusto ritorno. Niente viene espropriato.

Tuttavia, anche in assenza di espropriazione, il *tunneling* può ritardare la crescita di un'economia. Gli azionisti giustamente si preoccupano che un giorno l'impresa possa finire in basso in un gruppo piramidale e le sue azioni recuperare un prezzo depresso. L'eventuale

tunneling rende, quindi, più costoso il capitale per le *start-up*, frenando la concorrenza e lasciando le imprese esistenti in pace e tranquillità.

Il *tunneling* è più evidente nelle economie in via di sviluppo (Johnson & al., 2000; Bae et al., 2002; Bertrand et al., 2002; Friedman et al., 2003; Joh, 2003; Lang, 2005; Baek et al., 2006; Cheung et al., 2006; Claessens & Laeven, 2006; Bertrand et al., 2008), anche se casi specifici di *tunneling* si verificano occasionalmente nelle economie sviluppate (Johnson & al., 2000).

Il trasferimento di fondi da una società di gruppo ad un'altra è parte integrante di molte delle funzioni socialmente desiderabili dei gruppi societari. Il *tunneling* intrapreso con tali fini forse dovrebbe essere incoraggiato, non condannato come un problema di *governance*. In effetti, tali trasferimenti potrebbero benissimo compensarsi nel tempo per una determinata impresa del gruppo. Tuttavia, i proprietari controllanti delle piramidi traggono vantaggio dalla sistematica affluenza graduale della ricchezza dalle imprese vicine alla base della piramide verso l'alto fino alle imprese vicine al suo apice.

Nel caso più estremo di *tunneling*, la ricchezza viene trasferita direttamente all'azienda di famiglia all'apice o ad un'altra azienda interamente di proprietà della famiglia. In questo modo, il *tunneling* solleva beni e redditi dalle imprese di livello inferiore a quelle di livello superiore, e scarica le perdite e le passività dai livelli più alti a quelli più bassi della piramide.

Le imprese indipendenti sono più vulnerabili alla divergenza di problemi di interessi di agenzia se ampiamente diffuse e a problemi di *entrenchment* se detenuti in modo ristretto, anche se si tratta di una semplificazione eccessiva. Al contrario, le imprese che si trovano ai livelli inferiori delle piramidi di controllo sono vulnerabili ad entrambi i problemi contemporaneamente. La loro duplice presenza si rafforza a vicenda.

Per chiarire ulteriormente il funzionamento del *tunneling* si consideri il gruppo piramidale descritto nella figura del sottoparagrafo 3.4.1. Se Marco Tronchetti Provera avesse costretto Telecom Italia ad acquistare *input* da Camfin a prezzi superiori a quelli di mercato, tale operazione con parti correlate non avrebbe creato né avrebbe distrutto valore, in quanto la perdita per Telecom Italia era pari alla plusvalenza di Camfin. Ma Tronchetti Provera sarebbe stato meglio, perché avrebbe incassato il 29,1% del guadagno di Camfin e subito solo lo 0,7% delle perdite di Telecom Italia.

Il *tunneling* esacerba ulteriormente entrambi i problemi, consentendo ad un azionista di controllo radicato di appropriarsi delle risorse aziendali e di sollevare un velo aziendale contro il monitoraggio esterno.

Questa confluenza dei problemi della *Corporate Governance* rafforza ulteriormente l'idea che i manager meno capaci, che in particolare hanno un valore di controllo, sono particolarmente suscettibili di essere bloccati in posizioni di potere aziendale. Se questi problemi sono incidenti isolati, gli eventuali effetti macroeconomici sono marginali. In effetti, le imprese piramidali con un governo societario carente dovrebbero essere superate da aziende che sono gestite meglio e le loro opportunità di investimento non colte dovrebbero essere sostituite da imprese meglio gestite.

Il comportamento non ottimale delle piramidi di controllo potrebbe ingigantirsi, comportando così un problema macroeconomico. Se i problemi relativi alle piramidi siano superiori ai benefici che comportano non è chiaro a priori.

In situazioni in cui l'azionista di controllo è meno capace, imprenditoriale o onesto, ci si potrebbe aspettare che i problemi di governo societario dominino.

Johnson, Peter Boone, Alasdair Breach ed Eric Friedman (2000) sottolineano che il dirottamento delle risorse da parte dei proprietari del controllo può dipendere dal fabbisogno futuro previsto per finanziamenti esterni in ogni impresa in una piramide o altro gruppo. Quando le opportunità di investimento future sono inaspettatamente ridotte, riducendo la necessità di fondi interni, un proprietario di controllo può preferire sottrarre i fondi piuttosto che versarli agli investitori di quell'impresa.

4.3.1 Benefici pecuniari e non derivanti dal *tunneling*

Il *tunneling* che gli studi empirici esaminano è, in primo luogo, il dirottamento di denaro dalle imprese di livello inferiore all'apice o alle imprese vicine. Ma la costruzione di *tunneling* non deve necessariamente implicare dei soldi. Le famiglie in affari potrebbero trarre importanti benefici non pecuniari dal controllo di un vasto gruppo di imprese - influenza politica, stato sociale, potere o anche un certo grado di impunità dallo stato di diritto. Questi sono benefici che gli individui razionali potrebbero valutare, ma che le teorie economiche standard hanno difficoltà ad incorporare.

I gruppi imprenditoriali potrebbero persistere perché il *tunneling* non è l'unico vantaggio pecuniario che i loro azionisti di controllo traggono. Questi benefici includono sovvenzioni, agevolazioni fiscali, scambi stranieri a basso costo e simili.

I benefici non pecuniari derivanti da un'influenza politica potrebbero essere più importanti dei benefici pecuniari. Uno status sociale elevato, in particolare l'elevazione al di sopra dello stato di diritto, potrebbe essere persino più importante dei salvataggi statali nelle crisi finanziarie.

È interessante notare che il *tunneling* all'interno di gruppi piramidali potrebbe effettivamente mitigare l'impatto negativo di questa "distruzione creativa" sugli investimenti per quanto riguarda l'innovazione.

4.3.2 Il caso coreano

È interessante notare che agli shock positivi dei flussi di cassa delle imprese di livello inferiore fanno eco gli shock positivi nei flussi di cassa delle imprese di livello superiore, ma che il contrario non è vero. Uno shock positivo per l'industria di un'impresa con un basso flusso di cassa aumenta il flusso di cassa per gli affiliati con elevati diritti sui *cash flow* circa il doppio rispetto agli affiliati con bassi diritti sui *cash flow*. Così, le imprese in cui i diritti sui *cash flow* del proprietario controllore sono più alti - vale a dire, le imprese situate più vicino all'apice della piramide - traggono il massimo beneficio da uno shock positivo rispetto alle imprese di qualsiasi altra posizione del gruppo.

Bae, Kang e Kim (2002) riportano anche prove dirette di *tunneling* nelle piramidi controllate della famiglia coreana, o *chaebols*. I *chaebols*, pur essendo di natura fondamentale piramidale, hanno ampie tenute reciproche come semplici legami di proprietà piramidali. Questi autori si sono chiesti se le aziende *chaebol* beneficino delle acquisizioni che mettono in atto, o se tali benefici compaiono invece nelle aziende di livello superiore della piramide. L'utilizzo dei dati su 107 fusioni che hanno coinvolto ottantasette imprese tra il 1981 e il 1997, scoprono che quando un'impresa ne acquista un'altra nello stesso *chaebol*, il prezzo delle azioni dell'acquirente diminuisce, ma le azioni di altre imprese nello stesso *chaebol* aumentano. Le acquisizioni intra-*chaebol* passano così la ricchezza da aziende i cui flussi di

cassa vanno a vantaggio degli azionisti pubblici ad aziende i cui flussi di cassa vanno a vantaggio delle famiglie di controllo. Questo è coerente con il *tunneling*.

4.3.3 Il caso Parmalat

Parmalat è l'esempio più eclatante di abusi di governo societario nei paesi in cui il governo societario è dominato da soggetti interni. L'analisi, qui, si basa su Ferrarini e Giudici (2005).

Al momento della quotazione alla Borsa di Milano nel 1989, Parmalat Finanziaria era la holding di un gruppo di 58 società (33 con sede all'estero) con un fatturato complessivo di 720 milioni di dollari. La famiglia Tanzi era l'azionista di controllo tramite una società non quotata in borsa. La spinta all'acquisizione è diventata ancora più intensa negli anni '90, con vendite aggregate che hanno raggiunto i 3,6 miliardi di dollari nel 1996 e quasi 10 miliardi di dollari nel 2002.

L'impero di Tanzi è crollato nel dicembre 2003. Dopo diversi tentativi di rifinanziamento del debito non riuscite, Parmalat ha comunicato al mercato di non poter rimborsare le obbligazioni in scadenza. A seguito del declassamento delle obbligazioni al livello spazzatura, il prezzo delle azioni è crollato.

Nel frattempo, la Consob ha richiesto la conferma dell'esistenza di un conto corrente bancario presso la Bank of America dove sarebbero stati depositati tutti i 4,3 miliardi di dollari di liquidità di Parmalat (tramite una società delle Isole Cayman denominata Bonlat). Bank of America ha subito risposto che non esisteva un conto di questo tipo, Parmalat Finanziaria è stata dichiarata insolvente e Calisto Tanzi è stato incarcerato. Secondo una stima delle fonti e degli impieghi dei fondi, dal 1990 al dicembre 2003, il gruppo Parmalat ha utilizzato

complessivamente 18,2 miliardi di dollari di risorse finanziarie, di cui 16,9 miliardi di dollari provenienti dal debito. In questo periodo di tempo, la famiglia ha impiegato in usi "sconosciuti" circa 3 miliardi di dollari. La maggior parte di queste risorse è stata trasferita alle altre imprese di proprietà diretta dei Tanzi.

Parmalat ha nascosto perdite, sopravvalutato le attività, iscritto attività inesistenti, sottovalutato il debito, falsificato documenti bancari e dirottato contanti alla famiglia Tanzi.

Come in ogni grande scandalo finanziario, i cani da guardia designati come i revisori dei conti, le banche d'investimento e le autorità di regolamentazione sono in parte responsabili di non aver rilevato i modelli di negligenza, frode e corruzione.

Tuttavia, Parmalat è soprattutto un esempio di espropriazione di azionisti e creditori da parte di una famiglia che considerava le risorse aziendali come proprie.

4.4 Effetti dell'espropriazione: fondi limitati e fonti di inefficienza

Le piramidi consentono ad una famiglia di mantenere il controllo di molte aziende mentre detiene solo una piccola parte dei diritti sui *cash flow*. Consentendo che i diritti sui *cash flow* e i diritti di voto divergano, le piramidi di controllo consentono la stessa divergenza di problemi di interesse come la proprietà dispersa, anche se le imprese della piramide non sono ampiamente detenute. Questa divergenza di interessi può portare ad investimenti inefficienti. Ciò è dovuto al fatto che la famiglia che controlla l'investimento guadagna solo una piccola parte, corrispondente ai suoi piccoli diritti sui *cash flow* in una tale impresa, ma può mantenere tutti i benefici privati che l'investimento genera. Solo nel caso particolare

di un investimento che massimizza il surplus totale, massimizzando anche i benefici privati del proprietario di controllo, si dovrebbero osservare decisioni di investimento efficienti.

Shleifer e Wolfenzon (2002) dimostrano che, quando all'azionista di controllo spetta una bassa quota dei flussi di cassa, come nel caso delle imprese alla base di una piramide, il costo del capitale per l'impresa è elevato in quanto altri investitori prevedono l'espropriazione e pagano prezzi bassi per tutti le garanzie che l'impresa vende. Una conseguenza di questo elevato costo del capitale è una grave distorsione delle decisioni di investimento a causa della riluttanza di tali imprese a raccogliere fondi esterni. Il risultato è che i gestori si ritrovano con significativi diritti di controllo su come allocare i fondi degli investitori.

Tanto per cominciare essi possono espropriarli. In molti schemi piramidali, ad esempio, gli organizzatori finiscono per fuggire con il denaro.

L'espropriazione gestionale di fondi può anche assumere forme più elaborate rispetto al semplice prelievo di denaro contante, come i prezzi di trasferimento. Ad esempio, i manager possono costituire società indipendenti di loro proprietà e vendere la produzione della società principale che gestiscono alle società indipendenti a prezzi inferiori a quelli di mercato. Un'alternativa ancora più drammatica è quella di vendere i beni, e non solo la produzione, della società ad altre imprese di proprietà dei gestori a prezzi inferiori a quelli di mercato. Ad esempio, l'*Economist* (June 1995) ha riferito che i *chaebol* coreani vendono talvolta le loro filiali ai parenti del fondatore dei *chaebol* a prezzi bassi.

Zingales (1994) descrive un episodio in cui un'impresa italiana controllata dallo Stato ha venduto alcuni beni ad un'altra impresa italiana ad un prezzo eccessivamente alto.

L'impresa acquirente, a differenza dell'impresa venditrice, aveva un gran numero di azionisti di minoranza, e questi azionisti sono stati notevolmente diluiti dalla transazione.

Jensen (1986) ha infatti sostenuto, nella sua teoria del *free cash flow*, che i manager scelgono di reinvestire il *free cash* piuttosto che restituirlo agli investitori. Egli ha usato l'esempio dell'industria petrolifera, dove a metà degli anni '80 i produttori integrati di petrolio hanno speso circa 20 dollari al barile per esplorare nuove riserve petrolifere (e quindi mantenere le loro grandi attività di esplorazione petrolifera), piuttosto che restituire i loro profitti agli azionisti.

In breve, l'espropriazione diretta è una manifestazione frequente del problema dell'agenzia che i finanziatori devono affrontare. Poiché tale espropriazione degli investitori da parte dei gestori è generalmente tenuta sotto controllo dai tribunali degli Stati Uniti, i gestori utilizzano la loro discrezione per destinare i fondi degli investitori a benefici personali meno diretti.

Infine, i manager possono espropriare gli azionisti radicandosi e rimanendo sul posto di lavoro anche se non sono più competenti o qualificati per gestire l'azienda (Shleifer e Vishny 1989).

L'opportunismo gestionale, sia sotto forma di espropriazione degli investitori che di allocazione errata dei fondi aziendali, riduce la quantità di risorse che gli investitori sono disposti a mettere a disposizione *ex-ante* per finanziare l'azienda (Williamson 1985, Grossman e Hart 1986).

Un problema altrettanto interessante riguarda l'efficienza dell'allocazione *ex-post* delle risorse, dopo che gli investitori hanno messo a disposizione i loro fondi. Supponendo che il

manager di un'azienda non possa espropriare completamente le risorse, ma abbia una certa libertà di non restituire il denaro agli investitori, egli pensa di andare avanti con un progetto di investimento che gli darà \$10 di benefici personali, ma costerà ai suoi investitori \$20 in ricchezza già previsto. Si supponga per semplicità che il manager non possieda capitale proprio dell'azienda. Inoltre, come sostenuto da Jensen e Meckling (1976), il manager intraprenderà il progetto, con conseguente inefficienza *ex-post* (e naturalmente un'inefficienza *ex-ante*, poiché gli investitori riducono i finanziamenti a tale impresa). Lo scenario Jensen-Meckling solleva la questione del motivo per cui gli investitori non cerchino di corrompere il manager con denaro contante, per riprendere l'esempio sopra citato, con 11 dollari, per non intraprendere il progetto inefficiente. Questo sarebbe ciò che il Coase Theorem (1960) prevede che dovrebbe accadere, e ciò che Grossman e Hart (1986) presumono avvenga effettivamente *ex-post*.

Più comunemente, gli investitori non pagano i manager per le azioni individuali e quindi non sembra arrivare a risultati efficienti *ex-post*. Il teorema di Coase non sembra applicarsi.

Inoltre, la ragione tradizionale del fallimento del teorema di Coase, ossia che numerosi investitori devono accordarsi per corrompere il gestore, non sembra applicarsi, poiché il gestore deve solo accordarsi sulla sua tangente con un piccolo consiglio di amministrazione.

Il motivo per cui non osserviamo dirigenti che minacciano gli azionisti ed essere corrotti a non prendere azioni inefficienti è che tali minacce violerebbero il "dovere di lealtà" dei dirigenti nei confronti degli azionisti. Il motivo per introdurre il dovere di lealtà è probabilmente quello di evitare la situazione in cui i dirigenti minacciano costantemente gli azionisti, in circostanze non previste dal contratto, di intraprendere azioni sempre meno efficaci,

a meno che non siano corrotti. È meglio per gli azionisti evitare del tutto la contrattazione che esporsi a minacce costanti.

Questo argomento è simile a quello per cui la corruzione in generale non è legale, anche se *ex-post* migliora l'allocazione delle risorse: il pubblico non vuole incentivare i burocrati a creare sempre maggiori ostacoli all'attività privata al solo scopo di creare opportunità di corruzione (Shleifer e Vishny, 1993). Ma la conseguenza è che, senza corruzione, non tutti gli affari efficienti sono effettivamente realizzati *ex-post*.

5. Il *Camouflage*

5.1 Influenza dei manager sulla propria retribuzione e percezione dell'oltraggio

I manager hanno una notevole influenza sulle proprie modalità retributive: sebbene gli amministratori siano tenuti a negoziare con i manager a condizioni di mercato, entrambi hanno incentivi finanziari e non, per fornire a questi ultimi accordi retributivi che li favoriscono a spese degli azionisti.

I manager hanno usato il loro potere per ottenere una retribuzione che è corrispondente a una prestazione diversa rispetto a quella che potrebbero ottenere se si verificasse una contrattazione a condizioni di mercato. Ciò è dovuto al fatto, in base a quanto affermato da Bebchuk e Fried,²³ che gli amministratori sono soggetti ad una varietà di fattori sociali e psicologici che comportano un rafforzamento di questi incentivi rivolti all'interesse dei manager la cui influenza, né la pressione degli azionisti né le forze di mercato, sono state in grado di limitare. La differenza tra ciò che l'influenza dei manager permette loro di ricevere e ciò che riceverebbero con la contrattazione a condizioni di mercato, viene definita "rendita". Le "rendite" ottenute dai manager si presentano sia sotto forma di retribuzione più elevata sia sotto forma di ridotta pressione per generare valore per gli azionisti. Tuttavia, la capacità degli amministratori di estrarre queste rendite non è praticamente illimitata, nel caso in cui vengano applicati meccanismi di *governance* adatti a tale scopo.

²³ In Bebchuk L. e Fried J., (2004), "Stealth Compensation Via Retirement Benefits", Harvard Law School, Working paper No. 10742.

Alcune delle reazioni negative da parte di azionisti esterni influenti possono essere considerate accuse di “oltraggio”, e a tali reazioni possono essere associati costi imposti ai dirigenti e agli amministratori (“costi dell’indignazione”). Questi saranno tanto maggiori, quanto più diffuse e forti saranno queste reazioni e quindi, quanto maggiore sarà il numero di casi in cui l’impatto è rilevante. Quando il potenziale dei costi relativi all’indignazione di questi soggetti sarà ragionevolmente elevato, verrà scoraggiata l'adozione di disposizioni che i manager avrebbero favorito altrimenti. Quindi, la misura in cui i mercati penalizzano i dirigenti e gli amministratori per l'adozione di particolari disposizioni dipende da come queste ultime sono percepite.

Considerando anche il mercato del lavoro, il danno riguardante la reputazione potrebbe avere un effetto negativo sulle prospettive di carriera future di dirigenti e amministratori e potrebbe anche influire sui loro attuali rapporti commerciali con altri soggetti esterni.

Infatti, alcuni amministratori esterni si uniscono alle commissioni in parte per il prestigio e in parte per le connessioni che le cariche forniscono. Di conseguenza, l’ottenimento di una cattiva reputazione potrebbe eliminare questi benefici e imporre dei costi. Tuttavia, le perdite di reputazione per i dirigenti e gli amministratori saranno probabilmente significative solo se le loro imprese adotteranno accordi di compensazione che generano un numero sufficiente di reazioni negative, ovvero, un’indignazione sufficiente. Si ritiene che gli accordi che sono percepiti come abusivi o oltraggiosi impongano ai dirigenti costi maggiori di quanto sia suggerito da un'analisi delle “limitate” (così definite da Bebchuk e Fried) sanzioni di mercato che gli accordi di compensazione, particolarmente oltraggiosi, comportino.

Gli amministratori sono coinvolti non solo da meri interessi da “homo economicus” di un'impresa, ma anche da vari fattori sociali e psicologici che li spingono nella direzione di

favorire i dirigenti. Allo stesso modo, vi sono fattori sociali e psicologici che aumentano i costi che i dirigenti e gli amministratori sostengono per l'adozione di accordi che sono ritenuti dagli azionisti esterni come sufficientemente oltraggiosi.

I manager e gli amministratori sono probabilmente interessati al modo in cui rilevanti gruppi sociali e professionali li vedono con approvazione e stima. Gli amministratori probabilmente preferiscono evitare critiche o essere ridicolizzati dai gruppi sociali o professionali di cui apprezzano le opinioni, anche se tale critica o elemento ridicolo non comporta alcuna perdita economica per loro. Ne consegue che, anche se gli incentivi economici forniti da parte del *market for control* aziendale e del lavoro manageriale fossero insufficienti per dissuadere i dirigenti dal cercare di ottenere un compenso oltraggioso, il timore per l'imbarazzo o le critiche potrebbero scoraggiare i manager dal fare ciò.

Quando l'ex amministratore delegato della General Electric Jack Welch fece scalpore, rinunciando a gran parte delle prestazioni pensionistiche a cui aveva diritto per contratto, compreso l'uso gratuito di un jet aziendale e un appartamento a New York, egli stava indubbiamente cercando di proteggere l'approvazione e la stima di cui aveva goduto in precedenza, a scapito dei propri interessi economici.

Chiaramente, affinché l'indignazione imponga costi significativi, deve essere sufficientemente diffuso all'interno di un rilevante gruppo di azionisti esterni. Non è sufficiente per un piccolo gruppo di ricercatori o arbitraggisti individuare un sistema di indennizzo che risulti assai negativo per gli azionisti. Affinché i dirigenti o gli amministratori siano negativamente coinvolti materialmente dalle penalizzazioni di mercato o da costi sociali, l'indignazione deve essere condivisa da quegli osservatori le cui opinioni hanno per loro un peso

più rilevante: la comunità degli investitori istituzionali, i media aziendali e i gruppi sociali e professionali di cui fanno parte gli amministratori e i dirigenti.

5.1.1 Conseguenza principale: il camuffamento

I principali costi sostenuti dagli amministratori e dai dirigenti per l'adozione degli accordi di compensazione che favoriscono i manager, quindi, non dipendono principalmente da quanto costosi siano in realtà per gli azionisti, ma su quanto siano costosi gli accordi stessi secondo la percezione di azionisti esterni importanti. Le percezioni sono fondamentali. Questo conduce ad un altro concetto che è critico: il camuffamento.

Poiché le percezioni sono così importanti, i progettisti di piani di compensazione possono limitare le critiche e gli oltraggi esterni attraverso la copertura, l'imballaggio o la mimetizzazione, in breve il "camuffamento". Di conseguenza i manager preferiranno pratiche di compensazione che ne oscurano l'importo totale, le quali sembrano essere basate più sulle prestazioni di quanto non lo siano in realtà, in modo da rendere più facile da giustificare e difendere il profitto.

Prima del 1992, la SEC²⁴ richiedeva alle imprese di riferire in merito alla retribuzione pubblicamente, ma ha permesso di farlo nel *format* da loro scelto. Non a caso, le aziende hanno sfruttato appieno la loro discrezione per oscurare l'importo e la forma della loro retribuzione.

²⁴ SEC: Security and Exchange Commision.

Un funzionario della SEC descrive lo stato dei camuffamenti antecedente al 1992 come segue:

"L'informazione era interamente incomprensibile... L'informativa tipica sulla compensazione variava da dieci a quattordici pagine. A seconda dell'atteggiamento dell'azienda nei confronti della divulgazione, è possibile ottenere il riferimento a un pacchetto retributivo da 3.500.081 dollari, piuttosto che in numeri. Questo ti dà un'idea della natura delle rivelazioni: è stata legalistica, ampollosa e opaca; i numeri sono stati sepolti da qualche parte nelle quattordici pagine. Qualcuno, una volta, ha dato a una serie di analisti investitori istituzionali una delega chiedendo loro di calcolare la retribuzione ricevuta dai dirigenti oggetto della delega. Nemmeno due analisti hanno avuto lo stesso numero. I numeri che erano calcolati variavano ampiamente".²⁵

Nel 1992, la SEC ha inasprito le sue regole di divulgazione fornendo standard per il modo in cui le informazioni sulla retribuzione dei dirigenti dovevano essere presentate.

Le tabelle delle compensazioni standardizzate che le imprese devono ora utilizzare hanno reso più difficile il camuffamento. Come Bebchuk e Fried hanno discusso,²⁶ tuttavia, gli obblighi di divulgazione del 1992 hanno a malapena messo fine alla capacità delle imprese di camuffare la quantità e la forma della retribuzione dei dirigenti.

In teoria, l'estrazione della rendita potrebbe essere camuffata così bene da diventare, secondo Bebchuk e Fried, assolutamente impercettibile. Tuttavia, il camuffamento ha successo, in realtà, fino a quando l'estrazione del canone di rendita non è evidente a quegli

²⁵ Linda C. Quinn, "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements," in Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 770–771.

²⁶ In Bebchuk e Fried, "Pay Without Performance", Capitoli 6-14

osservatori esterni la cui indignazione sarebbe particolarmente costosa per amministratori e dirigenti, anche se altri osservatori sono consapevoli del fatto che i dirigenti godono di ingenti rendite. Quindi, il concetto di camuffamento è relativo alla possibilità che un esterno possa identificare le rendite nascoste di un accordo di compensazione. Tale conclusione rispecchierebbe semplicemente il giudizio dell'osservatore, non ancora ampiamente condiviso, che il programma di retribuzione è distorto a favore dei manager. Nel tempo, tali conclusioni potrebbero, naturalmente, diventare ampiamente accettate, a tal punto che il canone di rendita potrebbe non essere più mimetizzato. Tuttavia, una qualche forma di estrazione del canone di rendita potrebbe continuare ad essere camuffata molto tempo dopo che sia stato riconosciuto da qualche osservatore.

Alcuni critici del precedente lavoro di Bebchuk e Fried hanno sostenuto che l'idea dei costi di oltraggio e l'idea correlata del camuffamento non siano empiricamente testabili.

5.1.2 Prove sull'influenza sui manager delle critiche

Vi sono prove che gli amministratori e i dirigenti siano effettivamente influenzati - nella compensazione e altri tipi di decisioni - da forti critiche esterne. E ci sono prove che siano coinvolti nel camuffamento, prove che vengono illustrate da Bebchuk e Fried.

Le prove in questione riguardano il fatto che le risoluzioni degli azionisti che criticano gli alti compensi dei manager abbiano un impatto. Sebbene tali risoluzioni non siano vincolanti e generalmente non trovino conferma, la loro presenza può mettere in luce criticità sugli aspetti problematici delle politiche retributive per i dirigenti dell'azienda e renderle meno opache. Infatti, uno studio di Randall Thomas e Kenneth Martin ha esaminato

l'effetto delle risoluzioni precarie relative alle retribuzioni durante la metà degli anni '90 e ha scoperto che hanno avuto un'influenza moderata sulle successive decisioni in materia di compensazione.²⁷ Lo studio ha rilevato che durante il periodo di due anni a seguito dell'approvazione delle risoluzioni degli azionisti che criticavano la retribuzione dei dirigenti in imprese particolari, tali compensazioni in tali imprese sono diminuite di una quota statisticamente significativa di 2,7 milioni di dollari.

Un altro studio, di Alexander Dyck e Luigi Zingales, documenta gli effetti dell'esame dei media sulle decisioni aziendali in generale. Gli autori hanno riscontrato che tale attenzione porta le imprese a adottare, per esempio, politiche più rispettose dell'ambiente. Per quanto riguarda le questioni di governo societario, hanno anche rilevato che l'attenzione dei media riduce il valore che gli azionisti di controllo sottraggono.²⁸

Un esempio ben noto di come le critiche esterne influenzino le decisioni della *governance* coinvolgono la campagna dell'azionista attivista Robert Monks contro i direttori di Sears: durante la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90, Monks ha esortato gli amministratori di Sears a adottare varie proposte per migliorare i risultati insoddisfacenti dell'azienda. Nell'aprile 1992, dopo essere stato ripetutamente ignorato dal consiglio di amministrazione, Monks ha pubblicato sul *Wall Street Journal* un'inserzione pubblicitaria dal titolo "I risultati non soddisfacenti di Sears" e ha identificato gli amministratori per nome. Gli amministratori imbarazzati hanno, quindi, adottato molte delle proposte di Monks,

²⁷ Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation," *University of Cincinnati Law Review* 67 (1999): 1021–1065.

²⁸ Alexander Dyck and Luigi Zingales, "The Corporate Governance Role of the Media," working paper, Harvard Business School and the University of Chicago, 2002; e Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance* 59 (2004): 537-600.

generando un anomalo rendimento delle azioni di quasi il 10% quando furono annunciate le modifiche.²⁹

Un altro esempio è la pratica dei dipendenti della CalPERS (California State Pension Fund for Public Employees) di identificare le aziende mal gestite. Per alcuni anni, CalPERS ha messo le aziende con prestazioni mediocri in quella che ha definito la sua "lista di riferimento" e suggerito vari modi per migliorare le loro pratiche di governo societario, come ad esempio rendere pienamente indipendenti le commissioni di remunerazione e di nomina. In molti casi, le imprese inserite nell'elenco hanno apportato alcune delle modifiche richieste. Poi, nel 1991, dopo che diversi amministratori delegati hanno detto a CalPERS che essere meno antagonisti sarebbe stato ancora più efficace, CalPERS ha deciso di adottare un approccio meno aggressivo che non comportasse il pubblico ludibrio. In assenza della minaccia di pubblicità negativa, tuttavia, le imprese contattate da CalPERS furono in realtà molto meno collaborative.

Nel 1992, CalPERS ha ripristinato la sua politica di rendere vergognose pubblicamente le imprese che non collaboravano.³⁰ In effetti, la politica "della vergogna" di CalPERS ha avuto un effetto misurabile sulle imprese non collaborative prese di mira. Si riscontrò che le aziende mal gestite collocate nella lista di CalPERS di conseguenza erano più propense a ridurre il numero di amministratori in carica in occasione di una successiva riunione del consiglio di amministrazione. La vergogna sembra anche aver influenzato negativamente

²⁹ Robert Monks and Nell Minow, "Corporate Governance", 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399-411.

³⁰ Judith Dobrzynski, "CalPERS Is Ready to Roar, but Will CEOs Listen?" BusinessWeek, March 30, 1992, 44.

le carriere degli amministratori interni, che hanno lasciato i consigli di amministrazione delle imprese prese di mira.

Come rende chiaro questo studio, la pubblicità negativa o l'indignazione impongono dei costi.

Infine, vi sono prove sostanziali di attività di camuffamento.

Un'implicazione testabile dell'idea di camuffamento è che quando gli accordi di compensazione si discostano dagli accordi di piena concorrenza, essi dovrebbero farlo in modo tale da rendere l'importo della retribuzione o l'inconsistenza della retribuzione a prestazioni meno visibili.

Come Bebchuk e Fried hanno dimostrato, molte pratiche retributive comuni di non pensionamento come i prestiti alle imprese e la struttura delle classiche opzioni forniscono benefici di camuffamento. E - come verrà trattato in seguito - i quattro canali attraverso i quali i dirigenti sono pagati dopo il pensionamento servono anche per oscurare un importo significativo di compensazione.

5.2 Piani pensionistici con versamenti a favore dei dirigenti

5.2.1 Prestazioni di vecchiaia di dirigenti (SERP) e prestazioni di vecchiaia dei comuni lavoratori

La maggior parte dei piani pensionistici utilizzati per i dipendenti sono concepiti per essere "qualificati" per un trattamento fiscale favorevole. L'azienda riceve una detrazione corrente per contribuire con fondi a un piano qualificato per i dipendenti. I lavoratori, tuttavia, non pagano le imposte sul reddito sul denaro della pensione finché non si ritirano e

cominciano a ricevere i pagamenti dal piano. Nel frattempo, i fondi investiti dall'azienda crescono in esenzione d'imposta. Né l'impresa né i dipendenti devono pagare le tasse mentre gli investimenti del piano aumentano di valore. Così, i piani forniscono un beneficio fiscale ai dipendenti senza costi per l'impresa.

Data l'opportunità, i consigli di amministrazione potrebbero preferire di offrire ai dirigenti piani pensionistici qualificati. Un piano di previdenza qualificato, tuttavia, può utilizzare solo circa 200.000 dollari di compensazione annuale come base per determinare i benefici ai sensi del piano. Ad esempio, un piano che promette di pagare tutti i pensionati -ogni anno il 50% dell'indennità percepita durante l'ultimo anno di servizio- non può essere versato a un pensionato esecutivo per più di 100.000 dollari all'anno, anche se l'esecutivo ha guadagnato 1 milione di dollari di compensazione durante l'ultimo anno. Di conseguenza, le imprese non possono utilizzare piani qualificati per fornire ai dirigenti pensioni di dimensioni simili alle loro retribuzioni annuali.

Per questo motivo, la maggior parte delle aziende fornisce ai dirigenti anche piani di previdenza integrativa non qualificati ("supplemental executive retirement plans" denominati, quindi, "SERP").³¹

I SERP si differenziano dai tipici piani pensionistici qualificati in due modi critici: non ricevono il trattamento fiscale favorevole di cui godono i piani qualificati; nel quadro di una SERP tutto il capitale ad investimento viene tassato. L'azienda paga le imposte sul reddito che deve generare per pagare il dirigente in pensione. Se il denaro fosse stato distribuito come stipendio, il dirigente che avesse investito il denaro per la pensione avrebbe dovuto

³¹ Clark Consulting riferisce che circa il 70% delle aziende intervistate utilizza i SERP. Clark Consulting, "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results", 26.

pagare, d'altra parte, le tasse su qualsiasi reddito generato. L'effetto dei SERP, quindi, è quello di spostare una parte dell'onere fiscale dal dirigente verso l'azienda. Per ogni dollaro l'onere fiscale del dipendente viene ridotto e l'onere fiscale dell'impresa viene aumentato di un dollaro. A differenza del piano qualificato, i piani SERP non ridurrebbe l'onere fiscale totale delle parti.

In realtà, la situazione è, ovviamente, più complicata: l'onere fiscale totale a carico delle parti sarà influenzato da chi, tra il dirigente o l'azienda, risparmierà per il pensionamento del dirigente. Anche se entrambi, poi, fossero in grado di ottenere lo stesso rendimento dai loro investimenti, potrebbero essere soggetti ad imposte diverse. Si supponga, ad esempio, che un dirigente che investe fondi personali per il pensionamento in Borsa stia pagando un basso tasso d'imposta a lungo termine sulle plusvalenze di capitale pari a 15 %, mentre l'azienda paga le imposte sul reddito generato per la pensione del dirigente con un'aliquota d'imposta sulle società del 35%. In tal caso, l'utilizzo dei SERP sarebbe inefficiente dal punto di vista fiscale.³² Allo stesso modo, anche se l'impresa e il dirigente sono soggetti alla stessa aliquota fiscale, i rendimenti degli investimenti a disposizione dell'impresa possono essere superiori a quelli a disposizione dei dirigenti.

Tuttavia, in assenza di una sovvenzione fiscale, non sembra essere generalmente vantaggioso fare risparmiare la ditta al posto del dirigente. Al contrario, ci sono buoni motivi per ritenere che sia inefficiente per molte aziende risparmiare per il pensionamento dei

³² L'efficienza fiscale di un SERP sarà influenzata anche dai cambiamenti previsti dall'aliquota fiscale dell'impresa (oppure dell'esecutivo) che varia nel tempo. Ad esempio, se l'azienda sta perdendo denaro e non è quindi in grado di ottenere un beneficio fiscale attuale, deducendo la retribuzione dei dirigenti nel periodo corrente, si prevede che rinviando la retribuzione del dirigente sarà efficiente dal punto di vista fiscale, a parità di tutte le altre cose.

dirigenti, data la bassa aliquota fiscale a lungo termine dell'imposta sui guadagni di capitale delle persone fisiche.

Si dice che le aziende che forniscono SERP ai dirigenti non offrono piani pensionistici non qualificati ad altri dipendenti.

Considerando il caso in cui è efficiente per un'azienda fornire un SERP ai suoi dirigenti perché l'azienda ha migliori opportunità di investimento rispetto a quanto possano farlo loro, in tal caso, dovrebbe essere efficiente per l'impresa anche il compito di garantire il pensionamento non qualificato ai suoi dipendenti non esecutivi. Tuttavia, le imprese raramente lo fanno. Questo fatto suggerisce che, in assenza del sussidio fiscale concesso a piani qualificati, l'uso di prestazioni pensionistiche non qualificate non è comunemente un modo efficace per compensare i dipendenti. Tuttavia, nel 2002, oltre il 70% delle imprese ha fornito le SERP non qualificate ai loro dirigenti.³³

La seconda importante differenza tra i piani SERP dei dirigenti e i piani pensionistici qualificati per i dipendenti non dirigenti riguarda il rischio sopportato dall'impresa e dal partecipante. Piani pensionistici qualificati offerti ai nuovi dipendenti di livello inferiore sono di solito basati su piani a *defined contribution*. L'azienda si impegna a contribuire con un importo specificato ogni anno. Il valore disponibile per un dipendente al momento del pensionamento dipende dall'andamento degli investimenti del piano. Il rischio di bassi rendimenti degli investimenti è interamente a carico del dipendente.

Al contrario, i piani SERP offerte ai dirigenti sono piani a *defined benefit*, che garantiscono pagamenti fissi al dirigente a vita. Tali piani spostano il rischio di rendimento degli

³³ Clark Consulting, "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results", 26.

investimenti interamente sull'impresa e sugli azionisti. Non importa se l'impresa e i suoi investimenti non funzionano correttamente, si garantisce al dirigente uno specificato flusso di pagamenti lungo tutto l'arco della vita. Ci sono motivi per ritenere che il piano a *defined benefit* dovrebbe essere più di valore per i dipendenti regolari, e quindi offrire una forma di retribuzione più consona rispetto a quella per i dirigenti. A differenza della maggior parte dei dirigenti, è improbabile che i dipendenti ordinari possano accumulare una ricchezza sostanziale nel corso della loro vita. È probabile che facciano più affidamento sulle loro pensioni per poter soddisfare le loro esigenze finanziarie in pensione e quindi meno in grado di sostenere i rischi di investimento connessi ai piani a *defined contribution*. Per contro, i dirigenti che si trovassero di fronte a piani a *defined contribution*, potrebbero facilmente assicurarsi contro gli investimenti insufficienti.

5.2.2 Camuffamento delle pensioni dei dirigenti

Sebbene i benefici in termini di efficienza derivanti dall'offrire ai dirigenti un piano a *defined benefit* (SERP) sono tutt'altro che chiare, tali piani riducono notevolmente la visibilità di una somma sostanziale di compensi insensibili alle prestazioni. Più alto è lo stipendio del dirigente e più lungo è il periodo di occupazione, più alta è la retribuzione. I pagamenti SERP, come il salario, sono quindi in gran parte dissociati dalle prestazioni dei dirigenti. Molte aziende hanno anche accreditato ai dirigenti anni in cui non hanno effettivamente prestato servizio.

Nei loro depositi pubblici annuali, le imprese devono pubblicare tabelle di compensazione che indichino il valore in dollari delle diverse forme di compensazione ricevute

dall'impresa, l'attuale CEO e gli altri quattro dirigenti più pagati dell'azienda. I numeri di queste tabelle sono gli indicatori più visibili della retribuzione dei dirigenti con incarichi esecutivi in aziende pubbliche. Essi sono facilmente accessibili ai media e ad altri che consultano l'archiviazione pubblica. Infatti, le banche dati standard contenenti la retribuzione dei dirigenti, che sono utilizzate sia da economisti finanziari che da consulenti in materia di retribuzione, si basano su questi numeri.

Se le pensioni dei dirigenti venissero strutturate come un piano a *defined contribution*, i contributi annuali dell'impresa al conto del dirigente sarebbero riportati nelle tabelle di compensazione. Un importante vantaggio del *camouflage* dei piani SERP è che l'incremento nel valore attuale del piano a *defined benefit* di un dirigente dovuto agli aumenti della paga e all'aggiunta di un altro anno di servizio - è in gran parte nascosto alla vista: le imprese non sono tenute ad includere questo aumento di valore nelle tabelle di compensazione. Una persona che esamina le tabelle di compensazione non vedrebbe l'aumento costante del valore aggiunto di un dirigente del SERP.

Inoltre, e, soprattutto, gli obblighi di comunicazione impongono alle imprese di includere nelle loro tabelle annuali di compensazione solo gli importi pagati ai loro attuali dirigenti. Poiché i dirigenti non sono più alle dipendenze dell'azienda quando iniziano i pagamenti delle pensioni, i pagamenti non devono necessariamente essere inclusi nella pubblicazione. Quindi, il valore a prestazione definita dal SERP di un dirigente non appare mai nella tabella dove i media e i ricercatori raccolgono la maggior parte delle loro informazioni sulla retribuzione dei dirigenti. E, poiché è oscurato il valore dei versamenti pensionistici di un dirigente, anche il non tener conto di tali pagamenti non assume risalto.

Considerando una situazione in cui un CEO serva un'azienda per dieci anni e riceva poi annualmente, a vita, un pagamento che equivale ad una grossa frazione dello stipendio guadagnato durante l'ultimo anno di servizio, il valore totale dei pagamenti della pensione possono, alla fine, eccedere il valore del salario ricevuto durante il mandato attuale. A differenza degli importi salariali, tuttavia, il valore dei pagamenti della pensione non figureranno mai nelle tabelle di compensazione pubblicate dall'impresa.

Ad esempio, quando Louis Gerstner della CEO di IBM si è ritirato dopo circa nove anni di servizio, aveva diritto a una pensione annuale di \$1.140.000 a partire dall'età di 60anni. Il valore attuariale di questa rendita era di un ordine di grandezza simile a quello di circa 18 milioni di dollari dello stipendio che ha ricevuto durante i suoi nove anni come CEO. Ma IBM non era tenuta ad includere la pensione nelle tabelle di compensazione o addirittura di porre un valore in dollari su di esso.

Non a caso, i piani del SERP sono progettati e commercializzati specificamente in modo da aumentare la compensazione "fuori dallo schermo radar degli azionisti ". Infatti, secondo i resoconti dei media, alcuni direttori hanno votato per adottare i SERP solo dopo essersi assicurati che gli importi in questione non dovessero essere comunicati al pubblico. Per essere sicuri, sebbene né l'aumento di valore del piano SERP prima del pensionamento, né l'aumento dei pagamenti dopo il pensionamento appaia nelle tabelle di compensazione, l'esistenza di SERP e le formule tramite cui i versamenti sono effettuati, devono essere divulgati nei documenti SEC della ditta.³⁴ Ma è difficile per chiunque non abbia una formazione attuariale o finanziaria stimare con precisione il valore - e quindi il costo per l'impresa

³⁴ Inoltre, le aziende sono tenute a presentare una lettera al Dipartimento del Lavoro che indichi le seguenti informazioni: numero di piani pensionistici esecutivi e numero di partecipanti. Tuttavia, per quanto riguarda i piani pensionistici, non tutte le imprese si conformano a questo requisito.

- di questi pagamenti futuri. Come si è notato precedentemente, le imprese non sono tenute a fornire, e di solito non forniscono, alcun preventivo del valore in dollari del piano pensionistico a *defined benefit* di un particolare dirigente. La mancanza di un facile accesso ai valori monetari di questi benefici sostanziali spiega la loro assenza dalle banche dati standard utilizzate per la ricerca sulla compensazione dei dirigenti. Infatti, è spesso difficile anche solo calcolare l'impatto totale del SERP. Un'azienda deve segnalare una sola cifra: la somma delle passività associate a tutti i piani per i quali l'azienda non dispone di risorse finanziarie messe stanziare per coprirli interamente.³⁵

La Financial Accounting Standards Board (FASB) non richiede che le passività associate ai piani SERP siano specificate nel dettaglio separatamente.³⁶ In questo modo, le imprese possono semplicemente segnalare un numero che rappresenti tutte le passività associate a piani qualificati sottofinanziati e a non finanziati (SERPs). Anche se non sono tenuti a farlo, alcune aziende segnalano il totale di obblighi derivanti dalle SERP e queste cifre possono essere sconcertanti.

Nel 2000, ad esempio, GE ha riportato una passività pensionistica di 1,13 miliardi di dollari per tutti i suoi dirigenti.³⁷ GE non ha comunicato quale parte di questo importo era dovuta in particolare al suo amministratore delegato e ad altri dirigenti di alto livello. La maggior parte delle aziende non suddivide nemmeno gli impegni pensionistici in categorie separate per i dirigenti e gli altri dipendenti.

³⁵ Financial Accounting Standard, no. 132 (revised 2003).

³⁶ Financial Accounting Standard, no. 87 (1985).

³⁷ Ellen E. Schultz, "Big Send-Off: As Firms Pare Pensions for Most, They Boost Those for Executives," Wall Street Journal, June 20, 2001, A1.

Si richiedono imprese con piani qualificati, come condizione per un trattamento fiscale favorevole, per stanziare risorse finanziarie per assicurarsi che possano pagare le passività previste dai piani. Considerato che i piani SERP dei dirigenti non potrebbero beneficiare del trattamento fiscale favorevole anche se sono stati finanziati a tal fine, le aziende non si preoccupano di finanziarli. Le prestazioni di vecchiaia dei dirigenti sono quindi a maggior rischio di mancato pagamento rispetto alle prestazioni dei lavoratori ordinari – e, negli Stati Uniti, il Congresso sta valutando una legislazione che renderebbe difficile per le imprese proteggere i dirigenti da questo rischio.

In passato, tuttavia, le imprese con problemi finanziari hanno spesso acquistato polizze assicurative che garantissero il pagamento dei benefici pensionistici dei dirigenti.

Delta Airlines, ad esempio, ha predisposto un accordo per la tutela dei dirigenti poco dopo l'11 settembre 2001, quando la solvibilità dell'industria aerea sembrava essere in pericolo.

È stato riportato nel 1991 che circa 50 grandi imprese si erano costituite per la piena garanzia di piani pensionistici per dirigenti; molte aziende, temendo di essere criticate per il fatto che stessero isolando i manager dagli effetti delle proprie mancanze, non hanno annunciato l'esistenza di tali garanzie³⁸.

³⁸ Ron Suskind, "More Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures", Wall Street Journal, July 5, 1991, B1

5.3 La compensazione differita

La compensazione differita è una seconda tecnica utilizzata per il trasferimento di grandi quantità di valore per lo più insensibile alla *performance* per i dirigenti senza attrarre molta attenzione da parte degli azionisti.

Molte aziende offrono programmi - oppure a volte persino li richiedono - che permettono ai dirigenti di rinviare il ricevimento del risarcimento in una data futura. Nel frattempo, la compensazione differita "costruisce" secondo una formula ideata dall'azienda.

I dirigenti non pagano imposte sulla retribuzione originaria o sull'aumento accumulato fino a quando non ricevono il pagamento, che spesso si verifica dopo che lasciano l'azienda. In quel momento, questa accetta una deduzione fiscale per l'importo pagato. La maggior parte delle grandi imprese ha piani di questo tipo.³⁹

I piani di retribuzione differita possono assumere forme diverse. Alcune imprese richiedono che i dirigenti che ricevono uno stipendio superiore a 1 milione di dollari - che altrimenti sarebbe stato non deducibile⁴⁰ - rinviano la somma in eccesso.

Alcune disposizioni consentono un rinvio del solo stipendio, mentre altri consentono anche il differimento della compensazione degli incentivi a lungo termine e compensi derivanti dall'esercizio di *stock option* o dalla vendita di scorte limitate. Le aziende forniscono spesso compensazioni congrue, con importi che variano da impresa ad impresa. In alcune aziende,

³⁹ Clark Consulting riferisce che quasi il 93% delle aziende che hanno risposto ad un sondaggio ha affermato di possedere tali piani nel 2002. Clark Consulting in "Executive Benefits".

⁴⁰ ai sensi dell'articolo 162, lettera m, del Codice Tributario.

i contributi sono assegnati a discrezione del consiglio di amministrazione. In altri casi, sono determinati da formule.

I piani differiscono anche per quanto riguarda il modo in cui viene "investito" il compenso differito, vale a dire come l'importo dovuto al dirigente al termine del periodo di differimento sia determinato. Le imprese hanno spesso concesso prestazioni supplementari ai dirigenti fornendo tassi di rendimento superiori a quelli di mercato. Per esempio, nel 2001, in un periodo in cui i buoni del Tesoro a un anno offrivano rendimenti dal 3,39% al 4,63%, sia GE che Enron hanno garantito ai dirigenti un 12% come tasso di rendimento. Altre imprese hanno offerto un rendimento di mercato più un premio. Per esempio, Lucent ha offerto il rendimento del buono del Tesoro decennale più il 5%.

Il Congresso sta ora valutando una legislazione volta ad impedire alle imprese di fornire ai dirigenti rendimenti superiori al mercato nei loro piani di retribuzione differita. Anche se l'adozione di tale legislazione eliminasse questo particolare beneficio per i dirigenti, i piani di retribuzione differita continuerebbero a fornire ai dirigenti altri significativi vantaggi finanziari e di camuffamento.

5.3.1 Differenze della retribuzione differita dei dirigenti rispetto ai piani 401(k)

I sistemi di indennizzo differito appaiono analoghi ai piani familiari 401(k) utilizzati da molti dipendenti. Ma, così come le SERP si differenziano dai piani qualificati di pensionamento offerti ai dipendenti di livello inferiore, ci sono alcuni importanti differenze tra i piani di retribuzione differita dei dirigenti e i piani 401(k).

I piani 401(k) danno ai lavoratori l'opportunità di mettere del denaro in strumenti d'investimento designati; qualunque siano gli investimenti, i dipendenti ottengono gli stessi rendimenti al lordo delle imposte che otterrebbero investendo in strumenti simili al di fuori del piano 401(k). Per contro, gli accordi di retribuzione differita dei dirigenti spesso offrono rendimenti superiori a quelli disponibili sul mercato. Inoltre, ai piani 401(k) viene concesso un sussidio fiscale, mentre i piani di retribuzione differita dei dirigenti non lo sono.

Nell'ambito di un piano 401(k), una frazione dello stipendio del dipendente viene depositato su un conto con differimento d'imposta. Come in un accordo pensionistico qualificato, i fondi sono investiti e crescono liberi da tasse. Né l'impresa né il dipendente paga le tasse sul reddito e la plusvalenza generati nel conto. I dipendenti non pagano le imposte sui contributi o sull'aumento fino a quando non ritirano i fondi. Il datore di lavoro, d'altra parte, riceve una detrazione, sia per il suo contributo che per quello del dipendente, al piano 401(k). Inserendo l'indennizzo attuale in un deposito 401(k) il dipendente ottiene il beneficio del differimento dell'imposta senza che il datore di lavoro subisca una perdita di una detrazione fiscale.

Le aziende potrebbero fornire compensi differiti ai dirigenti attraverso piani 401(k). Tuttavia, ci sono dei limiti a quanto denaro può essere versato annualmente su un conto 401(k). Per il periodo d'imposta 2004, i dipendenti coperti da tale piano di norma non possono differire dall'averne più di \$13.000 di risarcimento.⁴¹ Al fine di fornire ai dirigenti importi superiori a tale limite, le imprese attuano accordi su di una retribuzione differita in regimi che non rientrano nel quadro dei vantaggi fiscali dei piani 401(k). La retribuzione differita dei dirigenti non è quindi basata esclusivamente, o addirittura principalmente, su piani

⁴¹ Internal Revenue Code, sec. 402(g)(1)(B).

401(k). Piuttosto che contribuire con una parte della retribuzione del dirigente ad un conto dove l'investimento cresce in esenzione da imposte, l'impresa trattiene semplicemente una parte della parte dello stipendio del dirigente e accredita ogni anno al dirigente un rendimento prestabilito permettendogli di "crescere" nel tempo. Il compenso trattenuto è pagato al dirigente in un secondo momento.

Così, come nel caso di un piano SERP, l'effetto della retribuzione differita dei dirigenti è quello di spostare una parte dell'onere fiscale dei dirigenti sull'azienda.⁴²

Se il dipendente e l'impresa sono soggetti alla stessa aliquota fiscale e sono in grado di ottenere lo stesso tasso di rendimento al lordo delle imposte sui loro investimenti, la compensazione differita dei dirigenti, come un SERP, non può ridurre l'onere fiscale comune delle parti. Mentre ogni dollaro di retribuzione differita abbassa le tasse dell'esecutivo, essa aumenta il valore aggiunto delle tasse aziendali di un dollaro.

Come nel caso dei SERP, ci saranno molti casi in cui la retribuzione differita al di fuori dei piani 401(k) può aumentare o ridurre la somma totale a disposizione del dirigente e dell'impresa. L'impresa e il dirigente potrebbero essere soggetti ad aliquote fiscali diverse. Anche se l'azienda e il dirigente si trovano di fronte alla stessa aliquota d'imposta, i rendimenti degli investimenti a disposizione dell'impresa possono essere superiori a quelli a disposizione dei dirigenti (anche se è improbabile che ciò avvenga per le imprese con un facile accesso al capitale).

⁴² Una società può proteggersi dalla tassazione dei redditi da investimento su fondi accantonati per finanziare le pensioni dei dirigenti investendo questi fondi in polizze assicurative sulla vita dei suoi dirigenti e altri dipendenti, ma questo comporterà altri costi per l'azienda.

Tuttavia, non vi è motivo di ritenere che, in assenza della sovvenzione fiscale fornita dai piani qualificati, vi sia generalmente un vantaggio per le parti quando l'impresa rinvia la data di scadenza della retribuzione del dirigente. In molti casi, l'onere fiscale che grava sull'impresa è maggiore del beneficio fiscale per il dirigente.

Si consideri, ad esempio, il caso in cui ad un dirigente di un'azienda redditizia sia promesso un rendimento che è collegato ad un indice azionario. Se il dirigente investe il denaro in azioni di un fondo indice azionario, le plusvalenze saranno tassate a un tasso federale di plusvalenza a lungo termine, che nella fascia più alta è del 15% (come ad es. del 2004).⁴³ Se, invece, l'impresa investe il denaro in quelle azioni - in altri investimenti o nella propria attività - le plusvalenze potrebbero essere tassate in modo marginale ad un tasso aziendale del 35%. E quindi è sorprendente che oltre il 90% delle imprese offra una compensazione differita ai loro dirigenti.⁴⁴ Come nel caso dei SERP, si ritiene che, in molte aziende, tali programmi non siano una forma efficiente di compensazione.

Stupisce il fatto che le imprese che offrono accordi di compensazione differita non qualificata ai dirigenti non offrano tali piani non qualificati ad altri dipendenti. Dopo tutto, se la retribuzione differita non qualificata fosse un'efficiente forma di compenso per i dirigenti di alcune imprese, la compensazione differita non qualificata dovrebbe essere anche una forma efficace di compensazione per i dipendenti non dirigenti di queste aziende. Ma le imprese, raramente, forniscono ai dipendenti non esecutivi possibilità di accordi di remunerazione differita non qualificata in aggiunta ai loro piani 401(k). Questo modello

⁴³ Internal Revenue Code sec. 1

⁴⁴ Clark Consulting, "Executive Benefits," nota sopra.

suggerisce che, nella maggior parte dei casi, l'offerta di una retribuzione differita non qualificata ad un dirigente non aumenta il patrimonio comune del dirigente e dell'azienda.

5.3.2 Benefici della mimetizzazione

Anche se è tutt'altro che chiaro se gli accordi di compensazione differita prevedano benefici in termini di efficienza, il loro valore di camuffamento è sostanziale. La compensazione – essendo differita - deve essere riportata nelle tabelle di compensazione nell'anno in cui sarebbe altrimenti stato ricevuto. Tuttavia, i notevoli vantaggi che sono stati conferiti dal piano di compensazione differita - l'esenzione fiscale (e, talvolta, anche al di sopra del mercato) accumulata nel tempo - non sono evidenti agli esterni.

I dirigenti devono pagare le imposte sui redditi da investimento realizzati al di fuori degli accordi di compensazione differita dell'azienda, ma l'investimento nell'ambito di tali piani prevede a spese dell'azienda un accumulo di attività esenti da imposte. Così, fintanto che il tasso di rendimento negli accordi di retribuzione differita è superiore al tasso di rendimento al netto delle imposte del dirigente, il dirigente realizza guadagni sostanziali che non si manifestano nelle tabelle di retribuzione.

Il New York Times ha riportato, ad esempio, che il CEO Roberto Goizueta della Coca-Cola è stato in grado di rinviare le tasse su un miliardo di dollari di compensazioni e utili da investimenti in un periodo di 17 anni.⁴⁵ La Coca-Cola si è assunta gli oneri, pagando le imposte

⁴⁵ "Tax Deferred Pay for Executives", New York Times, October 18, 1996, A36.

sui redditi necessari per coprire i rendimenti accreditati per conto della compensazione differita di Goizueta.

Inoltre, mentre i piani 401(k) offrono rendimenti per i lavoratori di livello inferiore equivalenti a quelli disponibili sui mercati obbligazionari o borsistici, molti accordi di compensi differiti hanno consentito ai dirigenti di disporre di un numero sostanzialmente più elevato di rendimenti. Questi dirigenti hanno così ricevuto un reddito da investimento che non è stato solo per loro un'esenzione (a spese dell'impresa) ma anche al di sopra del mercato. I vantaggi da questi rendimenti superiori al mercato sono stati nascosti in misura significativa.

La SEC richiede alle imprese di includere nella tabella delle compensazioni per ciascun dirigente i suddetti interessi di mercato maturati quell'anno sulla retribuzione differita. Nel caso di un tasso di interesse garantito, l'interesse "al di sopra del mercato" è definito come rendimento superiore al 120% dell'aliquota federale applicabile (AFR) utilizzata dall'IRS al momento della fissazione del tasso di interesse garantito, moltiplicato per l'importo della compensazione differita. Sfruttando la definizione dei piani SEC di "tasso superiore al mercato", le imprese sono state talvolta in grado di fornire ai propri dirigenti tassi di rendimento che sono superiore a quelli che potrebbero ottenere da soli, senza includere questo beneficio nelle tabelle di compensazione.

La soglia utilizzata dalle imprese per i tassi di rendimento a lungo termine "di mercato" è particolarmente generosa, perché i consigli di amministrazione possono azzerare i tassi d'interesse in qualsiasi momento andando così a beneficio dei dirigenti. Se i tassi di interesse di mercato e l'AFR aumentano in modo tale che l'attuale tasso garantito non risulti particolarmente interessante, l'azienda può semplicemente adottare un nuovo, più alto,

tasso garantito. Finché il tasso di ripristino è inferiore al 120% del nuovo, più alto AFR, gli ulteriori interessi maturati non devono essere riportati nella tabella di compensazione. Se, tuttavia, i tassi d'interesse di mercato e l'AFR diminuiscono, l'impresa può continuare a pagare al vecchio tasso garantito, che è ora superiore a quello di mercato. Infine, è probabile che anche i benefici derivanti da tassi di rendimento che superano i valori della soglia della SEC non siano pienamente rispecchiati nelle tabelle di retribuzione.

L'obbligo di rendicontazione termina quando il dirigente va in pensione, ma spesso il dirigente ha avuto la possibilità di continuare a godere dei tassi al di sopra del mercato dopo il pensionamento. Un tale flusso di prestazioni post-pensionamento, che potrebbe essere abbastanza consistente non apparirebbe mai nelle tabelle di compensazione pubblicamente depositate dall'azienda.

Come nel caso dei SERP, i piani di retribuzione differita potrebbero esporre i dirigenti al rischio di bancarotta aziendale. Mentre i piani 401(k) devono essere sostenuti dai loro beni, che non possono essere sequestrati dai creditori dell'impresa, gli accordi di compensazione differita sono semplicemente una promessa dell'impresa di pagare un indennizzo in futuro. I dirigenti a cui devono questo compenso sono creditori non garantiti che non possono essere pagati per intero in caso di insolvenza dell'impresa.

Come nel caso dei SERP, il Congresso sta considerando la legislazione che renderebbe difficile per le imprese proteggere i dirigenti da questa possibilità. Ad oggi, tuttavia, le imprese hanno spesso adottato misure per isolare dirigenti da rischio di insolvenza. Molte aziende hanno utilizzato "dispositivi di sicurezza", come ad esempio *trust* per garantire che i fondi siano a disposizione dei dirigenti. Inoltre, alcune imprese hanno consentito ai dirigenti di

ritirare la retribuzione differita in qualsiasi momento, ad esempio quando le informazioni interne suggeriscono che un'impresa sta per fallire.

In breve, prima che la Enron presentasse istanza di fallimento, i suoi dirigenti hanno ritirato milioni di dollari di compensazione differita.

Per i dirigenti e i loro “amici” nel consiglio di amministrazione, i piani SERP e le retribuzioni differite sono state molto utili. Hanno fornito un mezzo per incanalare grandi quantità di compensi insensibili alle prestazioni in un modo che, sotto l'attuale normativa sull'informativa, non è stata molto visibile agli esterni.

5.4 Contratti di consulenza e accordi post-pensionamento

Passiamo ora a prendere in considerazione l'utilizzo di vantaggi e contratti post-pensionamento per trasferire una quantità significativa di valore disaccoppiato in termini di prestazioni a dirigenti in modo che non sia trasparente per gli azionisti.

5.4.1 Vantaggi offerti ai dirigenti

Molti contratti di retribuzione promettono ai dirigenti un flusso sostanziale di vantaggi dopo il pensionamento. Ad esempio, molti dirigenti ricevono un certo numero di ore di utilizzo annuale degli aeromobili aziendali per sé stessi, e a volte per le loro famiglie e gli ospiti. Alcuni dirigenti hanno anche ricevuto l'uso illimitato di aeromobili aziendali.⁴⁶ Altri vantaggi che spesso seguono il dirigente dopo il pensionamento includono: auto con

⁴⁶ The Corporate Library, “The Use of Company Aircraft”, special report, 2001.

autista, assistenti personali, pianificazione finanziaria, sistemi di sicurezza domestica, tesseramento di club, biglietti sportivi, spazi ufficio, assistenza di segreteria, servizio di telefonia cellulare.⁴⁷

Al CEO uscente di IBM Louis Gerstner, ad esempio, è stato dato l'accesso ad appartamenti, aerei, auto, servizi di sicurezza della casa e servizi di pianificazione finanziaria.

Terrence Murray, ex amministratore delegato di FleetBoston, ha ricevuto 150 ore di uso di aerei aziendali, un'auto con autista, un ufficio, assistenti d'ufficio, finanziario e un sistema di sicurezza della casa. Un altro vantaggio comune è quello di dare contributi a enti di beneficenza designati dal dirigente in pensione.

La maggior parte di questi vantaggi costano all'azienda più di quanto possa essere evidente a prima vista. Considerando, ad esempio, l'uso in pensione dei jet aziendali: anche se il costo marginale di consentire a un dirigente in pensione di utilizzare il jet aziendale possa apparire limitato, può raggiungere alti livelli. Per quanto riguarda, l'uso di un aereo aziendale per un volo da New York alla California e ritorno alcuni giorni dopo: poiché gli aerei e l'equipaggio di volo con sede a New York torneranno sulla costa orientale dopo che il dirigente in pensione sia sceso, il costo effettivo per l'azienda è di 2 viaggi di andata e ritorno per un totale di 8 decolli e atterraggi e circa 20 ore di volo; i costi più probabili per il carburante, la manutenzione, le tasse di atterraggio, i costi aggiuntivi per il pilota e l'equipaggio più spese accidentali, e l'ammortamento (la vita operativa di un aeromobile è ridotta per ogni ora di volo e per ogni decollo e atterraggio) è di almeno \$50,000. Le aziende di solito non forniscono benefici successivi al pensionamento a dipendenti non dirigenziali.

⁴⁷ Lublin, "Executive Pay under the Radar"; e Gary Strauss, "CEOs Cash In after Tenure", USA Today, April 25, 2002, money section, 1B.

Anche se è improbabile che le indennità di post-pensionamento siano una forma efficiente di retribuzione, esse offrono un mezzo efficace per camuffare la compensazione. Il valore dei benefici successivi al pensionamento non viene riportato quando sono stati concordati.

I vantaggi di post-pensionamento offrono quindi un altro modo di fornire valore aggiunto ai dirigenti senza dover mai includere i benefici nelle tabelle di compensazione o addirittura collocarne il valore in dollari.

5.5 I contratti di consulenza post pensionamento

I contratti di consulenza forniscono un valore sostanziale ai pensionati dirigenti. Di solito offrono al CEO che va in pensione una quota annuale per essere disponibili a “consigliare” il nuovo CEO per un determinato periodo di tempo all'anno. Circa il 25% degli amministratori delegati negozia un rapporto di "consulenza" post-pensionamento con la vecchia impresa.

Il pacchetto pensionistico del CEO di Delta Airlines Ronald Allen del 1997 gli ha fornito per sette anni 3,5 milioni di dollari per fare consulenza in base alla quale, secondo i documenti pubblici di Delta, *“gli è stato richiesto di prestare la sua consulenza in momenti, luoghi, e periodi che gli recheranno il minor disagio possibile”*.⁴⁸

Questi accordi di consulenza prevedono tariffe forfettarie e garantite per il dirigente in pensione per rendersi disponibile, piuttosto che per il lavoro effettivamente svolto e ciò per una buona ragione: le aziende in genere fanno scarso uso della disponibilità per la quale

⁴⁸ Strauss, “CEOs Cash In after Tenure”, nota sopra (43).

pagano generosamente. Nel bene e nel male, i nuovi amministratori delegati (CEO) non sono solitamente inclini a chiedere consiglio ai loro predecessori.

Allen, ad esempio, secondo quanto riferito, "*raramente parla*" con il nuovo amministratore delegato della Delta, Leo Mullin. Anche i consulenti di retribuzione riconoscono che i dirigenti in pensione aggiungono poco o nulla al valore dell'azienda in base a queste disposizioni.

Come i benefici successivi al pensionamento, i pagamenti di consulenza ai dirigenti in pensione non trovano mai la loro collocazione nelle tabelle di compensazione perché sono erogati quando il dirigente non è più in servizio.

Tuttavia, a differenza di quanto avviene dopo il pensionamento, questi contratti consentono ai consigli di amministrazione di erogare ai dirigenti in pensione denaro contante piuttosto che prestazioni "in natura". Le spese di consulenza in materia di pensionamento sono essenzialmente un'indennità di buonuscita in contanti, pagata a rate, camuffate come indennità per lavori successivi al pensionamento.

Se queste tasse sono solo una forma di liquidazione in contanti, qual è il vantaggio di registrarle come contratti di consulenza? Oltre a garantire che i pagamenti siano tenuti fuori dalle tabelle di compensazione, mascherarle come spese di consulenza oscura la loro natura di indennità di fine rapporto e sostanzialmente aumentano la totalità dei compensi percepiti dai dirigenti per i lavori di prepensionamento. Alcuni osservatori potrebbero credere che l'amministratore delegato uscente fornirà di fatto un valore aggiunto alla nuova gestione e, quindi, considererà legittimi i pagamenti come corrispettivo per i servizi post-pensionamento. Appare ovvio che questi accordi di consulenza non vincolano la

retribuzione del dirigente in pensione ad alcun contributo personale al valore dell'azionista, sia prima che dopo il pensionamento.

5.6 Retribuzione del manager e fortuna osservabile

Bertrand e Mullainathan dimostrano che la paga del manager sia ugualmente sensibile sia ad un dollaro “fortunato” come ad un dollaro “generale”. Questi risultati, inoltre, valgono anche per le componenti discrezionali della retribuzione (salari e bonus) e per la concessione di opzioni e sono inconsistenti con la semplice prospettiva contrattuale.

5.6.1 I manager vengono effettivamente retribuiti in base alla fortuna?

La letteratura empirica sulla *pay for luck* offre evidenza che i manager siano retribuiti per la buona *performance*, la quale, talvolta, è guidata da eventi esogeni fortunati, ma affronta quest'evidenza prendendo in considerazione l'associazione tra retribuzione e sfortuna. I risultati di Bertrand e Mullainathan⁴⁹ fanno riflettere sul fatto che i manager siano retribuiti per eventi fortunati, non sotto il loro controllo e non vengano penalizzati per eventi sfortunati.

La retribuzione degli amministratori delegati è di solito vista attraverso la lente del modello principale agente. In questa *contracting view*, la retribuzione viene utilizzata per ridurre il problema del rischio morale che si pone perché i CEO spesso possiedono ben poco delle aziende che controllano.

⁴⁹ Bertrand M., Mullainathan S., (2001), “Are executives rewarded for luck? The ones without principals are”, *The Quarterly Journal of Economics*, 901-932.

Dal momento che l'operato del CEO può essere difficile da osservare, gli azionisti non saranno in grado di firmare un contratto che specifica questo operato. Invece, gli azionisti offriranno un contratto al CEO in cui il suo livello di compensazione è fatto per dipendere dalla prestazione dell'agenzia. Gli azionisti progettano in modo ottimale il pacchetto retributivo per aumentare l'incentivo del CEO a massimizzare il valore aziendale.

Supponendo che p rappresenti le prestazioni dell'agenzia e a l'operato dell'Amministratore Delegato (CEO), non osservabile per ipotesi dagli azionisti, la *performance* aziendale dipenderà dalle azioni dell'Amministratore Delegato e da fattori casuali divisibili in due componenti: quelli che possono essere osservati e quelli che non possono essere osservati dagli azionisti. Supponendo o essere il fattore osservabile e u essere il termine rumore inosservabile, si assume che le prestazioni possano essere scritte come $p = a + \delta o + u$.

Holmstrom and Milgrom [1987] calcolarono lo schema di incentivazione ottimale che permetteva di filtrare il fattore fortuna osservabile dalle prestazioni. Supponendo s indicare questo sistema di incentivazione, il sistema di incentivazione potrebbe al massimo dipendere dalle variabili p e o : $s = \alpha + \beta (p - \delta o) = \alpha + \beta (a + u)$

Il sistema di incentivazione ottimale fa sì che venga filtrato il fattore fortuna osservabile dalle prestazioni. Lasciare i fattori casuali osservabili nel sistema di incentivi non fornisce alcun vantaggio aggiunto al principale in quanto, per definizione, l'agente non ha alcun controllo sui fattori osservabili. Oltre a non fornire alcun beneficio, legare la paga alla fortuna in realtà costa al committente, perché la varianza del regime di incentivazione è più elevata e il capitale deve aumentare la paga per compensare l'amministratore delegato CEO avverso al rischio.

In pratica, i contratti di incentivazione espliciti, come le opzioni, raramente filtrano. Per esempio, le opzioni sono indicizzate raramente contro l'andamento del mercato. Ciò, tuttavia, non è necessariamente incompatibile con la mancanza di filtraggio. Può darsi che le componenti discrezionali della retribuzione, quali stipendio e bonus, siano quelle utilizzate per il filtraggio, queste componenti potrebbero adattarsi abbastanza per annullare l'effetto dell'oscillazione del valore delle opzioni con la fortuna. Tale regolazione può accadere se un consiglio di amministrazione dovesse monitorare la fortuna e alterare lo stipendio di ogni anno, il bonus e il numero di nuove opzioni assegnate, così che l'intero pacchetto retributivo di un dirigente CEO rimanga privo di fortuna.

La maggior parte dello studio empirico sulla retribuzione del CEO, per quanto riguarda il rapporto di agenzia, stima un'equazione secondo cui si stima la sensibilità della *pay for performance*.

$$y_{it} = \beta * perf_{it} + \gamma_i + \chi_t + \alpha_x * x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

dove y_{it} è la retribuzione totale dei CEO nella azienda i , nel tempo t , $perf_{it}$ è una misura di performance, γ_i sono effetti fissati nell'azienda, χ_t sono gli effetti fissati nel tempo, e x_{it} sono specifici variabili dell'azienda- e del CEO- come dimensioni e durata dell'azienda. Il coefficiente β cattura l'entità della paga in relazione alle prestazioni.

Idealmente, la compensazione in un dato anno includerebbe anche le variazioni di valore di opzioni non esercitate negli anni precedenti (Hall e Liebman, 1998). Tale calcolo richiede dati sulle scorte accumulate di opzioni detenute dal CEO ogni anno, mentre i dati esistenti contengono solo informazioni sulle nuove opzioni assegnate ogni anno. Di conseguenza, la

misura di compensazione di Bertrand e Mullainathan esclude questa componente del cambiamento di ricchezza.

Per stimare la sensibilità generale della remunerazione alla *performance*, Bertrand e Mullainathan si sono basati sull'equazione di stima (2) utilizzando un modello standard OLS, in base ad una procedura a due fasi.

Nella prima fase, si sono previste le prestazioni utilizzando la fortuna al fine di isolare i cambiamenti nelle prestazioni causati dalla fortuna.

Nella seconda fase, è stata valutata la sensibilità della retribuzione a questi prevedibili cambiamenti nelle prestazioni.

La prima equazione stimata è:

$$perf_{it} = b * o_{it} + g_i + c_t + \alpha_x * x_{it} + e_{it} \quad (3)$$

dove o_{it} rappresenta la misura della fortuna (prezzo del petrolio, ad esempio). Da questa equazione si prevede la performance di una azienda utilizzando solo informazioni sulla fortuna, questo valore previsto viene chiamato *pêrfit*.

La seconda equazione mostra come reagisce la retribuzione a questi prevedibili cambiamenti nelle prestazioni a causa della fortuna:

$$y_{it} = \beta_{luck} * p\hat{e}rfit + \gamma_i + \chi_t + \alpha_x * x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

La stima del coefficiente β_{luck} indica quanto sia sensibile la retribuzione a cambiamenti nelle prestazioni che derivano dalla fortuna. Poiché tali cambiamenti dovrebbero essere filtrati, la teoria di base dell'agenzia prevede che β_{luck} dovrebbe essere uguale a 0.

5.6.2 Il caso dell'industria petrolifera

Bertrand e Mullainathan (2001) si concentrarono sul caso dell'industria petrolifera, come studio sulla *pay for luck*.

Studiando l'oscillazione del prezzo del petrolio greggio degli anni precedenti al 2001, osservarono grandi cambiamenti dei profitti nel settore e dedussero che queste forti fluttuazioni fossero state, probabilmente, al di fuori del controllo di un singolo manager americano. Ad esempio, il forte calo del prezzo del petrolio greggio alla fine del 1985 era stato causato dalla decisione dell'Arabia Saudita di riformare la sua politica petrolifera e di aumentare la produzione, un'azione difficilmente attribuibile ai CEO delle aziende petrolifere americane. Allo stesso modo, il grande aumento del prezzo del petrolio tra il 1979 e il 1981 era stato attribuito a un cambiamento di politica interna da parte dell'OPEC. Le fluttuazioni del prezzo del petrolio, quindi, fornirono una base ideale per testare la *pay for luck*: la deduzione principale fu che queste fluttuazioni influenzavano le *performance*, erano misurabili ed erano, plausibilmente, al di fuori del controllo dei CEO.

Due fatti sorprendenti emersero dall'analisi dei dati sulla retribuzione e delle prestazioni per le 51 maggiori compagnie petrolifere americane tra il 1977 e il 1994. In primo luogo, le variazioni dei salari e le variazioni del prezzo del petrolio si correlavano abbastanza bene, in dodici dei diciassette anni erano dello stesso segno: entrambi in rialzo o entrambi in ribasso, come mostrato nella figura 9. In secondo luogo, i rimanenti anni in cui le retribuzioni e i prezzi del petrolio si muovevano direzioni opposte, erano tutti gli anni in cui il prezzo del petrolio scendeva. Questo accennava ad un'asimmetria: mentre i CEO venivano

sempre ricompensati per la buona sorte, non sempre potevano essere puniti per cattiva sorte.

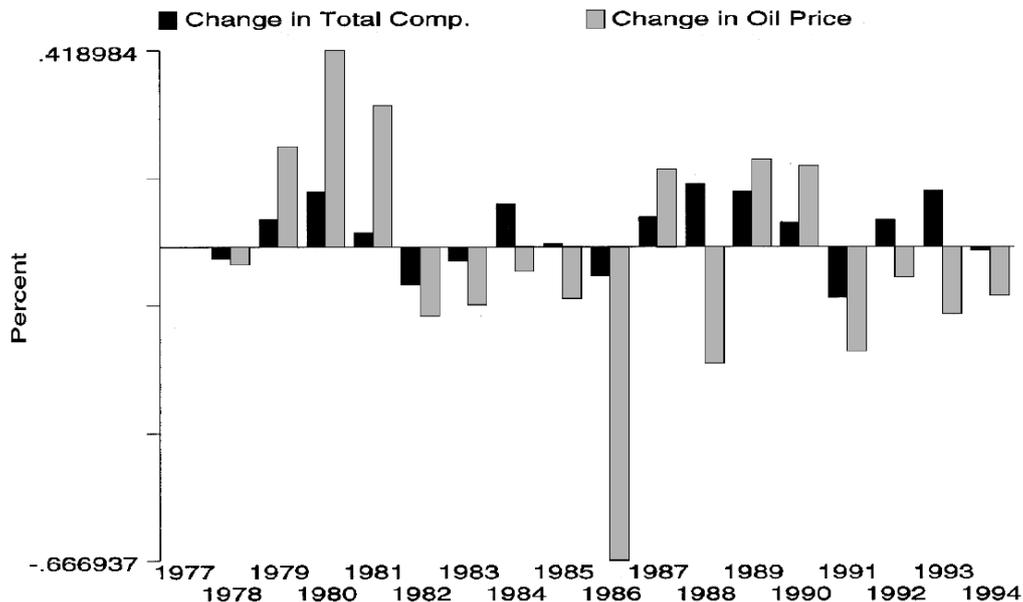


Figura 9 Retribuzione del CEO e prezzo del petrolio grezzo

Fonte: Bertrand M., Mullainathan S., (2001), "Are executives rewarded for luck? The ones without principals are", *The Quarterly Journal of Economics*, 901-932

La semplice analisi grafica non quantificava l'entità della *pay for luck*, in quanto non poteva essere confrontata con l'entità della *pay for performance* e non controllava tantomeno per altre variabili specifiche dell'azienda che sarebbero potute cambiare nel tempo.

Venne, quindi, effettuata un'analisi sistematica applicando la metodologia empirica prima presentata. Il set di dati originali su cui venne effettuata la regressione, copriva 51 compagnie in un periodo che va dal 1977 a 1994; l'informazione sulla retribuzione dei CEO era disponibile per solo 50 di queste 51 originali compagnie e inoltre la retribuzione dei CEO era disponibile dal 1977 solo per 34 di queste 50 compagnie.

Come variabile dipendente venne usato il logaritmo della compensazione totale; inoltre si teneva conto di un anno quadratico per tracciare il fatto che la paga CEO aveva registrato un aumento in quel periodo, come mostrato nella tabella 8.

Tabella 8

La colonna (1) stima la sensibilità della retribuzione ad un cambiamento generale delle prestazioni della contabilità. Il coefficiente di 0.82 suggerisce che se un'azienda petrolifera aumenta il suo rendimento contabile di un punto percentuale, la retribuzione totale aumenta dello 0,82%. La colonna (2) stima la sensibilità della retribuzione alla sorte, un aumento di un punto percentuale dei rendimenti contabili dovuto alla fortuna aumenta la paga del 2,15%. Il coefficiente di 0.38 sulla colonna (3) suggerisce che un aumento dell'1% della proprietà dell'azionista porta ad un aumento di circa lo 0,38% della retribuzione dei CEO. Nella colonna (4) si mostra che un aumento dell'1% della proprietà dell'azionista dovuta alla fortuna porta ad un aumento del 0,35% della retribuzione dei CEO.

Fonte: Bertrand M., Mullainathan S., (2001), "Are executives rewarded for luck? The ones without principals are", The Quarterly Journal of Economics, 901-932.

<i>Specification:</i>	General (1)	Luck (2)	General (3)	Luck (4)
Accounting rate of return	.82 (.16)	2.15 (1.04)	—	—
Log (shareholder wealth)	—	—	.38 (.03)	.35 (.17)
Age	.05 (.02)	.07 (.03)	.05 (.02)	.05 (.02)
Age ² * 100	-.04 (.02)	-.05 (.02)	-.04 (.02)	-.04 (.02)
Tenure	.01 (.01)	.01 (.01)	.01 (.01)	.01 (.01)
Tenure ² * 100	-.03 (.02)	-.03 (.01)	-.03 (.02)	-.03 (.02)
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year quadratic	Yes	Yes	Yes	Yes
Sample size	827	827	827	827
Adjusted R ²	.70	—	.75	—

Nonostante si denotassero errori standard, non si poteva rifiutare l'idea che la paga per il coefficiente di fortuna e la paga per il coefficiente delle prestazioni generali fossero gli stessi. Si rifiutava l'ipotesi di completo *filtering* dell'elemento di sorte: i CEO nell'industria petrolifera venivano remunerati in base alla sorte, che derivava dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio.

5.6.3 Movimenti dei tassi di cambio e performance media del settore

Vennero esaminate anche le misure di fortuna che caratterizzavano una serie più ampia di imprese. Si concentrarono in particolare su due misure di performance: i movimenti dei tassi di cambio e la *performance* media del settore.

Per implementare questi test, vennero utilizzati i dati di compensazione su 792 grandi imprese nel periodo 1984-1991. L'insieme di dati fu fornito da David Yermack e Andrei Shleifer. Altri dati furono trascritti da un sondaggio annuale della rivista Forbes sulla retribuzione dei CEO, da relazioni annuali dell'azienda, da diretta corrispondenza con le aziende, da rapporti stampa di assunzioni e partenze di CEO, e dai prezzi azionari pubblicati da Standard & Poor's.

In particolare, venne provato che l'azienda media premiava il suo CEO tanto per la fortuna come per le prestazioni. In secondo luogo, si presentava altrettanta *pay for luck* sulle componenti discrezionali della retribuzione (stipendio e bonus) così come per le altre componenti (opzioni garantite). Utilizzando come misura della fortuna, la *performance* media del settore, che ha lo scopo di catturare le scosse esterne che sono state sperimentate da tutte

le aziende nell'industria, ottennero che il rapporto *pay for luck* corrispondeva all'incirca alla *pay for performance* generali.

In sintesi, in entrambi i casi risultò che la sensibilità della *pay for luck* fosse circa la stessa della sensibilità della *pay for performance* generale.

5.6.4 Lo Skimming

I risultati finora esposti sono una prova della presenza della *pay for luck*.

Ci sono diverse reazioni possibili a questa evidenza. In primo luogo, questa potrebbe essere una prova dello *skimming*: si consideri un amministratore delegato che si sia impadronito del controllo sulla determinazione della propria retribuzione. La sua massima preoccupazione nel fissare lo stipendio sarà che gli investitori passivi si accorgano dell'oltraggio comportato dallo *skimming*. Tuttavia, una corretta performance porta al rilassamento, in quanto gli azionisti, esaminando un'azienda più da vicino durante i momenti difficili, tendono a pagare di più quando le prestazioni sono buone e, inevitabilmente, tende a prodursi un legame positivo tra la retribuzione e la *performance*, ma per motivi diversi da quelli che si generano in base alla *contracting-view*. Poi, se le buone prestazioni creano un periodo di non osservazione, si retribuirà il manager con il meccanismo della *pay for luck*.

5.6.5 La *Pay for luck* è ottimale e coerente con la *contracting view*?

In base a quanto è emerso dagli studi di Bertrand e Mullainathan, si potrebbe sostenere l'ipotesi alternativa che la *pay for luck* sia in realtà ottimale e che questa evidenza sia

coerente con la *contracting view*. Uno dei motivi è che l'*outside option* dell'amministratore delegato potrebbe dipendere infatti dalla fortuna.

Quando l'industria petrolifera gode di una buona sorte, il valore degli amministratori delegati del settore petrolifero può crescere molto. Le aziende petrolifere, poi, pagano i loro CEO di più semplicemente per fare combaciare l'aumento delle loro *outside option*. Quindi, la *pay for luck* è ottimale non come strumento di incentivazione, ma solo perché il livello ottimale di retribuzione aumenta con gli effetti positivi della fortuna.

Bertrand e Mullainathan sollevano obiezioni contro questo punto di vista. In primo luogo, la suggestiva prova che vige un'asimmetria nella retribuzione per la *pay for luck* può essere difficile da conciliare con questo punto di vista. La retribuzione media dei CEO nel settore petrolifero sale sempre quando il prezzo del petrolio greggio sale, ma non sempre scende quando il prezzo del petrolio greggio scende.

In secondo luogo, non è chiaro il motivo per cui il capitale umano di un amministratore delegato debba aumentare di valore con l'aumento dei versamenti di fortuna dell'industria. Infatti, può essere proprio nei momenti difficili che avere il giusto amministratore delegato sia di maggiore valore. Per verificare questa ipotesi, gli autori hanno esaminato il *turnover* nel mercato degli amministratori delegati e non hanno riscontrato alcun segnale statisticamente significativo tra il *turnover* di un amministratore delegato e i rendimenti del settore (dopo il controllo sui rendimenti dell'azienda).

Così, hanno testato l'effetto del tasso di rotazione medio di un CEO nel settore sulla *pay for luck*. Se questa fosse il risultato della concorrenza di mercato per gli amministratori delegati, allora le aziende con un *turnover* più elevato dovrebbero mostrare una più elevata

pay for luck. Per le misure di contabilità riscontrarono che le industrie con il più alto *turnover* mostravano una migliore *pay for luck*. Per le misure di mercato delle prestazioni, non trovarono alcuna relazione tra il *turnover* dell'industria e la *pay for luck*.

Un motivo per cui la *pay for luck* può essere ottimale è che si potrebbe voler fornire incentivi all'amministratore delegato per prevedere o rispondere alla fortuna. Questo tipo di argomentazione è valutata più facilmente nell'applicazione all'industria petrolifera. Supponendo che un CEO particolarmente talentuoso di un'azienda nell'industria petrolifera avesse compreso le sottigliezze politiche dei Paesi arabi e avesse previsto l'arrivo dello shock petrolifero positivo all'inizio degli anni '80, aumentando la produzione di petrolio esistente nei pozzi, aumentando le scorte o intensificando la ricerca di nuovi pozzi, avrebbe potuto aumentare i profitti della sua azienda quando lo shock si fosse presentato. Gli azionisti avrebbero dovuto premiare questo lungimirante CEO. Ma non era questo l'oggetto delle verifiche di Bertrand e Mullainathan. In altre parole, i loro risultati suggerivano che un amministratore delegato che rispondesse allo shock esattamente come ogni altro amministratore delegato del settore petrolifero non avrebbe dovuto ricevere una ricompensa per aver fatto buone previsioni.

Una risposta all'ottimalità della *pay for luck* sarebbe quello di non prendere in considerazione la *contracting view* e sostenere che filtrare la fortuna sia impossibile, dal momento che risulta alquanto complesso definire cosa si intenda per fortuna. Parte di questa complessità cognitiva potrebbe essere un puro problema di informazione, se i dati disponibili non sono sufficienti. Nessuno degli elementi di prova finora confuta direttamente questa argomentazione.

5.6.6 Acquisizione dei manager del processo retributivo

L'aumento della sensibilità ai prezzi di borsa della retribuzione dei dirigenti dagli anni '80 fece nascere la preoccupazione che il *boom* salariale fosse stato almeno in parte un imprevisto. Cioè, i dirigenti si fossero arricchiti per il semplice monitoraggio di un mercato in rialzo.

Garvey e Milburn considerano un modello di un solo periodo di una società con solo capitale di rischio che impiega un solo manager. Il dirigente è pagato in base al valore dell'impresa, dove il valore iniziale è indicato con V e il valore di fine periodo di validità è indicato da:

$$V_1 = V(1 + \beta r_m + \delta L + \varepsilon). \quad (5)$$

Per semplicità, si normalizza a zero il tasso di interesse privo di rischio e si imposta il fattore di scala $V=1$. Secondo la notazione standard, r_m rappresenta i rendimenti di mercato e β è la sensibilità dell'impresa a questi rendimenti di mercato. Il secondo shock L è la fortuna e potrebbe rappresentare i profitti dell'impresa, i prezzi del petrolio, i tassi di cambio o qualsiasi altro indice oggettivo che influisce sul valore della specifica impresa. Il termine δ rappresenta la sensibilità del valore dell'azienda alla fortuna, ed è ε rischio specifico dell'impresa, non collegato né al mercato né a ciò che si definisce fortuna.

Poiché i termini r_m e L sono entrambi verificabili, la retribuzione del dirigente può essere separatamente condizionata da entrambi i fattori. Si suppone che l'azienda scelga di collegare una parte della retribuzione del manager al valore aziendale, ma non modellare il problema d'incentivo sottostante che motiva un tale accordo di compensazione. Lo stipendio del manager assume la forma:

$$W = w + a(1 + \varepsilon) + b_m r_m + b_L L, \quad (6)$$

dove w rappresenta la retribuzione fissa, a è la sensibilità della retribuzione all'abilità, b_m è la misura in cui il gestore è pagato per i movimenti del mercato e b_L è la sensibilità della paga rispetto alla fortuna.

In un'impostazione standard del principale agente, il termine a rappresenterebbe la marginale ricompensa che il manager riceve per lo sforzo. Se l'impresa non tenta in alcun modo di distinguere le forze esogene (mercato e fortuna) da quelle specifiche dell'impresa, osserveremo $b_m = a\beta$ e $b_L = a\delta$. Cioè, il manager è pagato tanto per i movimenti di mercato e la fortuna, quanto per le prestazioni specifiche dell'azienda. Bertrand e Mullainathan (2001) sostengono che questa sia la prova che alcuni dirigenti hanno acquisito il processo retributivo, consentendo loro di arricchirsi a spese degli azionisti. Se un dirigente ha infatti acquisito il processo di retribuzione, sicuramente sfrutterà questo fatto per aumentare i suoi utili attesi e supponendo che il manager abbia utili esponenziali negativi con un coefficiente di avversione al rischio dato da k , ciò permette di scrivere l'equivalente del suo utile in termini di media e varianza del suo compenso, dato da:

$$U = w + a + b_m \beta E(r_m) - \frac{k}{2} [a^2 \sigma_\varepsilon^2 + b_m^2 \beta^2 \sigma_m^2 + b_L^2 \delta^2 \sigma_L^2] \quad (7)$$

Bertrand e Mullainathan (2001) mostrano che, in media, i manager sono pagati a seconda della fortuna. Cioè, b_m e b_L sono entrambi positivi.

Tuttavia, se ciò aumenti o meno l'utile atteso dell'amministratore delegato dipende dai segni dei seguenti termini:

$$\frac{\delta U}{\delta b_m} = \beta E(r_m) - k b_m \beta^2 \sigma_m^2 = 0 \quad (8)$$

$$\frac{\delta U}{\delta b_L} = -k b_L \delta^2 \sigma^2_L = 0 \quad (9)$$

Il primo termine $\frac{\delta U}{\delta b_m}$ potrebbe essere o positivo o negativo. Poiché il premio per il rischio di mercato atteso è positivo, il dirigente desidera un po' di esposizione agli shock di mercato. Guadagna da tale esposizione fino a quando non è eccessivo, data la sua avversione al rischio.

Il termine $\frac{\delta U}{\delta b_L}$ è in modo inequivocabilmente negativo. L'esecutivo preferisce rigorosamente essere isolato dalla fortuna perché è rischioso e il mercato non prevede alcuna compensazione per l'assunzione di tali rischi. Se un dirigente si impossessasse della procedura retributiva, ci si aspetterebbe alla fine una $b_L = 0$.

Garvey e Milburn analizzano anche il caso in cui i manager hanno accesso al mercato dei capitali. I risultati precedenti sono simili a quelli della letteratura standard dell'agente principale il cui compenso è destinato a massimizzare la ricchezza degli azionisti, soggetta a legami di partecipazione e di incentivo piuttosto che per arricchire i dirigenti. L'interpretazione è che è inefficiente far sostenere i rischi al gestore dal momento che gli azionisti possono sostenerli a costi inferiori se non ci sono effetti incentivanti. In questo caso, l'interpretazione è la seguente: anche se il manager può scegliere il proprio stipendio, non sceglierà di esporsi al rischio quando il compenso è insufficiente. I risultati di Garvey e Milbourn implicano che i risultati di Bertrand e Mullainathan non sono necessariamente coerenti con la loro conclusione che almeno alcuni manager hanno acquisito il processo retributivo. Tuttavia, mancano informazioni sull'avversione al rischio del gestore k . Non si può rifiutare l'ipotesi che i manager stiano ricevendo la loro esposizione preferita agli shock di mercato utilizzando i loro accordi salariali.

Jin (2002) e Garvey e Milbourn (2003) sottolineano che l'analisi precedente non tiene conto del fatto che i dirigenti possano scegliere garanzie come i fondi comuni di investimento per i propri fondi privati. Supposto, al contrario, che il manager possa anche scegliere di investire c_m dollari della sua ricchezza priva di rischio w nel mercato e c_L dollari in garanzia che tiene traccia del fattore fortuna (ad esempio un indice di settore o futures petroliferi).

$$U = w + a + (b_m\beta + c_m)E(r_m) - \frac{k}{2}[a^2\sigma_\varepsilon^2 + (b_m\beta + c_m)^2\sigma_m^2 + (b_L\delta + c_L)^2\sigma_L^2] \quad (10)$$

Le sue scelte di investimento privato soddisferanno le seguenti condizioni al prim'ordine:

$$\frac{\delta U}{\delta c_m} = E(r_m) - k(b_m\beta + c_m)\sigma_m^2 = 0 \quad e$$

$$\frac{\delta U}{\delta c_L} = -k(b_L\delta + c_L)\sigma_L^2 = 0 \quad (11)$$

Alla luce delle sue ottimali proprietà private, l'effetto della *pay for luck* sul suo utile previsto è dato da:

$$\frac{\delta U}{\delta b_m} = \beta E(r_m) - \beta k(b_m\beta + c_m)\sigma_m^2 = 0 \quad (12)$$

e

$$\frac{\delta U}{\delta b_L} = -k\delta(b_L\delta + c_L)\sigma_L^2 = 0 \quad (13)$$

Finché il dirigente può effettuare le sue scelte di investimento privato ottimale c_m e c_L , è indifferente alla sensibilità della sua paga agli shock del mercato o alla fortuna. Può sempre creare la sua esposizione desiderata al mercato o alla fortuna, indipendentemente da come è determinata la sua retribuzione. Questo risultato si replica anche se l'esecutivo ritiene di avere informazioni private sul mercato o sulla fortuna.

Garvey e Milbourn (2003) riconoscono che almeno alcuni dirigenti non saranno in grado di scegliere liberamente le posizioni di investimento desiderate. Restrizioni legali, costi di transazione, o la limitata ricchezza personale, ad esempio, potrebbero impedire loro di assumere grandi posizioni *short* nel mercato o relativamente al loro settore. Mercati e industrie sono soggetti a periodi di rialzo e ribasso e un dirigente non trae alcun beneficio evidente dall'essere esposto a tali rischi attraverso la sua paga. A volte prospererà grazie alla buona fortuna, ma altre volte soffrirà di cattiva fortuna.

6. Strumenti preventivi al fenomeno del *Camouflage*

6.1 *Governance* come strumento di tutela dalla *pay for luck*

Nonostante il fatto che i risultati ottenuti si oppongano ad alcune delle varie estensioni del semplice modello di agenzia, questi ci suggeriscono che non si escludono di per sé i modelli di agenzia.

Dal momento che la visione *skimming* sottolinea la capacità del CEO di ottenere il controllo del processo retributivo, la *governance* societaria dovrebbe svolgere un ruolo importante nello *skimming*, specialmente nelle aziende mal gestite, dove ci si aspetta che gli amministratori delegati ottengano più facilmente il controllo dello stipendio. Questo suggerisce che ci si dovrebbe aspettare più denaro relativo alla fortuna in un'azienda mal gestita.

Per esaminare in che modo la *pay for luck* differisca tra le aziende ben gestite e quelle mal gestite, si stimano due equazioni.

In primo luogo, ci si chiede come la *pay for performance* differisca in un'impresa ben governata rispetto ad una mal governata. Bertrand e Mullainathan stimano un'equazione OLS simile all'equazione (2) tranne per il fatto che assumono che la paga per il coefficiente delle prestazioni dipenda dalla *governance*:

$$y_{it} = \beta * perf_{it} + \theta * (Gov_{it} * perf_{it}) + \gamma_i + \chi_t + \alpha_x * x_{it} + \alpha_G * Gov_{it} + \epsilon_{it} \quad (14)$$

dove il Gov_{it} è una misura di *governance* dell'impresa i , nel tempo t e θ l'effetto della *governance* sulla retribuzione per i risultati generali.

Per capire questa equazione, occorre differenziare entrambi i lati rispetto alle prestazioni:

$$\frac{\partial y_{it}}{\partial perf_{it}} = \beta + \theta * Gov_{it} \quad (15)$$

Questa specificazione consente che la remunerazione per la sensibilità alle prestazioni sia una funzione del parametro variabile di *governance*. Un valore positivo per θ implica che le aziende meglio governate mostrano una remunerazione per le prestazioni maggiore.

Si calcola poi una stima dell'effetto della *governance* sulle retribuzioni per i risultati generali $\hat{\theta}$ e una stima dell'effetto della *governance* sulla retribuzione della fortuna, $\hat{\theta}_{Luck}$. Il test consiste quindi nel confrontare $\hat{\theta}$ e $\hat{\theta}_{Luck}$. Bertrand e Mullainathan notano una *pay for luck* maggiore in aziende mal governate nel caso in cui questo tipo di aziende evidenzia *pay for luck* maggiore in relazione alla *pay for performance*. Se le aziende mal governate hanno attribuito una maggiore *pay for performance* e la *pay for luck* è aumentata di conseguenza, non ci si riferisce a questo come ad una *pay for luck* maggiore. Sarà la *pay for luck* che cambia con la *governance*, mentre la *pay for performance* cambierà difficilmente.

6.1.1 La presenza dei grandi azionisti

Bertrand e Mullainathan hanno valutato se la condizione “presenza di grandi azionisti” influisca sulla *pay for luck*.

Shleifer e Vishny (1986), tra cui altri, sostengono che i grandi azionisti migliorano la *governance* in un'azienda. Un unico investitore che detiene un ampio pacchetto azionario, in questa azienda, avrà maggiori incentivi a vegliare sull'azienda piuttosto che un disperso gruppo di piccoli azionisti, come precedentemente discusso.

I dati di Yermack, utilizzati per l'analisi nella tabella 9, contengono un elemento variabile, che conta il numero di individui che possiedono blocchi di almeno il 5% delle azioni ordinarie della azienda. Quando accade che l'amministratore delegato possiede un blocco di questo tipo, questo blocco viene escluso dal conteggio. Inoltre, è dato sapere se questi grandi azionisti siano nel consiglio di amministrazione oppure no.

A priori, ci si potrebbe aspettare che i grandi azionisti nel consiglio di amministrazione abbiano l'impatto maggiore. Possono esercitare il loro controllo non solo attraverso pressioni implicite o votazioni, ma anche con una voce diretta nel consiglio. Poiché l'informazione è disponibile, si prende in considerazione sia l'effetto di tutti i grandi azionisti, sia - dell'effetto - solo di quelli che sono nel consiglio di amministrazione.

Tabella 9

La colonna (1) mostra che un aumento del rendimento contabile di una percentuale porta ad un aumento delle retribuzioni di circa il 2. Quando l'azienda ha un grande azionista un punto percentuale di aumento del rendimento contabile porta ad un aumento percentuale di 2,09 di stipendio (rispetto a un 2,18 in assenza di un grande azionista). La colonna (2) stima come i grandi azionisti influenzano la retribuzione per la fortuna. Un aumento di un punto percentuale dei rendimenti contabili dovuti alla fortuna porta a un aumento di circa il 4,6% della retribuzione quando non vi è nessun grande azionista, ma solo un aumento salariale del 4,2% quando vi è un grande azionista in più. Le colonne (3) e (4) stimano le stesse regressioni utilizzando misure di mercato delle prestazioni. In questo caso, il compenso per le prestazioni generali non dipende affatto dall'esistenza di un grande azionista (un coefficiente di 0.001 con un errore standard di 0.007). Successivamente si valuta la presenza di grandi azionisti all'interno del consiglio di amministrazione (colonne 5, 6, 7, 8).

Fonte: Bertrand M., Mullainathan S., (2001), "Are executives rewarded for luck? The ones without principals are". The Quarterly Journal of Economics, 901-932

<i>Governance measure:</i>	Large shareholders				Large shareholders on board			
	General (1)	Luck (2)	General (3)	Luck (4)	General (5)	Luck (6)	General (7)	Luck (8)
<i>Income Assets</i>	2.18 (.238)	4.59 (.912)	—	—	2.14 (.217)	4.49 (.882)	—	—
<i>Governance*</i> <i>Income/assets</i>	-.094 (.094)	-.416 (.204)	—	—	-.181 (.176)	-1.48 (.396)	—	—
<i>ln (shareholder wealth)</i>	—	—	.249 (.018)	.383 (.219)	—	—	.258 (.017)	.318 (.199)
<i>Governance*</i> <i>Log (shareholder wealth)</i>	—	—	.001 (.007)	-.066 (.036)	—	—	-.019 (.016)	-.076 (.053)
<i>Governance</i>	-.009 (.011)	.018 (.018)	-.017 (.049)	.411 (.240)	-.006 (.021)	.084 (.033)	.100 (.108)	.480 (.356)
<i>Sample size</i>	4610	4610	4570	4570	4621	4621	4581	4581
<i>Adjusted R²</i>	.695		.706		.694		.706	

In primo luogo, si stima come la sensibilità della retribuzione alla *performance* dipenda dalla *governance* per le misure contabili della *performance*. Nel caso in cui non siano presenti grandi azionisti si mostra una sensibilità della compensazione leggermente maggiore rispetto al caso in cui vi sia la presenza di un grande azionista. Ciò non è statisticamente significativo, di conseguenza. In secondo luogo, si stima come i grandi azionisti influenzino

la retribuzione per la fortuna e in questo caso, la *pay for luck* diminuisce sensibilmente in presenza di un grande azionista. In terzo luogo, utilizzando le misure di mercato delle prestazioni, il compenso non dipende dall'esistenza di un grande azionista. In sintesi, i risultati evidenziano come i grandi azionisti (in particolare quelli che fanno parte del consiglio di amministrazione) influenzano la dimensione della *pay for luck*. Le aziende con più grandi azionisti dispensano meno denaro per la fortuna.

I risultati confrontano aziende con grandi azionisti con aziende senza. Questo ignora gli effetti degli incarichi dei CEO, un altro importante fattore determinante della *governance*. Una comune credenza è che gli amministratori delegati che sono stati più a lungo con l'azienda hanno avuto occasione per radicarsi, magari nominando amici nel consiglio di amministrazione. In questo caso, ci si aspetterebbe che gli amministratori delegati di alto mandato mostrino maggiore retribuzione per la fortuna. Inoltre, ci si aspetterebbe che questo effetto sia più forte in quelle aziende dove la *governance* è debole e non è presente un grande azionista per limitare l'aumento del radicamento. Pertanto, in assenza di grandi azionisti, ci si aspetta una *governance* abbastanza forte all'inizio del mandato di un amministratore delegato, ma anche che questa *governance* debba indebolirsi nel tempo. In presenza di grandi azionisti, non solo ci aspettiamo che questa *governance* sia più forte, ma anche, che duri nel tempo, per tutta la durata del mandato dell'amministratore delegato. È più difficile per un amministratore delegato iniziare ad accantonare il consiglio di amministrazione quando c'è un grande azionista nei paraggi.

In sintesi, Bertrand e Mullainathan si aspettano un aumento della *pay for luck*, durante il mandato in assenza di un grande azionista, ma un aumento inferiore (o addirittura nessun aumento) in presenza di un grande azionista. Utilizzando il mandato come misura di

governance, si verifica che la permanenza in carica non influisca sulla *pay for performance*.

Mentre, la *pay for luck* aumenta con la carica in assenza di un grande azionista, ma cambia poco o non cambia con la carica in presenza di un grande azionista.

Mentre i grandi azionisti corrispondono di più ad una misura di *governance*, potrebbero essere utilizzate anche altre misure della stessa. I dati di Bertrand e Mullainathan contengono due variabili che si sono rivelate importanti misure di *governance* in passato: le dimensioni del consiglio di amministrazione e la frazione dei membri del consiglio di amministrazione che sono all'interno dell'azienda.

Piccoli consigli di amministrazione sono ritenuti più efficaci nel governare le aziende. Analizzando l'effetto delle dimensioni del consiglio di amministrazione sulla *pay for luck*, si dimostra con la regressione che, per le misure contabili, anche un enorme aumento delle dimensioni del consiglio di amministrazione influisce molto meno sul calo della *pay for luck*.

Aggregando, inoltre, il numero di grandi azionisti, il numero di grandi azionisti nel consiglio di amministrazione, dimensioni del consiglio di amministrazione e presenza di un *insider* nel consiglio di amministrazione, per le misure contabili si trova che la retribuzione per la fortuna diminuisce con l'aumentare della *governance*, mentre la retribuzione per le prestazioni non cambia, mentre per le misure di mercato gli aumenti dell'indice di *governance* riducono notevolmente la *pay for luck* ma difficilmente influenzano la *pay for performance*

Investigando la robustezza dei risultati ottenuti, la preoccupazione principale che, secondo Bertrand e Mullainathan, si potrebbe avere è che non si sia controllato adeguatamente per la dimensione della azienda.

Sarebbe preoccupante che le grandi aziende avessero una *pay for performance* abbastanza differente rispetto alle piccole aziende (Baker e Hall 1999). Se questo si traduce anche in una diversa remunerazione per la fortuna, le stime di cui sopra potrebbero confondere questo effetto della dimensione, per un "effetto" di *governance*.

Le conclusioni di questo studio sono le seguenti: gli amministratori delegati sono ricompensati per la fortuna; la *pay for luck* è altrettanto grande come la *pay for performance*; la *pay for luck* appare anche sulle componenti più discrezionali dell'indennità, dello stipendio e della retribuzione e bonus. Bertrand e Mullainathan hanno appurato che la *pay for luck* è più forte tra le aziende mal gestite. L'aggiungere un grande azionista nel consiglio di amministrazione, per esempio, ha diminuito la *pay for luck* del 23-33%. Questo risultato indebolisce due importanti spiegazioni: "La *pay for luck* è ottimale" e "Filtrare la fortuna è impossibile". Più in generale, questi risultati incoraggiano una revisione dei punti di vista sulla paga del dirigente.

Le aziende mal gestite realizzano le previsioni del punto di vista dello *skimming*.

Le aziende ben gestite realizzano meglio le previsioni basate sulla *contracting view*. Esse devono rimuovere parte della fortuna nell'impostazione della paga.

In Bertrand e Mullainathan (2000) si è dimostrato che aziende con una buona gestione hanno dato incarichi ai CEO maggiormente per le opzioni che sono state concesse loro. Le opzioni contengono una componente regalo dal momento che, anche se l'amministratore delegato non fa nulla, hanno un valore che deriva dalla volatilità intrinseca del titolo (il loro valore Black-Scholes).

Le aziende con grandi azionisti, consigli di amministrazione più piccoli e così via, sono più in grado di dare incarichi ai loro amministratori delegati e meglio in grado di rimuovere questa componente regalo riducendo le altre componenti della retribuzione.

6.2 Modello delle prestazioni relative

6.2.1 Contratti e prestazioni relative

La scelta in gran parte inosservata di azioni da parte dei dirigenti di un'impresa può avere un impatto importante sulla ricchezza dei suoi azionisti.

La letteratura sulla teoria del principale-agente, affrontata nel capitolo 2, suggerisce che il mezzo principale per gli azionisti per garantire che un manager intraprenda azioni ottimali è quello di legare la sua retribuzione alle prestazioni della sua azienda. Tuttavia, il modello tipico di principale-agente non riesce a riconoscere che l'interazione tra azionisti e manager si verifica in un ambiente di interazioni strategiche tra aziende in mercati imperfettamente competitivi. La valutazione della *performance* relativa potrebbe essere una soluzione. Questo metodo filtra una scossa comune di settore disponendo un peso positivo sulle prestazioni della propria azienda e un peso negativo sulle prestazioni del settore. Questa sensibilità negativa alle prestazioni del settore implica che un dirigente riceverà un compenso più elevato se i dirigenti di altre aziende del settore forniscono rendimenti inferiori ai loro azionisti. Anche se il contratto di valutazione della performance relativa riduce l'esposizione al rischio del dirigente, fornisce incentivi per intraprendere azioni che riducono i rendimenti del settore.

Grazie a questo modello si ottengono i contratti di retribuzione ottimale per i manager, consentendo loro di operare in modo strategico sul mercato del prodotto.

Aggarwal e Samwick modellano la concorrenza sul mercato dei prodotti in due modi: come complementi strategici e sostituti strategici.

Quando gli *output* sono complementi strategici, come nel modello differenziato Bertrand di concorrenza sui prezzi, il livello di compensazione nell'ambito del contratto ottimale aumenta con prestazioni sia della propria azienda che di quella rivale, ammorbidendo la concorrenza e aumentando i rendimenti per gli azionisti. Inoltre, il modello genera la forte previsione che il contratto di compensazione ottimale è sensibile al grado di concorrenza nel mercato del prodotto dell'impresa.

6.2.2 La competizione secondo il modello di Bertrand

Considerando il seguente modello di contratto di Bertrand, ci sono due aziende, 1 e 2, in un settore che si legano nella competizione differenziata Bertrand. Il modello si articola in due fasi.

Nella fase 1, i proprietari delle aziende scrivono contratti con i manager, mentre nella fase 2 i manager si impegnano in una competizione Bertrand differenziata. Supponendo che la scelta dell'azione di un manager nella fase 2 sia non contrattualizzabile e i profitti, o le statistiche sui profitti, come i rendimenti agli azionisti, siano contrattualizzabili, le imprese devono far fronte a funzioni simmetriche di domanda date da:

$$D_i(p_i, p_j) = A - bp_i + ap_j, \quad (16)$$

dove $i, j \in \{1,2\}$, $i \neq j$ e identificano rispettivamente l'azienda propria e la rivale

Assunto che $b > a$, cioè, la scelta dell'azione del manager ha un impatto maggiore sulla domanda del proprio prodotto rispetto all'azione del suo rivale, le domande lineari e i prezzi delle due aziende, in quanto questa specifica produce una semplice statistica comparativa tra i vari mercati di prodotti, i profitti sono dati da:

$$\pi_i = (p_i - c) (a - bp_i + ap_j) + \varepsilon. \quad (17)$$

ε è uno *shock* comune ai profitti con valore medio pari a zero e con varianza σ^2 .

Pertanto, i prezzi (o, più in generale, la scelta dell'azione strategica non contrattualizzabile del manager) non possono essere perfettamente desunti dai profitti. Il costo marginale è assunto come costante ed è dato da c .

Nella fase 1, se i contratti sono scritti in base ai soli profitti aziendali, si ottiene il risultato Bertrand differenziato standard. Qualsiasi contratto che aumenti i profitti propri indurrà il manager a scegliere il prezzo di massimizzazione dei profitti. I prezzi di equilibrio e gli utili attesi sono

$$p_i^* = \frac{A+bc}{2b-a} \quad (18)$$

e

$$E[\pi_i^*] = b \frac{(A-bc+ac)^2}{(2b-a)^2} \quad (19)$$

Aggarwal e Samwick si sono chiesti se, non utilizzando un contratto standard, sarebbe cambiato qualcosa e se proprietari delle aziende avrebbero aumentato i loro profitti offrendo ai loro manager contratti condizionati dai profitti propri e delle aziende rivali.

Questi autori suppongono che al manager dell'azienda venga offerto il seguente contratto lineare w_i :

$$w_i = k_i + \alpha_i \pi_i + \beta_i \pi_j \quad (20)$$

In questo modello, il titolare dell'azienda i sceglie il contratto, il contratto si rivela ad entrambi i manager, e poi i manager scelgono i prezzi.

Gli autori non pongono alcuna restrizione su α_i e β_i ; essi potrebbero essere maggiori di 1 o minori di zero.

Si assume che il manager dell'azienda i abbia uno stipendio di riserva w'_i e che il mercato del lavoro manageriale sia competitivo. Pertanto, le k_i , che sono costanti non correlate alle prestazioni, vengono scelte in modo che i manager siano sempre legati al loro salario di contratto.

Il programma del primo periodo per il titolare dell'impresa i è:

$$\begin{aligned} & \max_{\alpha_i, \beta_i, k_i} E[\pi_i] - w_i \\ \text{s.t. } & w_i \geq w'_i \text{ and} \\ & p_i^{**} \in \arg \max_{p_i} w_i. \end{aligned} \quad (21)$$

Il primo vincolo è il vincolo di razionalità individuale del manager, che si legherà sempre attraverso la scelta del k_i . Il secondo vincolo assicura che la scelta dell'azione di secondo periodo del manager sia ottimale dato il contratto del primo periodo.

Aggarwal e Samwick analizzano la scelta del secondo periodo di azione del manager di ciascuna azienda nel gioco differenziato di Bertrand. Il manager dell'impresa i risolve:

$$\max_{p_i} \alpha_i ((p_i - c)(A - bp_i + ap_j) + \varepsilon) + \beta_i ((p_j - c)(A - bp_j + ap_i) + \varepsilon). \quad (22)$$

Il livello ottimale dei prezzi in funzione dei contratti per l'impresa i è il seguente

$$p_i^{**} = \frac{-\alpha_j A(\alpha_i a + 2b\alpha_i + \beta_i a) - \alpha_j bc(2b\alpha_i + \alpha_i a - \beta_i a) + a^2 c \beta_j (\alpha_i + \beta_i)}{-4\alpha_i b^2 \alpha_j + \alpha_i a^2 \alpha_j + \alpha_i a^2 \beta_j + \beta_i a^2 \alpha_j + \beta_i a^2 \beta_j}. \quad (23)$$

Sostituendo le scelte del prezzo tornando ai problemi del primo periodo dei proprietari e mantenendo i manager ai loro salari di contratto si produce per l'azienda i , si ottiene:

$$\max_{\alpha_i, \beta_i} E[(p_i^{**} - c)(A - bp_i^{**} + ap_j^{**}) + \varepsilon] - w_1^i. \quad (24)$$

Ora è possibile risolvere per i prezzi di equilibrio simmetrico, p_i^{**} :

$$p_i^{**} = \frac{A(2b-a) + c(b-a)(2b+a)}{4b(b-a)} \quad (25)$$

e i profitti attesi:

$$E[\pi_i^{**}] = \frac{1}{16} \frac{(A-bc+ac)^2(4b^2-a^2)}{b^2(b-a)} \quad (26)$$

Un confronto diretto mostra che i prezzi e i profitti attesi nel caso in cui entrambi i manager possano essere compensati con profitti propri o di imprese concorrenti sono superiori a quando entrambi i manager sono compensati strettamente sui propri profitti aziendali, a condizione che il prezzo non contrattuale differenziato di Bertrand sia superiore al costo marginale. Consentire ad un manager di essere compensato sui profitti delle aziende rivali riduce la concorrenza e genera profitti per entrambe le imprese.

Il peso relativo messo sui profitti della propria azienda nel contratto ottimale è una funzione crescente di b , l'effetto del proprio prezzo, e una funzione decrescente con a , l'effetto del prezzo dell'azienda concorrente. Il rapporto b/a misura il grado di sostituibilità tra i prodotti delle due imprese.

Un valore più elevato di b/a indica una minore sostituibilità, ossia un settore che è più vicino a monopoli separati. Un valore inferiore di b/a indica una maggiore sostituibilità, ossia un settore più competitivo nel senso che il prezzo è più vicino al costo marginale. In altre parole, man mano che i prodotti diventano più sostituibili, viene dato maggior peso ai profitti delle imprese rivali rispetto ai profitti delle proprie imprese.

Per rendere più chiara l'intuizione per questo risultato, Aggarwal e Samwick considerano due settori.

Nel primo, i prodotti di aziende rivali sono strettamente sostituibili. Per una data riduzione del prezzo del suo prodotto, un'azienda in questo settore può appropriarsi di una quota di mercato più ampia dal suo rivale. Nel modello di Aggarwal e Samwick, gli azionisti forniscono questi incentivi dando un peso relativamente maggiore alle prestazioni dell'azienda rivale.

Nel secondo settore, i prodotti sono più differenziati, cosicché ogni azienda ha un monopolio locale. I manager di questo settore sono meno inclini a ridurre i prezzi per rubare quote di mercato perché una data riduzione di prezzo si traduce in minori profitti da parte dei clienti. Di conseguenza, l'incidenza relativa sui risultati delle imprese concorrenti è inferiore.

Le previsioni, che Aggarwal e Samwick generano, derivano da un modello in cui si è specificata la natura dell'interazione del mercato dei prodotti delle aziende senza specificare la natura del rapporto principale-agente all'interno delle aziende. In questa impostazione, è chiaro che i contratti di retribuzione ottimali dipendono dalle caratteristiche del mercato del prodotto. Per produrre un modello completamente integrato di principale agente di

concorrenza sul mercato del prodotto è necessario che i contratti ottimali dipendano anche da questi fattori.

Nel modello di Aggarwal e Samwick, il contratto di retribuzione del manager è pubblicamente osservabile, per fungere da strumento di impegno.

Compensare un manager positivamente in base alle prestazioni del suo settore può sembrare violare le leggi antitrust. Tuttavia, Gilo (1996) documenta numerosi casi di imprese che detengono posizioni azionarie passive in imprese concorrenti e dimostra che tali investimenti passivi sono consentiti. Egli sostiene che tali investimenti possono avere effetti anticoncorrenziali e vi è un meccanismo mediante il quale potrebbe essere attuata la collusione. Tuttavia, avere un andamento positivo dei salari in base alle aziende rivali non viola le leggi antitrust, tuttavia le aziende che operano in settori più competitivi utilizzano meno la valutazione relativamente alle prestazioni rispetto a ciò che fanno le imprese in settori meno competitivi.

6.2.3 La competizione secondo il modello di Cournot

Aggarwal e Samwick considerano lo stesso modello del sotto-paragrafo precedentemente descritto, ma caratterizzano il mercato con una competizione Cournot differenziata invece di quella di Bertrand. I prezzi in funzione delle quantità sono

$$P_i(q_i, q_j) = A - bq_i - aq_j, \quad (27)$$

e i profitti sono dati da

$$\pi_i = q_i (A - bq_i - aq_j - c) + \varepsilon. \quad (28)$$

Le quantità di equilibrio e i profitti attesi sono:

$$q_i^* = \frac{A-c}{a+2b} \quad (29)$$

e

$$E[\pi_i^*] = b * \frac{(A-c)^2}{(a+2b)^2} \quad (30)$$

Al fine di confrontare il caso Cournot con il caso Bertrand, Aggarwal e Samwick suppongono di nuovo contratti di compensazione lineare.

$$w_i = k_i + \alpha_i \pi_i + \beta_i \pi_j \quad (31)$$

Il primo periodo di programmazione per il titolare dell'impresa i è il seguente:

$$\begin{aligned} & \max_{\alpha_i, \beta_i, k_i} E[\pi_i] - w_i \\ \text{s.t. } & w_i \geq w_i' \text{ and} \\ & q_i^{**} \in \arg \max_{q_i} w_i. \end{aligned} \quad (32)$$

La scelta del secondo periodo di azione del manager dell'impresa è data da:

$$\max_{q_i} \alpha_i (q_i(A - bq_i - aq_j - c) + \varepsilon) + \beta_i (q_j(A - aq_i - bq_j - c) + \varepsilon). \quad (33)$$

La scelta quantitativa ottimale per l'impresa i in funzione dei contratti è la seguente:

$$q_i^{**} = \alpha_j(A - c) \frac{\alpha_i a - 2\alpha_i b + \beta_i a}{-4\alpha_j b^2 \alpha_i + \alpha_i a^2 \beta_j + \alpha_i a^2 \alpha_j + \beta_i a^2 \beta_j + \beta_i a^2 \alpha_j}. \quad (34)$$

Sostituendo le scelte ottimali in termini di quantità nel problema del primo periodo del proprietario e tenendo il manager al suo stipendio di riserva si ottiene:

$$\max_{\alpha_i, \beta_i} E[q_i^{**}(A - bq_i^{**} - aq_j^{**} - c) + \varepsilon] - w_i'. \quad (35)$$

Dati i contratti di cui sopra, le quantità di equilibrio simmetrico, q_i^{**} , sono:

$$q_i^{**} = \frac{(A-c)(2b+a)}{4b(a+b)} \quad (36)$$

E i profitti attesi sono:

$$E[\pi_i^{**}] = \frac{1}{16} \frac{(A-c)^2(4b^2-a^2)}{b^2(a+b)} \quad (37)$$

Un confronto diretto mostra che le quantità attese sono più elevate e i profitti attesi sono più bassi nel caso in cui entrambi i manager possano essere compensati sui profitti aziendali propri e rivali rispetto al caso in cui entrambi i manager sono compensati rigorosamente sui profitti della propria azienda.

L'impresa 1 produce una quantità maggiore e l'impresa 2 produce una quantità inferiore, e gli utili dell'impresa sono superiori a quelli della concorrenza standard di Cournot. Pertanto, se un'impresa non utilizza contratti basati su prestazioni proprie e di imprese rivali, l'altra impresa fa meglio ad utilizzare un contratto basato su prestazioni proprie e di imprese rivali. Quando entrambe le aziende utilizzano contratti basati sui profitti aziendali propri e dei concorrenti, le quantità di nuovo equilibrio sono (q_1^{**}, q_2^{**}) , che sono superiori alle quantità di equilibrio nella concorrenza differenziata standard di Cournot, e i profitti sono più bassi per entrambe le aziende.

6.2.4 Dati riguardanti le forme di tipo retributivo e risultati empirici

Poiché non esiste un indice trasversale del grado di sostituibilità del prodotto, Aggarwal e Samwick utilizzano l'indice Herfindahl del settore industriale come indicatore della sostituibilità del prodotto.

La loro fonte di dati per l'Indice Herfindahl è il Censimento of Manufactures del 1992, condotto dal Bureau of the Census nell'ambito dei Censimenti economici quinquennali.

L'indice Herfindahl cattura l'impatto del numero di imprese e delle relative quote di mercato sul grado di sostituibilità del prodotto in un settore industriale.

Il modello teorico specifica la retribuzione dei dirigenti come una combinazione lineare di profitti aziendali propri e rivali:

$$w_i = k_i + \alpha_i \pi_i + \beta_i \pi_j \quad (38)$$

Man mano che i prodotti diventano più sostituibili (i mercati diventano più competitivi), la retribuzione di un dirigente dipenderà meno dalle prestazioni della propria azienda e più dalle prestazioni delle aziende concorrenti. Aggarwal e Samwick prevedono che la sensibilità della *pay for performance* della propria azienda sia positiva, ma solo il modello Bertrand predice che la sensibilità rispetto all'azienda rivale in materia di pagamenti relativi alle prestazioni sia positiva. Altri autori come Gibbons e Murphy (1990) e Antle e Smith (1986) trovano che la sensibilità della propria *pay for performance* rispetto all'azienda rivale è negativa, il che è coerente con un modello di valutazione delle prestazioni relative ma non con il modello Bertrand.

Studi precedenti hanno identificato diversi fattori che sono noti per influenzare la retribuzione dei dirigenti. Aggarwal e Samwick controllano per questi fattori, attuando la regressione, aggiungendo alcuni regressori: vendite in milioni di dollari; spese di ricerca e sviluppo (R&D) come percentuale delle vendite (vedi Clinch, 1991); proprietà nette, impianti e attrezzature come percentuale del valore contabile delle proprietà; il rapporto *market to book* dei beni; la deviazione standard dei rendimenti azionari aziendali; una *dummy* per sapere se l'esecutivo è nel consiglio di amministrazione; e il numero di volte che il consiglio si riunisce annualmente. Aggarwal e Samwick ritengono che la remunerazione sia correlata negativamente alla deviazione standard dei rendimenti aziendali, negativamente alla presenza o meno del dirigente nel consiglio di amministrazione e positivamente alla frequenza delle riunioni del consiglio. Le sensibilità proprie e della concorrenza in materia di remunerazione sono positive e significative. Il modello presuppone che la struttura e la concentrazione del settore siano esogene alla scelta dei contratti di retribuzione e alla concorrenza strategica.

In primo luogo, la misura di compensazione è la compensazione di flusso annuale. Si tratta di una variabile che viene regolata su base annuale. Al contrario, le decisioni di ingresso e di uscita delle imprese (ad es. i cambiamenti nella concentrazione dei settori) sono decisioni pluriennali e a lungo termine che non vengono regolati di frequente. In secondo luogo, la misura della concentrazione industriale è un'approssimazione della differenziazione dei prodotti. In questo contesto, la concentrazione dell'industria è determinata prima della compensazione.

In settori più concentrati, la correlazione tra i rendimenti delle imprese e il settore è più bassa. Se i profitti delle aziende e dell'industria danno maggiori informazioni sulla scelta

dell'azione non osservata o non contrattualizzabile del manager, allora i dirigenti nelle industrie più concentrate attribuiranno meno peso relativo alle prestazioni del settore. L'effetto della concentrazione del settore sarà dovuto alla correlazione tra rendimenti aziendali e industriali e non alla concorrenza strategica. Al fine di esaminare questa possibilità, Aggarwal e Samwick hanno esaminato la possibilità di correlazione tra i rendimenti azionari delle aziende e quelli dell'industria e si aspettavano di trovare, se fosse stata presente questa correlazione, un'associazione negativa tra la concentrazione dell'industria e tale correlazione. Invece questa associazione risulta essere positiva ma insignificante.

Finora, era stata definita la retribuzione totale come il flusso annuale di risorse che gli azionisti avrebbero potuto tenere per loro stessi se non l'avessero utilizzata per compensare il dirigente. Se un dirigente possiede azioni della sua azienda o della società rivale, i suoi incentivi derivano non solo dal flusso di retribuzione, ma anche da qualsiasi variazione del valore delle azioni che possiede. Dal momento che non dispongono di dati sulle partecipazioni dell'esecutivo nelle società concorrenti, Aggarwal e Samwick non possono testare direttamente le previsioni.

6.2.5 Il contratto ottimale

Aggarwal e Samwick concludono derivando il contratto ottimale di concorrenza strategica in cui i dirigenti possono essere compensati sia per i loro profitti che per i profitti del loro rivale (o dell'industria), in un modello di principale-agente. In seguito, dimostrano che quando la concorrenza è il modello differenziato Bertrand, il contratto ottimale compensa il manager in modo positivo, sia per quanto riguarda le prestazioni della propria azienda che di quella dei concorrenti. Questo contratto ha l'effetto di ammorbidire la concorrenza.

Dimostrano, inoltre, che il rapporto di compensazione basato sulla propria performance e quella rivale diminuisce nel grado di concorrenza nel settore. La necessità di ammorbidire la concorrenza è più alta nei settori più competitivi.

Quando la concorrenza è la differenziata Cournot, il contratto ottimale compensa il manager positivamente sulla *performance* della propria azienda e negativamente sulle prestazioni dell'azienda rivale. Questo contratto intensifica la concorrenza e riduce i profitti per entrambe le imprese.

Tali risultati teorici sono simili a quelli che si trovano nella letteratura sulla scelta della struttura di capitale e sulla concorrenza sul mercato dei prodotti (Bolton e Scharfstein (1990), Rotemberg e Scharfstein (1990), Maksimovic (1988), e Brander e Lewis (1986)). In questi documenti, il debito serve ad indurre il manager ad un comportamento più o meno aggressivo sul mercato dei prodotti.

In generale, quando la concorrenza riguarda sostituti strategici, l'indebitamento induce un comportamento più aggressivo nel mercato dei prodotti e minori profitti in equilibrio. Quando la concorrenza riguarda complementi strategici, l'indebitamento induce a un comportamento sul prodotto di mercato meno aggressivo e maggiori profitti in equilibrio.

I risultati empirici di Aggarwal e Samwick sono coerenti con le previsioni del modello differenziato Bertrand. Il rapporto tra la sensibilità alla *pay-performance* della propria azienda a quella delle imprese rivali diminuisce man mano che il settore diventa più competitivo.

In alcune specifiche con compensazione a breve termine come variabile dipendente, Aggarwal e Samwick trovano una sensibilità alla *pay-performance* dell'azienda rivale negativa, il che è coerente con un modello di valutazione delle prestazioni relative. Nel complesso,

dimostrano che la portata della valutazione delle prestazioni relative è limitata da interazioni strategiche.

Inoltre, Il lavoro di Aggarwall e Samwick può fornire una spiegazione dei risultati di Jensen e Murphy (1990) che trovano una bassa sensibilità ai risultati economici della *pay-performance*. Questi modelli prevedono che si tratta del rapporto tra la *pay-performance* della propria azienda e quella dell'azienda rivale che determina gli incentivi. Il contratto ottimale in presenza di concorrenza strategica richiede una sensibilità positiva della propria azienda in termini di retribuzione, ma può essere piccola fino a quando la sensibilità alla *pay-performance* dell'impresa concorrente è di entità simile.

Quando si interpretano i risultati empirici sulla valutazione delle prestazioni relative, è importante riconoscere che c'è un conflitto intrinseco tra la compensazione strategica e il problema del principale agente. Il modello standard del principale agente ignora l'importanza della concorrenza strategica nei mercati dei prodotti al fine del valore dell'azienda. Il lavoro empirico di Aggarwal e Samwick dimostra che l'uso della valutazione relativa della performance sarà attenuata dal grado di concorrenza in un settore dell'industria e offrono quindi una spiegazione per l'uso poco frequente di valutazione delle prestazioni relative.

Aggarwal e Samwick esaminano i contratti di retribuzione per i manager in mercati di prodotti non perfettamente competitivi e dimostrano che le interazioni strategiche tra le aziende possono spiegare la mancanza di incentivi relativi basati sulla performance in cui la retribuzione diminuisce con la performance dell'azienda rivale.

6.3 Benchmarking

Bertrand e Mullainathan notano una sorta di asimmetria per gli shock del prezzo del petrolio, ma non presentano test sistematici.

Durante una ripresa del mercato, i guadagni pensionistici contribuiscono ad aumentare il reddito netto di un'impresa e, in ultima analisi, il pagamento del bonus dell'amministratore delegato. Tuttavia, con il crollo dei mercati, le perdite previdenziali riducono l'utile netto e, in teoria, il bonus dell'amministratore delegato.

In risposta alla crisi economica, molte imprese, tra cui GE, Delta Air Lines, AK Steel e Verizon, apparentemente hanno modificato la formula di compensazione (Wall Street Journal, 2003).

Un esempio particolarmente clamoroso è stato identificato presso AK Steel, dove *“nel gennaio 2003, due settimane prima dell'annuncio della perdita dell'esercizio 2002, la società ha modificato i termini del proprio bilancio annuale di bonus, in modo che i bonus sarebbero stati ancorati al netto dell'utile 'esclusi i piani speciali, inusuali e di elementi straordinari'. Analogamente, la società ha modificato il proprio piano di incentivazione a lungo termine”*.

Il fatto di concedere ad un consiglio di amministrazione una certa discrezionalità sui pagamenti dei bonus non deve necessariamente tradursi in risultati apparentemente perversi.

La discrezione può essere ottimale in situazioni in cui chi monitora (ad esempio, il consiglio di amministrazione) hanno accesso a informazioni preziose ma soggettive sulla *performance* di un manager.

Murphy e Oyer (2003) documentano diversi casi in cui i bonus dovuti ai top manager in base a criteri oggettivi sono stati respinti dal Consiglio di Amministrazione in base a “scarse

prestazioni individuali o prestazioni insufficienti rispetto a prestazioni di imprese simili". Esistono quindi casi individuali in cui i parametri di riferimento sono utilizzati sia in modo appropriato sia, invece, in modo chiaro, per arricchire i dirigenti.

Il modello di Garvey e Milbourn dettaglia e chiarisce le implicazioni empiriche di tale argomentazione.

Il punto di partenza è il riconoscimento che la compensazione effettiva, compreso l'uso dei parametri di riferimento, non è completamente determinato da un contratto. Invece, è scelto dalla commissione per la remunerazione del consiglio di amministrazione ogni anno, guardando ai risultati passati. Questo sposta l'attenzione dai contratti e dal *welfare ex-ante* ai risultati *ex-post*. Garvey e Milbourn si riferiscono ad *ex-post* come momento successivo alla realizzazione della fortuna.

Concentrando l'attenzione su una dimensione della fortuna L , relativa sensibilità della retribuzione alla fortuna b e sensibilità della retribuzione all'abilità a , Garvey e Milbourn suppongono che l'accordo predefinito sia quello in cui la paga sia tanto sensibile alla fortuna quanto all'abilità ($b = a$). Tuttavia, il dirigente può indurre il consiglio di amministrazione a valutarlo e pagarlo relativamente ad un *benchmark*, esercitando un'influenza ad un costo di I per l'esecutivo.

Così, può passare da un regime di *pay for luck* in cui $b = a$ ad un regime di *benchmarking* in cui $b = 0$. È razionale per l'esecutivo sostenere il costo I solo se è superato dalla perdita che il dirigente evita essendo sottoposto a *benchmarking*, un importo pari ad aL . Così, al di sotto del livello critico di fortuna di $-I/a$, si osserverà il benchmarking e per $L > -I/a$ osserveremo la *pay for luck*. Questo è illustrato nel Pannello A della Figura 10.

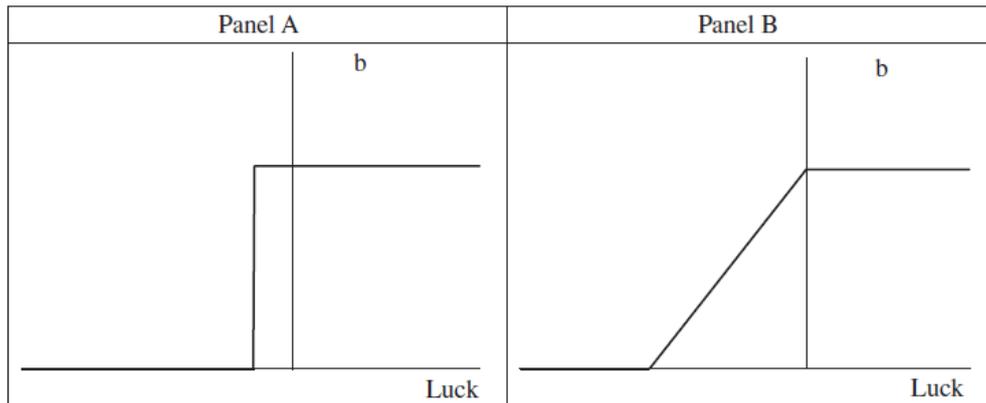


Figura 10. Pagare per un rapporto di fortuna: Il pannello A rappresenta la paga per la fortuna con costi di influenza fissi; il pannello B rappresenta la paga per fortuna con costi d'influenza marginali.

Fonte: Garvey G. T., Milbourn T. T., (2006) "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.

In primo luogo, non è possibile osservare il costo dell'influenza I , anche se si segue la logica di Bertrand e Mullainathan (2001) nel sostenere che I sia inferiore quando la *governance* è più debole.

In secondo luogo, non vi è motivo di pensare che i costi di influenza siano tutti fissi. Se ci sono crescenti costi di influenza marginale, si noterà un movimento da $b = 0$ a $b = a$ all'aumentare di I . Ciò è illustrato nel Pannello B della Figura 10.

In terzo luogo, se di default c'è il *benchmarking* completo e non la *pay for luck*, il valore critico della fortuna nei pannelli A e B sarebbe il numero positivo I/a , e a quel punto l'esecutivo esercita il proprio potere per spostare la sua paga dal *benchmarking* a quella della fortuna.

In tutti i casi, tuttavia, si ottiene il seguente risultato: la retribuzione per la fortuna dovrebbe essere inferiore quando $L < 0$ (il *benchmark* è in ribasso) rispetto a quando $L > 0$ (il *benchmark* è in rialzo).

I dati dello studio di Garvey e Milbourn sulla retribuzione, che permette di capire come la fortuna e le competenze influenzano la retribuzione dei manager, provengono da due fonti: rendimenti delle imprese e stime della loro volatilità provengono dal Center for Research in Security Prices (CRSP) e i dati di compensazione sono tratte da Standard and Poor's ExecuComp.

Tabella 10

I dati sono raccolti per ogni amministratore delegato nella sezione ExecuComp database per ogni anno 1992-2001. Lo stipendio e il bonus rappresentano lo stipendio annuale dell'amministratore delegato e il valore dei bonus. La retribuzione in contanti è la somma di stipendio, bonus, incentivi a lungo termine, pagamenti e tutti gli altri indennizzi in contanti pagati. Le assegnazioni di opzioni rappresentano il valore Black e Scholes delle opzioni concesso all'Amministratore Delegato nel corso dell'anno. Il compenso diretto totale è la somma di stipendio, bonus, altri compensi annuali, incentivi a lungo termine, altri pagamenti in contanti e il valore delle azioni vincolate delle stock option e altre ricompense annuali dello stock option. L'età del CEO è l'età del CEO nell'anno dei dati, e l'incarico di CEO è calcolato come la differenza tra l'età del CEO e la fine dell'anno fiscale dell'anno in corso e la data in cui l'Amministratore Delegato è diventato Amministratore Delegato come indicato da Became_CEO

Fonte: Garvey G. T., Milbourn T. T., (2006). "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.

Variable	Number of observations	Mean	Minimum	Median	Maximum	Standard deviation
<i>Panel A. Full ExecuComp sample</i>						
Salary	13,737	577.6	0	521.9	4,000	316.3
Bonus	13,737	605.8	0	300	102,015.2	1,552.8
Option grants	13,737	2,371.1	0	521.2	60,347.4	6,638.6
Total compensation	13,737	3,703.6	0	1,817.0	293,097	11,363.2
CEO age	6,809	57.6	30	58	88	7.8
CEO tenure	12,223	7.7	0	5.6	35.8	7.1
Stock return	13,737	0.266	-0.991	0.111	617.8	5.40
Market cap of equity	13,737	5,656.4	0.424	1,199.0	507,216.7	19,158.2
Stock volatility	13,737	0.387	0.102	0.343	3.48	0.194
<i>Panel B. Sample used in regression analyses</i>						
Salary	6,263	634.1	0	584.4	4,000	337.1
Bonus	6,263	703.6	0	361.5	102,015	1834
Option grants	6,263	1,984.6	0	569.1	60,347	4,221.2
Total compensation	6,263	4,424.9	0	2,063.2	293,097	10,043.1
CEO age	3,849	58.1	33	58	87	7.29
CEO tenure	6,263	8.31	0	6.25	35	6.95
Stock return	6,263	0.252	-0.991	0.0977	617.8	7.26
Market cap of equity	6,263	6,341.2	0.424	1,585.4	507,216	19,643
Stock volatility	6,263	0.365	0.102	0.317	3.49	0.191

In primo luogo, il Pannello A della Tabella 10 presenta statistiche di sintesi dall'intero campione ExecuComp, mentre il pannello B contiene le stesse statistiche di sintesi per il sottocampione utilizzato per le analisi. In secondo luogo, si analizzano esplicitamente gli effetti della fortuna e della competenza sul fatturato del CEO. Concentrandosi sul sottocampione utilizzabile nel Pannello B, lo stipendio e il bonus rappresentano il valore aggiunto dell'amministratore delegato salari e bonus annui, rispettivamente, e in media a circa \$634.000 e circa \$703,000. Le assegnazioni di opzioni rappresentano il valore Black and Scholes delle opzioni assegnate all'amministratore delegato nell'anno e la media è di poco meno di 2 milioni di dollari.

Il rendimento delle azioni è il rendimento percentuale di un anno per l'azienda rispetto all'anno solare (che è anche l'anno fiscale dell'azienda) e la capitalizzazione di mercato del capitale proprio è la capitalizzazione di mercato dell'impresa alla fine dell'anno. La deviazione standard dei rendimenti delle azioni è calcolata utilizzando i rendimenti mensili dei cinque anni precedenti l'anno dei dati.

La caratteristica più importante sia del campione completo che del sottocampione è la seguente: enorme asimmetria nei dati.

Mentre il modello teorico distingue tra due *shock* esogeni della azienda a valore fisso (mercato e fortuna), le imprese reali sono soggette a un gran numero di *shock*.

Tabella 11

Statistiche descrittive dei parametri di riferimento delle prestazioni. I dati sono raccolti per ogni azienda in cui un amministratore delegato (CEO) nella banca dati ExecuComp è identificato come definito dal campo CEOANN per ogni anno 1992-2001. I rendimenti del settore a parità di ponderazione e di valore ponderato sono basati sul codice di classificazione (SIC) standard industriale a due cifre dell'azienda.

Fonte: Garvey G. T., Milbourn T. T., (2006), "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.

Variable	Number of observations	Percent positive	Mean	Minimum	Median	Maximum	Standard deviation
Equal-weighted industry returns	13,737	82.6%	0.256	-0.831	0.167	19.97	0.934
Value-weighted industry returns	13,737	73.6%	0.161	-0.831	0.146	1.211	0.255

Nella tabella 11, sono state fornite statistiche di sintesi per i due parametri di riferimento utilizzati. Questi includono sia i rendimenti egualmente ponderati e sia i rendimenti di valore ponderato, in cui l'industria di un'impresa è data dalle restanti società ExecuComp nello stesso codice di classificazione industriale standard a due cifre (SIC).

Critico per testare l'ipotesi è il fatto che il *benchmark* può assumere valori sia positivi che negativi. A tal fine la tabella riassume la percentuale delle osservazioni per ciascun *benchmark* di esse che sono positivi, come indicato nella colonna indicata come "*percent positive*".

6.3.1 La sensibilità della retribuzione alla fortuna e all'abilità

L'analisi di Garvey e Milbourn conferma il risultato che il dirigente medio riceve remunerazione sia per prestazioni esogene che specifiche dell'impresa. Per testare l'effetto della fortuna rispetto all'abilità per quanto riguarda la compensazione, viene utilizzato l'approccio di Aggarwal e Samwick (1999) sulla remunerazione in base alle prestazioni relative.

In primo luogo, vengono usate le variazioni della compensazione come variabile dipendente.

In secondo luogo, vengono usate le misure di *performance* in dollari sia per la fortuna che per l'abilità, il che comporta la moltiplicazione delle scorte previste e di quei rendimenti residui per capitalizzazione di mercato all'inizio dell'anno.

In terzo luogo, seguendo Aggarwal e Samwick e partendo da Bertrand e Mullainathan (2001), non viene fissata la sensibilità della retribuzione per la fortuna o l'abilità in modo che sia la stessa per tutte le aziende. Invece, è bene includere le interazioni tra fortuna e abilità e la funzione di distribuzione cumulativa delle loro rispettive volatilità. Aggarwal e Samwick dimostrano che, ignorando questo, l'eterogeneità sottostima sistematicamente la forza del rapporto *pay-performance*.

Con l'analisi viene confermato lo studio di Bertrand e il Mullainathan (2001) rilevando che la retribuzione dell'esecutivo è legata in modo positivo e significativo sia alla fortuna che alle prestazioni specifiche dell'azienda.

La conclusione da trarre è che il *benchmarking* non è un elemento importante della retribuzione media del dirigente medio. Le stime puntuali dei coefficienti implicano che per un CEO di un'azienda con rischio medio, un ulteriore valore aziendale di \$1.000 derivante dalle competenze (che non sono legate all'industria o alle condizioni di mercato) aumenteranno la compensazione totale di 96 centesimi, i pagamenti bonus di poco meno di 31 centesimi e la nuova opzione di sovvenzione di 42 centesimi. Mentre questo rappresenta una sostanziale remunerazione per la *performance*, lo stesso dirigente otterrà 74 centesimi in totale di remunerazione, 18 centesimi di bonus, e 35 centesimi di premio in opzioni per

prestazioni che è interamente il risultato di fattori di mercato o di settore (cioè di fortuna). In nessun caso le sensibilità alla fortuna e alle competenze sono statisticamente diverse l'una dall'altra.

Questi risultati sono simili a quelli che hanno portato Bertrand e Mullainathan (2001) a concludere che almeno alcuni dirigenti scremano i guadagni.

6.3.2 Alcuni test relativi all'asimmetria della retribuzione

La previsione più duratura e robusta di Garvey e Milbourn, quindi, è che ci sarà minore *benchmarking* quando il *benchmark* è basso rispetto a quando è alto.

Il contratto di incentivazione ottimale, basato sull'abilità, fornisce una spiegazione alternativa all'asimmetria, in quanto potrebbe avere una non linearità prossima allo zero. Un contratto di questo tipo potrebbe essere ottimale per incoraggiare l'assunzione di rischi manageriali, o perché tali contratti sono rivelatori dello sforzo dell'agente.

L'impresa potrebbe anche decidere che sia ottimale non confrontare l'esecutivo. Se fosse così, l'apparente non linearità nel pagare per la fortuna sarebbe semplicemente l'immagine speculare di un contratto di incentivazione ottimale basato sulle competenze.

Testare queste ipotesi consiste nel permettere alla sensibilità della paga alla fortuna e all'abilità di variare a seconda che la fortuna o l'abilità, rispettivamente, siano in rialzo o in ribasso.

Il risultato dell'analisi stima una relazione positiva e significativa tra le variazioni della retribuzione complessiva dei dirigenti e le realizzazioni di fortuna e abilità, con entrambi i seguenti effetti che si indeboliscono man mano che l'azienda diventa più rischiosa. Inoltre,

si respinge costantemente l'ipotesi che l'asimmetria della paga per condizioni avverse e quella per scarse abilità siano uguali.

I risultati di Garvey e Milbourn suggeriscono che, in media, la retribuzione dell'esecutivo è influenzata dalla fortuna. Tuttavia, ulteriori analisi mostrano che l'esecutivo è ricompensato più per fortuna che punito per la sfortuna.

Risultato altrettanto importante è che nessuna asimmetria così favorevole (dalla prospettiva dell'esecutivo) è evidente nella componente abilità. In alcune specifiche, il manager è punito un po' di più per una mancanza di abilità piuttosto che ricompensato per l'abilità.

Il contributo primario di Garvey e Milbourn è che viene testata empiricamente la necessità dell'approccio *skimming* che effettua una previsione diversa rispetto alla teoria standard dell'impresa. Cioè, se i top manager possono di fatto influenzare la forma del loro indennizzo, essi chiederanno l'indicizzazione solo quando ciò va a loro vantaggio.

Un successivo test dimostra che: mentre vi sono forti prove che i dirigenti siano isolati dalla sfortuna, non vi sono le prove che raccolgano ricompense straordinariamente alte per la fortuna.

Questi risultati sono coerenti con il modello schematizzato in figura 10. Tuttavia, in primo luogo, i dirigenti non sembrano in grado di evitare, completamente, le conseguenze della sfortuna. In secondo luogo, gli esecutivi non sono in grado di sfruttare i guadagni della fortuna in misura crescente man mano che la fortuna migliora. I dirigenti possono raccogliere ricompense per la buona fortuna solo nella misura in cui la loro paga è anche legata all'abilità.

6.3.3 Linearità della retribuzione, non-linearità della prestazione

I risultati finora menzionati supportano fortemente la conclusione che i dirigenti possono raccogliere i frutti di buona fortuna senza condividere proporzionalmente le perdite dovute alla sfortuna.

Una spiegazione logica alternativa per i precedenti risultati è che la retribuzione sia effettivamente lineare sia nella fortuna che nell'abilità, ma la prestazione dell'azienda non lo sono. In particolare, un manager abile potrebbe essere in grado di adattarsi rapidamente per sfruttare la buona fortuna o per evitare alcune delle conseguenze della sfortuna, o entrambi i casi. Naturalmente, questo non può essere vero per tutte le aziende di un settore o di un mercato; alcune devono essere nella posizione opposta di essere esposti in modo sproporzionato alla sfortuna.

Il più semplice modello possibile relativo a questa argomentazione sarebbe il seguente, prodotto da Garvey e Milbourn: si consideri un settore con due imprese, uno shock comune L , e nessuno shock specifico per l'azienda. Lo shock comune $L \in \{-1,0,1\}$.

Il pannello A della Figura 11 mostra i possibili esiti e le conseguenze dell'ignorare la non linearità delle prestazioni nella stima della fortuna di ogni azienda.

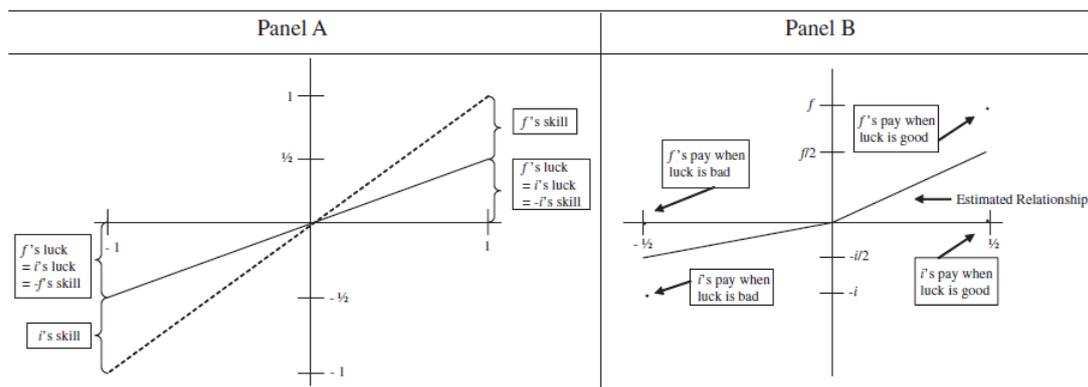


Figura 11. Prestazioni asimmetriche: Il pannello A rappresenta le realizzazioni di fortuna e abilità; mentre il pannello B rappresenta la paga implicita per un rapporto di fortuna che sarebbe stato stimato.

Fonte: Garvey G. T., Milbourn T. T., (2006), "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.

Quando la fortuna è favorevole, la ditta flessibile ha un rendimento in dollari di uno e l'impresa non flessibile ha un rendimento pari a zero; la stima lineare indicherà che entrambi hanno avuto fortuna del valore di $\frac{1}{2}$ e attribuisce la restante prestazione alle competenze ($\frac{1}{2}$ per l'impresa flessibile, $-\frac{1}{2}$ per l'impresa non flessibile). Allo stesso modo, quando vi è sfortuna, si valuterà la fortuna = $-\frac{1}{2}$ per entrambe le aziende con l'azienda flessibile che ha ancora abilità = $\frac{1}{2}$ (che ottiene un rendimento zero quando vi è la sfortuna) e la ditta non flessibile ancora una volta con abilità = $-\frac{1}{2}$ (che ottiene un rendimento di -1 quando vi è la sfortuna).

Si supponga che entrambe le imprese colleghino la retribuzione alla *performance*. In particolare, si supponga che l'azienda flessibile paghi al suo CEO un bonus f se i suoi rendimenti sono uno e non zero, e l'azienda non flessibile penalizzi il suo CEO di un importo $-i$ se i rendimenti sono negativi e non pari a zero.

Il pannello B della Figura 11 mostra il risultato ottenuto dalla relazione che si osserva tra lo stipendio e ciò che si valuta come fortuna.

Quando la fortuna è buona, l'amministratore delegato della azienda flessibile riceve un bonus di f e l'amministratore delegato della non flessibile non riceve alcun bonus, né subisce penalizzazioni.

Quando la fortuna è zero, non ci sono bonus o penalità.

Quando vi è sfortuna, l'impresa non flessibile penalizza il suo CEO di $-i$ ma l'azienda flessibile no, perché non ha sofferto della cattiva sorte.

Si valuta quindi una paga per la sensibilità alla fortuna di f in stato di buona fortuna (il bonus atteso è $f/2$ per fortuna = $1/2$) e una paga per la sensibilità della fortuna di i nello stato di sfortuna (il bonus atteso è $-i/2$ per fortuna = $-1/2$).

La paga per ciò che si misura come abilità in questo modello è esattamente la stessa paga per la fortuna nel Pannello B della Figura 11.

L'azienda flessibile ha abilità di $1/2$ quando la fortuna è sia buona che sfavorevole. Quando la fortuna è buona, il suo manager riceve un bonus di f , ma nessun bonus quando la fortuna è sfavorevole. Quindi, il rendimento stimato per una buona abilità è anche f .

Allo stesso modo, la ditta inflessibile ha un'abilità di $-1/2$ quando la fortuna è buona o sfavorevole, ma sopporta solo la perdita i quando la fortuna è negativa, quindi la perdita stimata è $-i$, proprio come per il caso di sfortuna.

Le non linearità di performance, quindi, possono spiegare l'osservazione di *benchmarking* asimmetrico se l'impresa flessibile utilizza incentivi più forti dell'impresa non flessibile ($f > i$).

Un'ulteriore osservazione di Garvey e Milbourn è che le imprese flessibili tenderanno ad avere sistematicamente misure di abilità più elevate.

I modi specifici in cui i manager estraggono le rendite sono principalmente attraverso l'influenza sull'informazione e sugli incentivi del comitato di compensazione e delle autorità di regolamentazione. Un approccio correlato suggerito da Oyer (2004) e Himmelberg e Hubbard (2000) si concentra sulla minaccia dei dirigenti di smettere di lavorare non solo *ex-ante* (come nel caso del modello dell'agente principale) ma anche *ex-post*, dopo che le prestazioni sono state osservate. Questa è una spiegazione fattibile per l'esistenza della *pay for luck* se le opportunità esterne del gestore fluttuano con i risultati a livello di mercato. Ma non spiegano l'asimmetria tra la buona e la cattiva sorte. Una fascia alta di mercato potrebbe rafforzare le opportunità esterne di un dirigente e quindi il suo potere contrattuale, ma un mercato che versa in cattive condizioni dovrebbe indebolire tali opportunità.

Una spiegazione alternativa del mercato del lavoro è che l'esecutivo ha una qualche insensibilità al mercato, opportunità esterne a cui può rivolgersi, come lavorare in un'organizzazione senza scopo di lucro o scrivere le sue memorie.

Una spiegazione equivalente a quest'evidenza è l'esistenza di ottimi contratti di incentivazione *ex-ante*, essendo i dirigenti fortemente contrari alla riduzione della loro retribuzione al di sotto di un certo minimo (vedi, ad esempio, Scharfstein, 1988). Questa ipotesi di retribuzione minima non solo suggerisce il motivo per cui l'esecutivo dovrebbe essere isolato dalla sfortuna, ma implica anche che dovrebbe essere isolato da crisi specifiche dell'azienda.

Il licenziamento, poiché la retribuzione non può essere negativa, è, a priori, una spiegazione alternativa praticabile per questi risultati: la paga aumenta nella buona fortuna, ma non diminuisce simmetricamente con la sfortuna. Dato che l'amministratore delegato è al vertice dell'organizzazione, l'unico cambiamento di lavoro sfavorevole è quello di essere congedato. Questi fatti sottovalutano la conclusione che i dirigenti sono isolati dalla sfortuna solo nel caso in cui abbiano una probabilità sproporzionata di perdere il posto di lavoro quando la fortuna si rivela a loro sfavore.

6.3.4 *Asymmetric Benchmarking in relazione alla governance*

In questo paragrafo, vengono forniti due ulteriori test empirici da Garvey e Milbourn effettuati al fine di esplorare ulteriormente come ha effettivamente luogo la scrematura da parte del CEO. A tal fine, viene esaminato prima di tutto se lo *skimming* ha luogo più spesso in situazioni caratterizzate da un governo societario più debole. In seguito, se i consigli di amministrazione modificano le loro politiche di concessione di opzioni come mezzo per isolare gli amministratori delegati contro gli eventi di sfortuna.

Bertrand e Mullainathan (2001) dimostrano che lo *skimming* è più debole in imprese per le quali il governo societario è più forte.

In linea con i risultati di Bertrand e Mullainathan (2001), nel caso di imprese con un governo societario più forte, la retribuzione per la fortuna è solo marginalmente significativa ed economicamente inferiore rispetto alla retribuzione associata al coefficiente delle competenze. Ciò è in contrasto con i risultati che caratterizzano le imprese con un governo

societario più debole dove lo stipendio stimato per il coefficiente della fortuna è strettamente superiore al relativo stipendio per il coefficiente della competenza.

Passando in esame l'analisi per verificare se l'indicizzazione asimmetrica sia in realtà più che altro prevalente nelle imprese con un governo societario più debole, si conclude che, mentre la retribuzione media dell'amministratore delegato è indicizzata asimmetricamente, essa sembra essere marginalmente più rilevante in situazioni in cui l'amministratore delegato potrebbe avere una maggiore influenza sulla sua retribuzione, come è esemplificato in un'azienda con una più debole *governance* societaria.

Si dovrebbe osservare un'indicizzazione meno asimmetrica nelle imprese con una *governance* più forte, un'indicizzazione asimmetrica moderata nelle imprese di forza di *governance* intermedia, e la più grave indicizzazione asimmetrica nelle imprese con la *governance* più debole. Passando ai risultati empirici di Garvey e Milbourn, i dati sono coerenti con le prime due previsioni, ma non con la terza. Cioè, non si osserva alcun *benchmarking* asimmetrico per le imprese con $G \leq 6$ (dove G è la *governance*), un *benchmarking* significativo per le imprese di *governance* intermedia e un *benchmarking* asimmetrico insignificante per le imprese con $G \geq 12$.

Infine, è possibile respingere le ipotesi che il coefficiente rilevante per le imprese con un buon governo societario sia uguale a quelle delle imprese con un governo societario sia intermedio che debole. Non è possibile, tuttavia, respingere l'ipotesi che il *benchmarking* asimmetrico sia lo stesso per le imprese di società intermedie e deboli *governance*. L'incapacità di differenziare tra questi tipi di imprese potrebbe semplicemente riflettere il fatto che una volta che le imprese si allontanano dal solido sistema di governo societario, la capacità di un dirigente a influenzare la sua paga strategicamente, forse non varia in modo

significativo. In ogni caso, i risultati suggeriscono che la forza dei diritti degli azionisti tende a frenare le pratiche di *skimming*.

6.3.5 Benchmarking in relazione alle politiche di concessione delle opzioni

Hall (1999) mostra che, in media, i dirigenti ricevono un numero maggiore di opzioni di valore quando le prestazioni passate sono migliori, ma non sempre è così. Egli distingue due fondamentali politiche alternative di concessione di opzioni.

Le politiche di assegnazione a numero fisso conferiscono ad un dirigente lo stesso numero di opzioni ogni anno. Così, se il prezzo delle azioni sale, l'esecutivo riceve una plusvalenza sulle sue opzioni in circolazione, i dirigenti ricevono sovvenzioni di maggior valore man mano che il valore dell'azienda cresce. Come Bertrand e Mullainathan (2001) sottolineano, tale politica di concessione rafforza automaticamente la retribuzione per la fortuna.

Le politiche di assegnazione di opzioni a valore fisso, invece, aumentano il numero di opzioni assegnate quando il prezzo del titolo è sceso nel tentativo di mantenere inalterato il valore totale della sovvenzione, anche in caso di ribasso o di rialzo del prezzo. Il test più diretto sarebbe quello di ridurre il numero di opzioni concesse su misure di fortuna e abilità, quando vige l'ipotesi che l'esecutivo riceva una spinta distinta quando la fortuna si abbassa. Ma questo aggiungerebbe poco ai risultati precedenti, dove Garvey e Milburn mostrano che il valore di contributi di nuove opzioni non è molto influenzato dalla sfortuna. Poiché il valore di una nuova opzione è inferiore quando la fortuna è negativa, il valore totale della sovvenzione può essere solo mantenuto concedendo più opzioni. Questa è l'essenza di una politica di concessione a valore fisso. Si trova la prova che le politiche di

concessione di opzioni sono più vicine al valore fisso quando la fortuna è negativa piuttosto che quando è buona.

La trattazione del *benchmarking* asimmetrico implica che le imprese tenderebbero ad utilizzare una politica di concessioni a numero fisso quando il prezzo delle azioni è spinto verso l'alto da forze esogene, ma si cerca di mantenere il valore fisso dell'opzione concessa in caso di sfortuna, aumentando il numero di opzioni assegnate. La giustificazione abituale è di ridurre la prospettiva di un fatturato indesiderato.

I risultati finali di Garvey e Milburn sono i seguenti: la scelta di rimuovere o meno la fortuna da un pacchetto retributivo del dirigente è meno importante della sua coerenza con questa scelta negli anni. Cioè, se il consiglio di amministrazione sceglie di utilizzare parametri di riferimento esterni per valutare le prestazioni, questi parametri di riferimento dovrebbero essere applicati sia quando sono aumentati che quando sono diminuiti.

Aziende in cui sono presenti gli azionisti più influenti hanno maggiori probabilità di utilizzare i parametri di riferimento in modo coerente nei periodi di mercato *up* o *down*.

6.4 L'importanza della trasparenza

Bebchuk e Fried si proclamano a favore di riforme che aumenterebbero il potere degli azionisti. Ma gli azionisti hanno già un qualche potere che è in parte il motivo per cui il vincolo dell'oltraggio acquista importanza. Più è grande la comprensione da parte di gruppi esterni degli accordi di compensazione, più scomodo è il vincolo dell'oltraggio. Il miglioramento della trasparenza degli accordi di compensazione è quindi auspicabile.

Gli economisti finanziari non hanno prestato sufficiente attenzione alla trasparenza perché si concentrano spesso sul ruolo della divulgazione nel far sì che le informazioni siano integrate nei prezzi di mercato. È opinione diffusa che le informazioni possano essere riflesse nei prezzi delle azioni a condizione che sia noto e pienamente compreso anche da un numero limitato di professionisti del mercato.

Nel caso della retribuzione dei dirigenti, vi è già una significativa divulgazione. I regolamenti della SEC ne richiedono una dettagliata riguardo alla retribuzione di un CEO di un'azienda e dei quattro dirigenti più retribuiti diversi dal CEO.

Bebchuk e Fried, tuttavia, ritengono sia molto importante riconoscere la differenza tra divulgazione e trasparenza, ed è la trasparenza che dovrebbe ricevere più attenzione. L'obiettivo principale dell'obbligo di divulgazione della retribuzione dei dirigenti non è quello di consentire una corretta determinazione dei prezzi dei titoli dell'impresa. Piuttosto, questa divulgazione è principalmente finalizzata a fornire qualche controllo su accordi che sono troppo favorevoli per i dirigenti. Questo obiettivo non è raggiunto se si rende l'informazione comprensibile a un piccolo numero di professionisti del mercato, ma opaco per gli altri.

La capacità dei progettisti di piani di favorire i manager dipende da come gli accordi di indennizzo sono percepiti da un ampio gruppo di investitori e da altri soggetti esterni. A causa delle forze di mercato e delle dinamiche sociali, i manager e gli amministratori sono preoccupati della disapprovazione (minacciata o reale) da parte degli investitori istituzionali o da parte di altri gruppi di riferimento, come la stampa commerciale o i media popolari. I progettisti di compensazione spesso cercano di rendere l'importo della retribuzione, o la misura in cui la retribuzione è disaccoppiata dai risultati, meno trasparente. Per limitare in

modo efficace la compensazione, le informazioni comunicate devono raggiungere più di un gruppo selezionato di professionisti del mercato e arbitraggisti. Pertanto, i funzionari pubblici e i riformatori di *governance* dovrebbero prendere in considerazione misure che garantiscano che gli accordi di compensazione siano e rimangano trasparenti.

Per quanto riguarda le prestazioni pensionistiche, le aziende potrebbero essere tenute a collocare il valore in dollari su tutte le forme di compensazione e di includere tali importi nelle tabelle retributive contenute nelle informazioni societarie. Così, ad esempio, le tabelle di compensazione potrebbero essere richieste per includere l'importo per il quale il valore atteso dei pagamenti pensionistici promessi al dirigente è aumentato nel corso degli ultimi anni. Alle società potrebbe anche essere richiesto di attribuire un valore monetario a qualsiasi beneficio di imposta che spetta al dirigente a spese dell'azienda (ad esempio, sotto la voce di accordi di retribuzione differita) -e di segnalare tale valore. Tali misure potrebbero fornire agli azionisti un quadro più accurato della compensazione totale dei dirigenti.

Anche Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young ritengono sia necessaria una maggiore trasparenza per rivelare i legami di controllo e le parti che agiscono di concerto, oltre a riforme normative e giuridiche per rafforzare i diritti degli azionisti di minoranza, come la riduzione della percentuale minima di partecipazione azionaria necessaria per bloccare le decisioni importanti, convocare un'assemblea straordinaria degli azionisti o intentare azioni collettive.

Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young sostengono che tali riforme non solo aiuterebbero gli azionisti di minoranza a contrastare l'espropriazione, ma costringerebbero anche l'azionista di controllo ad acquisire maggiori diritti di proprietà per mantenere il

controllo. Ciò dovrebbe ridurre l'incentivo all'espropriazione e potrebbe costringere un consolidamento dei gruppi imprenditoriali nelle strutture più trasparenti prevalenti in Europa, che i mercati dei capitali potrebbero controllare più efficacemente.

I grandi dibattiti sui "valori asiatici" contro il "capitalismo cronico", che spaziano sui gruppi imprenditoriali e sulle famiglie dell'intero continente, diffondono l'attenzione sul problema dell'espropriazione che, nelle 9 economie asiatiche più avanzate, può essere ricondotto a 8 proprietari finali che controllano 1/4 di tutte le società, con dati contabili e proprietari credibili, e 3/4 di quelle particolarmente vulnerabili in quanto associate. Tali proporzioni sarebbero ancora più elevate se si aggiungessero le società controllate da alleati commerciali a lungo termine.

La crisi finanziaria asiatica, secondo Mara Faccio, Larry H. P. P. Lang e Leslie Young, ha avuto un utile scopo se avrà la volontà politica di far fronte a queste estreme concentrazioni di potere economico.

Conclusioni

Quello che emerge dalla trattazione è, dunque, che la *Governance* dovrebbe agire tramite i tre canali opportuni per influire sul valore dell'azienda, rafforzando il ruolo dell'assemblea degli azionisti e i loro diritti di voto, in linea con l'attuazione di una protezione legale adeguata, perseguibile tramite riforme di entità differente a seconda del paese in cui sono state attuate.

Abbracciando le tesi di molti autori, inoltre, l'impatto dei regimi giuridici nazionali e delle pratiche di governo societario sulle prestazioni della società risulta dirompente. La legge Draghi in Italia ha notevolmente semplificato il quadro giuridico, in quest'ottica, tuttavia non ha perseguito il fine di diminuire la concentrazione della proprietà. I principi e gli obiettivi cardine su cui questa legge è stata attuata sono la trasparenza e la correttezza volte a favore e a tutela degli investitori.

Il punto principale sottolineato dallo studio di Enriques è che i tentativi di ottenere una proprietà diffusa delle società quotate in borsa attraverso regole "strutturali" - vale a dire regole che limitano la libertà dei privati di progettare strutture proprietarie a loro piacimento - sono destinati ad essere inefficaci, perché le strutture proprietarie concentrate sono il sintomo di una malattia (alti benefici privati del controllo) piuttosto che la sua causa.

Si identifica, come uno degli strumenti per risolvere il problema dell'agenzia, la figura dei grandi investitori che hanno sia interesse nel riavere i soldi che nel potere di richiederli. Nonostante questo vantaggio, tuttavia i grandi investitori possono provocare anche ulteriori costi, in quanto, per esempio, i loro interessi potrebbero non essere allineati a quelli degli altri investitori, generando ulteriori problemi di espropriazione e possibili fallimenti.

Inoltre, la presenza di una regolamentazione forte non implica necessariamente una regolamentazione ottimale. La comprensione della mentalità aziendale non solo illumina la discussione sui miglioramenti forse marginali nelle economie ricche, ma può anche stimolare cambiamenti istituzionali di maggior valore nei luoghi in cui devono essere apportati.

Non c'è dubbio che il quadro italiano di Corporate Governance sia notevolmente migliorato negli ultimi due decenni e che la legge Draghi abbia rappresentato un punto di svolta. Nonostante ciò, vi sono ancora aree su cui lavorare per rafforzare la voce degli azionisti di minoranza nel governo societario e per migliorare i controlli interni.

La sfida principale per le istituzioni italiane di governo societario oggi non è tanto nell'elaborazione delle regole quanto nel garantirne l'applicazione. Il problema è che le istituzioni private italiane sono attualmente in una situazione talmente negativa che si è riluttanti a spingere per un maggiore accesso alla giustizia per gli azionisti di minoranza prima che tali istituzioni siano migliorate. Allo stesso tempo, non ci si può attendere un serio miglioramento degli organismi privati di esecuzione se rimangono in vigore norme che scoraggiano sostanzialmente i querelanti dall'intentare un'azione legale o, in altre parole, se agli organismi privati di esecuzione non viene data la possibilità di acquisire esperienza sul campo. È quindi essenziale elaborare meccanismi di *governance* che offrano i giusti incentivi agli agenti di tali autorità e siano in grado di renderli responsabili nei confronti delle varie parti interessate.

Si trae la conclusione che le differenti definizioni e caratteristiche del capitalismo sono derivanti dalla diversità e caratteristiche peculiari del governo societario dei singoli paesi, più che dalla competizione tra due correnti di pensiero.

La trattazione sulla questione dei finanziamenti concessi, principalmente, ad aziende in cui vi è maggiore protezione degli investitori, consente di affermare che la *Corporate Governance* aiuta ad allentare i vincoli di finanziamento esterno, alleviando i problemi di segnalazione e garantisce che i manager si impegnino a sufficienza nel massimizzare il valore dei progetti e non espropriare i benefici privati.

Lo studio di Claessens et al. (2000), focalizzandosi sulle società dell'Asia Orientale, dimostra che le strutture proprietarie complesse e le società affiliate ad un gruppo, non solo incrementano le opportunità e possibilità di *entrenchment* ma, anche, che maggiori sono i diritti di flusso di cassa dell'azionista di maggioranza, tanto più è l'incentivo a far funzionare correttamente l'impresa. Tuttavia, si deduce che l'aumento della ricchezza può comportare una maggiore estrazione del valore a scapito degli azionisti di minoranza. La divergenza tra proprietà e controllo induce ad elevate perdite di valore e, in particolare, analizzando la relazione inversa che si va a creare tra la partecipazione manageriale e la valutazione, dopo un certo grado di proprietà manageriale, è evidente l'*entrenchment* del manager all'interno dell'azienda.

I benefici privati del controllo conducono ad ulteriori problemi di agenzia, in quanto nel caso in cui il manager si sentisse minacciato dalla perdita di questi benefici potrebbe decidere di proteggere i propri interessi a spese di quelli degli azionisti applicando, per esempio, resistenza alle acquisizioni, peggiorando ulteriormente l'entità dei costi di agenzia. Inoltre, la minore protezione degli azionisti di minoranza in Asia mostra che le percentuali di diritti di controllo necessari si abbassano notevolmente, a differenza delle imprese europee.

Affermare che le imprese a conduzione familiare siano gestite, mediamente, meglio di quelle a partecipazione diffusa, non è completamente corretto. È evidente che il proprietario e gestore di un'impresa di questo tipo sia facilitato all'abuso di potere e quando ciò accade si incorre in conseguenze che possono risultare ancora più disastrose, a causa dell'entità del potere della famiglia controllante. Dal momento che si mostra mancanza di trasparenza aziendale, relativa al grado di potere nelle mani delle famiglie, ciò viene associato ad una lenta crescita economica. Dall'esplorazione delle conseguenze della gestione dinastica si conclude che l'incidenza della gestione dipende dalla gravità delle imperfezioni nel mercato. Nel caso in cui le imprese familiari svolgessero un ruolo positivo, potrebbero contribuire in modo ottimale a risolvere le inefficienze. Una possibile soluzione potrebbe essere rappresentata dal miglioramento dei diritti di proprietà privata che migliorerebbe sia la volontà degli investitori a concedere finanziamenti, in quanto l'aumento della proprietà privata aumenta la loro ricchezza (effetto trasferimento) e riduce il costo del capitale (effetto costo del capitale).

Tuttavia, creandosi concorrenza nel mercato dei capitali, si permette la distruzione creativa; la trattazione delinea quindi la profonda causa dell'*entrenchment* economico: gli *insider* ricompenseranno con pagamenti indiretti gli *insider* politici, con l'obiettivo di non rafforzare i diritti di proprietà privata, nel caso in cui i benefici esistenti generino flussi di cassa più ingenti. Tutto dipende dalle condizioni iniziali; infatti nelle economie emergenti, le società dei gruppi imprenditoriali generano evidenti vantaggi, che scompaiono nei paesi sviluppati.

Una possibile conclusione drammatica alla presenza dei gruppi piramidali potrebbe essere la depressione dell'innovazione e tutto ciò potrebbe peggiorare ulteriormente in paesi in

cui la *Corporate Governance* non attribuisce protezione e diritti legali sufficienti agli azionisti e indurre conseguenze dannose per lo sviluppo del mercato dei capitali.

L'alternativa della Big Push di Rosenstein-Rodan (1934) risulta una soluzione errata ad un problema più che lecito. I risultati ai quali si giunge inducono a concludere che i grandi gruppi piramidali siano molto utili nella fase iniziale in un'economia di mercato in gran parte libera, mentre i pianificatori centrali sono lo strumento migliore durante la crescita di Big Push. In presenza di potere monopolistico o forti esternalità si conclude non sia efficiente la privatizzazione, mentre si potrebbe prendere in considerazione la creazione di cooperative. Inoltre, l'analisi ha mostrato che le aziende statali sono spinte da motivazioni dannose per l'interesse sociale, nonostante possano indurre le aziende a perseguire qualsiasi obiettivo politico.

In conclusione, la divergenza dei diritti di controllo rispetto ai diritti di flusso di cassa, tipica delle piramidi aziendali, induce ad investimenti inefficienti, dal momento che il dirigente ottiene tutti i benefici privati, nonostante abbia minimi flussi di cassa e può indurre all'espropriazione.

Il tema attorno a cui si snoda la trattazione è che nella proprietà aziendale concentrata, il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, è un problema ormai radicato e degno di attenzione. Questo problema si manifesta tramite diversi canali: con la politica dei dividendi, con l'unificazione di classi diverse di azioni, oltre che con il *tunnelling* che potrebbe implicare non solo benefici pecuniari, ma esacerbare ulteriormente i problemi creando una sorta di barriera al monitoraggio degli azionisti, come manifestato nel caso Parmalat.

Riguardo alle unificazioni italiane a doppia classe si presenta il quesito riguardante il perché gli azionisti con diritto di voto possano essere d'accordo su tali unificazioni.

Si può affermare, quindi, che la probabilità di ottenere un compenso durante un'unificazione è condizionata dal fatto che gli azionisti siano proprietari di azioni senza diritti di voto e maggiore è la percentuale detenuta dall'azionista di maggioranza, minore è la probabilità di ricevere un compenso. Tuttavia, gli azionisti di minoranza non si rendono conto, talvolta, della potenziale espropriazione a tal punto da diminuire il premio di voto, anche a causa del fatto che non è facile stabilire la percentuale di azioni senza diritto di voto.

I manager potrebbero minacciare di essere corrotti per non rendere le loro azioni inefficienti, tuttavia, al fine di non violare il dovere di lealtà questo tipo di fatti non sussistono. Ma ciò induce a sostenere che senza corruzione non tutti gli affari efficienti verranno realizzati. Ritorna qui, allora, il ruolo fondamentale della *governance* e di un sistema efficiente di protezione legale degli azionisti, affinché ciò non accada.

Se ne deduce che il tema di maggior rilievo verso cui converge l'attribuzione delle retribuzioni è la percezione dell'abuso da parte di rilevanti gruppi di rilievo. Quello che emerge è che il concetto del costo degli accordi di compensazione non è tanto relativo a quello percepito dagli azionisti, ma su come sono percepiti tali accordi dai grandi gruppi di rilievo. Di conseguenza, il camuffamento risulta una chiara conseguenza del desiderio di mimetizzare l'estrazione della rendita del manager, al fine di evitare critiche o reazioni negative. Risulta in questo ambito, quindi, di particolare importanza la funzione della divulgazione.

Dal momento che non si vedrebbe l'aumento di valore del dirigente nelle tabelle di compensazione, una possibile soluzione sarebbe quella di aumentare gli obblighi di comunicazione, includendo gli importi di queste retribuzioni.

I risultati, ai quali si è giunti per quanto riguarda le prestazioni pensionistiche, hanno rilevato la possibile soluzione: le imprese potrebbero avere l'obbligo di riferire annualmente il valore monetario per il quale il valore atteso dei pagamenti pensionistici promessi al dirigente sono aumentati nel corso dell'anno. Le aziende potrebbero anche essere tenute a comunicare annualmente il valore monetario di qualsiasi beneficio fiscale che è attribuito ad un dirigente a spese dell'azienda a titolo di retribuzione differita, oppure altri accordi di trasloco fiscale. Rendendo più difficile pagare camuffando attraverso benefici pensionistici, un tale requisito potrebbe contribuire a migliorare accordi di compensazione.

I risultati ottenuti, per quanto riguarda la *pay for luck*, inducono a pensare che avvenga lo *skimming*, cioè, il dirigente screma la parte eccedente derivante dalla fortuna e si impadronisce del controllo sulla propria retribuzione, inducendo ad abbandonare la *contracting view*.

Tuttavia, l'argomentazione finale riguarda il fatto che sia molto complicato riuscire a distinguere ciò che è fortuna e ciò che non lo è. Si potrebbe pensare che la *pay for luck* sia ottimale, ma di fronte alle prove degli studi di Bertrand e Mullainathan risulta che sia presente un'asimmetria nella retribuzione e la paga risponda più agli *shock* positivi della fortuna rispetto a quelli negativi.

Il fatto che si potrebbero voler fornire gli incentivi ai dirigenti, potrebbe far risultare la *pay for luck* ottimale, tuttavia, è evidente che gli amministratori delegati che rispondono agli

shock esattamente come tutti gli altri amministratori delegati, non dovrebbero ricevere un'ulteriore ricompensa per le buone previsioni. Dal momento che il manager può scegliere di esporsi al rischio finché il suo stipendio sia, per lui, sufficiente, non è scontato che tutti i manager abbiano acquisito il controllo del processo retributivo. I manager semplicemente cercano di ottenere la loro esposizione preferita agli *shock* utilizzando la loro retribuzione.

Infine, si giunge alla conclusione che è la *pay for luck*, comprendente anche le componenti più discrezionali, che cambia a seconda della *governance*, a differenza della *pay for performance*.

Una soluzione al miglioramento della *governance* in questo ambito potrebbe risultare essere la presenza di grandi azionisti, i quali avranno maggiori incentivi per controllare l'azienda. Ancora una volta il ruolo della *Governance* diventa cruciale per la corretta gestione dell'azienda. Le aziende mal gestite concordano con il punto di vista dello *skimming*, quelle meglio gestite concordano con il punto di vista del modello del principale-agente.

Il punto di giuntura tra *skimming* e modello di principale agente diventano le interazioni strategiche tra le aziende e la sensibilità della prestazione della propria azienda rispetto alle prestazioni di settore. Esplicando i modelli di Bertrand e Cournot, si perviene alla conclusione che il contratto di compensazione ottimale diventa sensibile alla concorrenza nel mercato del prodotto.

Grazie all'analisi di studiosi come Aggarwal e Samwick si deduce che il contratto ottimale, di cui si è mostrata la fondamentale importanza inizialmente, risulta diverso a seconda del tipo di concorrenza.

Nel caso di concorrenza alla Bertrand, la sensibilità della retribuzione rispetto a quella dei concorrenti è positiva, ai fini di smorzare la concorrenza.

Le aziende nei settori industriali più competitivi attribuiscono un peso maggiore alle prestazioni delle aziende rivali rispetto alle proprie prestazioni aziendali.

Quando la concorrenza è alla Cournot, il contratto ottimale diventa sensibile alle prestazioni della propria azienda, mentre negativo alle prestazioni dell'azienda rivale.

Infine, è evidente che la retribuzione del manager sia collegata anche alle prestazioni esogene dell'impresa.

Il *benchmarking* potrebbe essere una soluzione all'attuazione del *Camouflage* da parte del manager, tuttavia lo studio di Garvey e Milbourn conferma la supposizione che il *benchmarking* sia asimmetrico, cioè vi sia minore indicizzazione quando il *benchmark* è basso rispetto a quando è alto. Il fatto che i manager possano influenzare la propria retribuzione inibisce anche il ruolo dell'indicizzazione, in quanto verrà richiesta solo nel caso in cui andrà a loro vantaggio.

È ancora una volta evidente che i manager estraggono le rendite e ciò viene permesso dal fatto che esercitano una forte influenza sull'informazione e sugli incentivi a loro attribuiti. Il potere dei dirigenti viene ancora più aumentato dalle opportunità esterne. Per risolvere il problema, i parametri di riferimento dovrebbero essere applicati sia quando aumentano, che quando diminuiscono. Ancora una volta la *Governance* dovrebbe assumere il ruolo di tutela e mezzo sovrano per impedire questo tipo di atteggiamento.

Il presente lavoro di tesi si proclama a favore di riforme che aumenterebbero il potere degli azionisti, i quali permetterebbero un miglioramento della trasparenza e della divulgazione

e garantirebbero agli azionisti di controllo di ottenere maggiori diritti di proprietà al fine di mantenere il controllo, riducendo, se abbinato ad una buona *Corporate Governance* e ad una corretta protezione legale degli azionisti, la possibilità di espropriazione e, in particolare, il *Camouflage*.

Bibliografia

- Adams R., Ferreira D., (2008), "One share, one vote: The empirical evidence", *Review of Finance*, 12, 51-91.
- Aganin A., Volpin P., (2005), "The History of Corporate Ownership in Italy." In "A History of Corporate Governance around the World", ed. Randall K. Morck, 325–361. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Aggarwal, R., Samwick, A., (1999a), "The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation", *Journal of Political Economy*, 107, 65–105.
- Aggarwal, R., Samwick, A., (1999b), "Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: theory and evidence", *Journal of Finance*, 54, 1999–2043.
- Aghion P., Bolton P., (1992), "An 'Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Aghion P., Caroli E., Garcia-Penalosa C., (1999), "Inequality and Economic Growth: The Perspective of the New Growth Theories", *Journal of Economic Literature*, 37(4): 1615–1660.
- Aghion P., Hart O., Moore, J. (1992), "An 'Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Aikawa Y., (1934) "New Capitalism and Holding Companies", Tokyo: Tokyo Bankers Association.
- Almeida H., Wolfenzon D., (2006a), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *Journal of Finance*, 61, 2637.
- Almeida H., Wolfenzon D., (2006b), "Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets", *Journal of Financial Economics*, 79(1): 99-144.
- Almeida H., Wolfenzon D., Forthcoming-a, "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *Journal of Finance*.
- Almeida H., Wolfenzon D., Forthcoming-b, "Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets", *Journal of Financial Economics*.
- Amoako-Adu B., Brian F. Smith, (2001), "Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class", *Journal of Banking and Finance*, 25, 1083-1111.
- Anderson R. C., Reeb D. M., (2003a), "Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage", *Journal of Law and Economics*, 46(2): 653–684.
- Anderson R. C., Reeb D. M., (2003b), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 58(3): 1301–1328.
- Anderson, Ronald C.; Reeb, D. M., (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance", *Journal of Finance*, 58(3): 1301–28.
- Ang J. S., Megginson W. L., (1989), "Restricted voting rights, ownership structure, and the market value of dual class firms", *Journal of Financial Research*, 12, 301-318.
- Antle R., Smith A., (1986) "An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives", *Journal of Accounting Research* 24, 1–39.
- Almazan A., Suarez J., (2003), "Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures", *Journal of Finance*, 58(2): 519–547.
- Aoki M., (1990), "Towards an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature*, XXVIII, 1-27.

- Arcot S.R., Bruno V. G., (2006), "One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance", Mimeo.
- Asquith P., Wizman T., (1990), "Event Risk, Covenants, and Bondholders' Returns in Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics*, 27, 195-214.
- Attig N., Gadhoun Y., Lang L., (2003), "Bid-Ask Spread, Asymmetric Information and Ultimate Ownership", Working Paper.
- Bae, Kee-Hong, Kang Jun-Koo, Kim Jin-Mo, (2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *Journal of Finance*, 57(6): 2695-2740.
- Baek Jae-Seung; Kang Jun-Koo; Lee I., (2006), "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols", *Journal of Finance*, 61(5): 2415-2449.
- Baird D., Jackson T., (1985), "Cases, Problems, and Materials on Bankruptcy", Boston: Little, Brown & Co.
- Baker G., Hall B., (1998), "Understanding Top Management Incentives: Firm Size, Risk and CEO Effort", Harvard Business School.
- Barca F., (1995), "On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agency", manuscript, Bank of Italy, Rome.
- Barca F., Becht M., (2001), "The Control of Corporate Europe", Oxford: Oxford University Press.
- Barclay M., Holdmess C., (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
- Barclay M., Holdmess C., (1992), "The Law and Large-Bloc Trades", *The Journal of Law and Economics*, XXXV, 265-94.
- Barontini R., Caprio L., (2005), "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe." ECGI Finance Working Paper, 88/2005.
- Bebchuk L. A., (1988), "A New Method for Corporate Reorganization", *Harvard Law Review*, 101, 775-804.
- Bebchuk L. A., (1994), "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", *Quarterly journal of Economics*, CIX, 957-994.
- Bebchuk L. A., (1999). "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", NBER Working Paper, 7203.
- Bebchuk L. A.; Kraakman R.; Triantis G., (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights" In Morck, Randall, ed. *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, 295-315.
- Bebchuk L. A., Zingales L., (1996), "Corporate ownership structure: private versus social optimality" NBER WP # 5584.
- Bebchuk, L. A., Cohen A., Ferrell A., (2004), "What Matters in Corporate Governance?", Harvard Law School John M. Olin Center Discussion, Paper No. 491.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., (2003). "Executive compensation as an agency problem" *Journal of Economic Perspectives*, 17(3): 71-92.
- Bebchuck, L. A., Fried J., (2004), "Stealth Compensation Via Retirement Benefits", Harvard Law School, Working paper No. 10742.
- Beck T., Asli Demirgüç-Kunt, Ross L., (2005). "Bank Supervision and Corruption in Lending", University of Minnesota, Mimeo.
- Bergstrom C., Rydqvist K., (1990), "Ownership of Equity in Dual-Class Firms", *Journal of Banking and Finance*, 14, 255-269.

- Berle A. A., Gardiner C. M., (1932), "The Modern Corporation and Private Property", New York: Macmillan Company.
- Bertrand M., Schoar A., (2006), "The Role of Family in Family Firms", *Journal of Economic Perspectives*, 20(2): 73–96.
- Bertrand M., Johnson S., Samphantharak K., Schoar A., (2008), "Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families behind Them", *Journal of Financial Economics*, 88, 466
- Bertrand M., Mehto P., Mullainathan S., (2002), "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 117(1): 121-148.
- Bertrand M., Mullainathan, S., (2001), "Are executives rewarded for luck? The ones without principals are", *The Quarterly Journal of Economics*, 901-932.
- Bigelli M., Mehrotra V., Rau R., (2008), "Expropriation, Unification, and Corporate Governance in Italy".
- Bolton P., Scharfstein D., (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting" *American Economic Review*, 80, 94-106.
- Bolton P., Scharfstein D., (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", *Journal of Political Economy*, 104, 1-25.
- Boot, A. W., Gopalan R., Thakor A. V., (2006), "The entrepreneur's choice between private and public ownership", *Journal of Finance*, 61, 803-836.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R. W., (1996), "A Theory of Privatisation", *Economic Journal*, 106(435): 309-319.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R. W., (1995), "Privatizing Russia", *Brookings Papers on Economic Activity*, 139-192.
- Brander J., Tracy L., (1986), "Oligopoly and financial structure", *American Economic Review*, 76, 956-970.
- Breusch T., Pagan A., (1980), "The Lagrange multiplier test and its applications to model specifications in econometrics", *The Review of Economic Studies*, 47, 239-253.
- Bruno V., Classaens S., (2007), "Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?", Paper 4140.
- Bulow J., Rogoff K., (1989), "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt", *Journal of Political Economy*, XCVII, 155-178.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F., (1997), "Large shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728.
- Burkart M., Panunzi F., Shleifer A., (2003), "Family Firms" *Journal of Finance*, 58(5): 2167–2201.
- Caprio G., Laeven L., Ross L., (2003), "Governance and Bank Valuation", NBER Working Paper, 10158.
- Caselli F., Gennaioli N., (2003), "Dynastic Management", NBER Working Paper, 9442.
- Charkham J. (1994), "Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries", Oxford: Clarendon Press.
- Cheung Yan-Leung, Raghavendra Rau P., Stouraitis A., (2006), "Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics*, 82, 343-386
- Chhaochharia V., Grinstein Y., (2005), "Corporate Governance and Firm Value-the Impact of the 2002 Governance Rules", forthcoming *Journal of Finance*.
- Claessens S., Djankov S., (1999). "Politicians & Firms in Seven Central & Eastern European Countries", World Bank working paper.

- Claessens S., Djankov S., (2002), "Privatization Benefits in Eastern Europe". *Journal of Public Economics* 83(3): 307-324.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (1999a), "The expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia", World Bank, Washington, D.C.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (1999b), "The patterns and valuation effects of corporate diversification: A comparison of the United States, Japan, and other East Asian economies", World Bank, Washington D.C.
- Claessens S., Djankov S., Lang L., (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 6, 2741-2771.
- Claessens S., Laeven L., (2006). "A Reader in International Corporate Finance", World Bank, Washington D.C.
- Clark Consulting, "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results", 26.
- Coase R., (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, 4, 386-405.
- Consob, (2005), "Annual Report 2004", Rome, March, 31.
- Cools S., (2005), "The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(3): 697-766.
- Cornett Millon M., Michael Vetsuypens R., (1989), "Voting rights and shareholder wealth: The issuance of limited voting common stock", *Managerial and Decision Economics* 10, 175-188.
- Cragg M., Dyck A., (2003), "Privatization and Management Incentives: Evidence from the UK", *Journal of Law, Economics & Organization* 19(1): 176-217
- Croci E., Caprio L, (2007), "The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003", *Journal of Banking & Finance*, forthcoming.
- Dann L., DeAngelo H., (1983), "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 11, 275-300.
- DeAngelo H., DeAngelo L., (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights", *Journal of Financial Economics*, 14, 33-69.
- DeAngelo H., Rice E., (1983), "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, 329-360.
- De Jong A., Veld C., (2001), "An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions under Managerial Entrenchment", *Journal of Banking and Finance*, 25(10): 1857-1895.
- DeLong A., Bradford J., Shleifer A., Summers L., Waldmann R., (1989), "The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading", *Journal of Finance*, XLIV, 681-696.
- DeLong A., Bradford J., Shleifer A., Summers L., Waldmann R., (1990), "Noise Trader Risk in Financial Markets", *Journal of Political Economy*, XCVIII, 703-738.
- Demsetz H., Lehn k., (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis D., McConnell J. J., (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 1-36.
- Desai M., Foley F., Hines J., (2001), "Repatriation Taxes and Dividend Distortions", *National Tax Journal*, 54, 829.
- Dewatripont M., Maskin E., (1995), "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies", *Review of Economic Studies*, 62, 541-556.

- Diamond D., (1989), "Reputation Acquisition in Debt Market", *Journal of Political Economy*, 97, 828-862.
- Diamond D., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *Quarterly Journal of Financial Economics*, 11, 401-439.
- Dittmann I., Ulbricht N., (2008), "Timing and wealth effects of German dual class stock unifications", *European Financial Management*, 14, 163-196.
- Djankov S., La Porta R., Nenova T., Shleifer A., (2003), "Who Owns the Media?", *Journal of Law and Economics*, 46(2): 341–381.
- Djankov S., LaPorta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (2006), "The Law and Economics of Self Dealing", NBER Working Paper, 11883.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics*, 88, 430.
- Dobrzynski J., "CalPERS Is Ready to Roar, but Will CEOs Listen?" *BusinessWeek*, March 30, 1992, 44.
- Doidge, C. A., Karolyi G. A., Stulz R., (2004), "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?", *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- Doidge, C. A., Karolyi G. A., Stulz R., (2004), "Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?", ECGI - Finance Working Paper, 50/2004.
- Downs A. (1957), "An Economic Theory of Democracy", New York, Harper.
- Durnev A., Kim E. H., (2005), "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment and valuation", *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Durnev A., Randall M., Yeung B., (2001), "Does Firm-Specific Information in Stock Prices Guide Capital Allocation?", NBER Working Paper, 8093.
- Durnev A., Randall M., Yeung B., (2004), "Value-Enhancing Capital Budgeting and Firm Specific Stock Return Variation", *Journal of Finance*, 59(1): 65–105.
- Dyck A., (1997), "Privatization in Eastern Germany: Management Selection and Economic Transition", *American Economic Review*, 87(4): 565-597.
- Dyck A., Zingales L., (2002), "The Corporate Governance Role of the Media, in *The Right to Tell: The Role of Mass Media in Economic Development*", Roumeen Islam, ed. Washington D.C.: World Bank, 107–140.
- Dyck A., Zingales L., (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 59(2): 537–600.
- Ehrhardt O., Kuklinski J., Nowak E., (2006), "Unifications of dual-class shares in Germany: Empirical evidence on the effects of related changes in ownership structure, market value, and bid-ask spreads on the cost of capital", *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Enriques L., (2006), "EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?", *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 27(1): 1–78.
- Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21, 1, 117-140.
- Enriques L., (2009), "Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?", Working Paper, 123/2009.
- Easterbrook F., Fischel D., (1983), "Voting in Corporate Law", *Journal of Law and Economics*, 26, 650-659.
- Easterbrook F., Fischel D., (1991), "The Economic Structure of Corporate Law", Cambridge: Harvard University Press.

- Faccio M., Lang Larry H.P., "Separation of Ownership from Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western Europe", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong, 200.
- Faccio M., Lang Larry H.P., (2000), "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, forthcoming.
- Faccio M., Lang Larry H.P., (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65(3): 365–395.
- Fama E., Jensen M. C., (1983a), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Fama E., Jensen M. C., (1983b), "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics* 26: 327-349.
- Ferran E., (2004), "Building an EU Securities Market", Cambridge: Cambridge University Press.
- Ferrarini G. A., Giudici P., (2005), "Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case", ECGI Law Working Paper, 40/2005.
- Filatotchev I., Wright M., Bleaney M., (1999), "Privatization, Insider Control and Managerial Entrenchment in Russia", *Economics of Transition*, 7(2): 481–504.
- Fohlin C., (2005), "The History of Corporate Ownership and Control in Germany", in "A History of Corporate Governance around the World", ed. Randall K. Morck, 223-277, Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Friedman E., Johnson S., Mitton, T., (2003), "Propping and Tunneling. *Journal of Comparative Economics*", 31(4): 732-750.
- Fluc Z., (1995), "The Optimality of Debt vs Outside Equity", manuscript, New York University.
- Garvey G. T., Milbourn T. T., (2003), "Incentive compensation when executives can hedge the market: evidence of relative performance evaluation in the cross-section", *Journal of Finance*, 58, 1557–1582.
- Garvey, G. T., Milbourn, T. T., (2006), "Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad", *Journal of Financial Economics*, 82, 197-225.
- Gertner R., Scharfstein D., (1991), "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", *Law Journal*, 46, 1189-1222.
- Gertner R., Scharfstein D., Stein J., (1994), "Internal versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, CIX, 1211-1230.
- Gibbons R., Murphy K. J., (1990), "Relative performance evaluation for chief executive officers", *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 30-S-51-S.
- Gillan S., Hartzell J., Starks L., (2003), "Explaining corporate governance: boards, bylaws, and charter provisions", Working Paper, University of Delaware and University of Texas.
- Gilo D., (1996), "The anticompetitive effect of passive investment", Discussion paper no. 189, Harvard Law School Olin Center for Law, Economics, and Business.
- Gilson S., Kose J., Lang L., (1990), "Troubled Debt Restructurings: an Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics*, 27, 315-355.
- Gomes A., (1996), "Dynamics of Stock Prices, Manager Ownership, and Private Benefits of Control", Manuscript, Harvard University.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A., (2003), "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Grossman S., Hart O., (1980), "Takeovers bids, the free rider problems and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics* 11: 42-69.

- Grossman S., Hart O., (1986), "The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Grossman S., Hart O., (1988), "One-share, one-vote, and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Grossman S., Stiglitz J. E., (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" *American Economic Review* 70(3): 393–408.
- Grundfest J. (1990), "Subordination of American Capital", *Journal of Financial Economics*, 27, 89-114.
- Hall B. J., Liebman J. B., (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics*, CXIII, 653–691.
- Hall B. J., (1999), "The design of multi-year stock option plans". *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 97–106.
- Hansmann H., (1996), "The Ownership of Enterprise". Cambridge MA: Belknap Harvard.
- Hansmann H., (1988), "Ownership of the Firm," *Journal of Law, Economics and Organization*, 4, 267-304.
- Harris, M., Artur Raviv (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt." *Journal of Finance*, 45, 321-50.
- Hart O., (1995), "Firms, Contracts, and Financial Structure", London: Oxford University Press.
- Hart O., Moore J., (1989), "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt", manuscript, Harvard University.
- Hart O., Moore J., (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm." *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Hart O., Moore J., (1994a), "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital", *Quarterly Journal of Economics*, 439, 841-879.
- Hart O., Moore J., (1994b), "The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership", manuscript, Harvard University.
- Hart O., Moore J., (1995), "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management", *American Economic Review*, 85, 567-585.
- Hauser S., Lauterbach B., (2004), "The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual-class stock unifications", *Review of Financial Studies*, 17, 1167-1184.
- Hayek F., (1960), "The Constitution of Liberty", London: Routledge and Kegan Paul.
- Heaney R., Holmen M., (2008), "Family Ownership and the Cost of under-Diversification", *Applied Financial Economics*, 18, 1721.
- Hellman J. S., Geraint J., Kaufmann D., (2003), "Seize the State, Seize the Day: State Capture and Influence in Transition Economies", *Journal of Comparative Economics*, 31(4): 751–773.
- Herrnstein R., Murray C., (1994), "The Bell Curve: Intelligence and Class Structure in American Life", Free Press.
- Himmelberg C., Hubbard R.G., (2000), "Incentive pay and the market for CEOs: an analysis of pay-for performance sensitivity", Unpublished working paper, Columbia University, New York, NY.
- Hines J., (1996), "Altered States: Taxes and the Location of Foreign Direct Investment in America", *American Economic Review*, 86, 1076.
- Högfeldt P., (2005), "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden", in Morck Randall, ed. *A History of Corporate Governance around the World*, University of Chicago, Press 62.
- Holderness C. G., Sheehan D. P., (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1–2): 317–346.

- Holmstrom B., Milgrom P., (1987), "Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives", *Econometrica*, LV303–328.
- Hopt K., Gunther T., (1985), "Corporate Governance and Directors' Liabilities", Berlin: de Gruyter.
- Jensen M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *American Economic Review*, 76, 323-29.
- Jensen M. C., Meckling W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen M., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jin L., (2002), "CEO compensation, diversification and incentives", *Journal of Financial Economics*, 66, 29–63.
- Joh Sung-Wook, (2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, 68(2): 287-322.
- Johnson W. B., Magee R., Nagarajan N., e Newman H., (1985), "An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Ececutive Deaths: Implications for the Management Labor Market", *Journal of Accounting & Economics*, 7, 151-174.
- Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E., (2000), "Corporate governance in the Asian financial crisis, 1997-1998", *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (2000), "Tunneling, *American Economic Review*", 90, 22-27.
- *Journal of Economics*, 116, 901–932.
- Kamar E., (2006), "Beyond Competition for Incorporations", *Georgetown Law Journal*. 94(6): 1725–1770.
- Kaplan S., Stein J., (1993), "The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics*, CVIII, 313-357.
- Khanna T., (2000), "Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions", *European Economic Review*, 44, 4-6, 748-761.
- Khanna T., Palepu K., (2000b), "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance* 55(2): 867-891.
- Khanna T., Palepu K., (2000c), "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets", in: Garten Jeffrey ed. *World View: Global Strategies for the New Economy*, Harvard Business School Press, 21-36.
- Khanna T., Palepu K., (2005), "The Evolution of Concentrated Ownership in India: Broad Patterns and a History of the Indian Software Industry", in Morck, Randall, ed. *A History of Corporate Governance around the World*, University of Chicago Press, 283-320.
- Khanna T., Rivkin J. W., (2001), "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets", *Strategic Management Journal*, 22(1): 45–74.
- Khanna T., Yafeh Y., (2005), "Business Groups and Risk Sharing around the World", *Journal of Business*, 78(1): 301-340.
- Khanna T., Yafeh Y., (2007), "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", *Journal of Economic Literature*, 45(2): 331-372.
- Kincheloe J., Steinberg S., Gresson A., (1996), "Measured Lies: The Bell Curve Examined", St. Martin's Press.

- Kikeri S., Nellis J., Shirley M., (1992), "Privatization: The Lessons of Experience", Washington D.C., The World Bank.
- Krueger A., (1978), "Alternative Trade Strategies and Employment in LDCs", *American Economic Review*, 68, 270.
- Krueger A., (1993), "Virtuous and Vicious Circles in Economic Development", *American Economic Review*, 83(2): 351–55.
- Laffont J.-J., Tirole J., (1993), "A Theory of Incentives in Regulation and Procurement", Cambridge, MA: MIT Press.
- Lang L., (2005), "Governance and Expropriation. Corporate Governance in the New Global Economy", Elgar: Cheltenham.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1996), "Law and Finance", NBER Working Paper, 5661.
- La Porta R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., e Vishny, R. (1997), Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance* 52: 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1997a), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1997b), "Trust in Large Organizations." *American Economic Review*, 87(2): 333–338.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54(2): 471–518.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 329.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000b) "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance*, February 2000, 55(1), pp.1-33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2002), "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (2008), "The Economic Consequences of Legal Origins", 46 *J. Economic Literature*, 285.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Zamarripa G., (2003), "Related Lending", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 231–268.
- Lang L., Ofek E., Stulz R., (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, 40, 3-30.
- Lease R., McConnell J., Mikkelsen W., (1983), "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, 11, 439-471.
- Lease R., McConnell J., Mikkelsen W., (1984), "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", *Journal of Business*, 57, 443-467.
- Lee K., Kang Young-Sam, (2009), "Business Groups in Korea", in: Colpan Aslı & Hikino Takashi eds. *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press.
- Levine R., (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35(2): 688–726.
- Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1997), "Privatization in the United States", *RAND Journal of Economics*, 28(3): 447-471.

- Loper-de-Silanes F., (1994), "Determinants of Privatization Prices", manuscript, Harvard University.
- Lublin J. S., (2002), "Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited 'Consulting' Work", Wall Street Journal, September 13, B1.
- Maksimovic V., (1988), "Capital structure in repeated oligopolies", Rand Journal of Economics, 19, 389-407.
- Manne H., (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, 75, 110-126.
- Marris R., (1963), "A Model of the Managerial Enterprise", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 77, 185-209.
- Mayer C., (1990), "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development", in R. G. Hubbard (ed.), Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Chicago: University of Chicago Press.
- McConnell J., Muscarella C., (1986), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics, 14, 399-422.
- McConnell J., Servaes H., (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", Journal of Financial Economics, 27, 595-612.
- Megginson W., Nash R., Van Randenborgh M., (1994), "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms", Journal of Finance, XLIX, 403-452.
- Milbourn, T.T., (2003), "CEO reputation and stock-based compensation", Journal of Financial Economics, 68, 233-262.
- Milton H., Raviv A. (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", Journal of Finance, 45, 321-350.
- Modigliani F., e Merton M., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, 48(3): 261-297.
- Monks R., e Minow N., "Corporate Governance", 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399-411.
- Morck R., (2009), "The Riddle of The Great Pyramids", Working Paper, 14858.
- Morck R., Nakamura M., (2004), "Been There, Done That: A History of Corporate Ownership in Japan", Paper presented at the NBER 2003 Corporate Governance History Conference, Banff, Canada.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W., (1988a), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, 20, 293-315.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988b) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." Journal of Financial Economics, 20(1-2): 293-315.
- Morck R., Stangeland D., Yeung B., (2000), "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease", in Concentrated Corporate Ownership, Randall Morck, ed. Chicago: University of Chicago Press, 319-369.
- Morck R., Bernard Y., (2004), "Family Control and the Rent-Seeking Society", Entrepreneurship: Theory and Practice, 28(4): 391-409. 215-260.
- Morck R., Bernard Y., (2005), "Dividend Taxation and Corporate Governance", Journal of Economic Perspectives, 19(3): 163-180.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B., (2005c), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, Journal of Economic Literature", 43(3): 655-720.
- Morten B., (2000), "Political Ownership", Journal of Public Economics, 76, 559.
- Myers S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, 5, 147-175.

- Myers S., (1995), "Inside and Outside Equity Financing", manuscript, Massachusetts Institute of Technology.
- Myerson R., (1979), "Incentive compatibility and the bargaining problem", *Econometrica* 51: 1767-1797.
- Myers S., Majluf N., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Murphy K.J., Oyer P., (2003), "Discretion in executive incentive contracts", Unpublished working paper, University of Southern California, Los Angeles, California.
- Nenova T., (2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 68(3): 325–351.
- Okun A., (1975), "Equality and Efficiency: the Big Tradeoff", Brookings Institution, Washington.
- Organization for Economic Cooperation and Development, (1995), "Corporate Governance Environments in OECD Countries", February I.
- Oyer P., (2004), "Why do firms use incentives that have no incentive effects?", *Journal of Finance* 59, 1619–1649.
- Pajuste A., (2005), "Determinants and consequences of the unification of dual class shares", working paper, European Central Bank.
- Partch M. M., (1987), "The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 18, 313-339.
- Perez-Gonzalez F., (2002), "Does Inherit Control Hurt Firm Performance?", Columbia University Working Paper.
- Ponitff J., Shleifer A., Weisbach M., (1990), "Reversions of Excess Pension Assets after Takeovers", *Rand Journal of Economics*, 21, 600-613.
- Pound J., (1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Quinn L., (1995), "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements", in *Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation*, University of Cincinnati Law Review 63: 770–771.
- Randall S. T., Martin K. J., (1999), "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation", *University of Cincinnati Law Review* 67: 1021–1065.
- Rajan R., Servaes H., Zingales L., (1997), "The cost of diversity: Diversification discount and inefficient investment", University of Chicago working paper.
- Rajan R., Zingales L., (1996), "The tyranny of the inefficient: An enquiry into the adverse consequences of power struggles", NBER working paper # 5396.
- Rajan R., Zingales L., (1997), "The firm as a dedicated hierarchy", University of Chicago working paper.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (2003) "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century." *Journal of Financial Economics*, 69(1): 5–50.
- Rajan R., Zingales L., (2004), "Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity", Princeton University Press.
- Roe M. J., (1993), "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States", *The Yale Law Review*, 102, 1927-2003.
- Roe M. J., (2003), "Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact", Oxford and New York: Oxford University Press.

- Romano R., (1993), "The Genius of American Corporate Law", Washington D.C., American Enterprise Institute Press.
- Roll R., (1988) "R2", *Journal of Finance*, 43(3): 541–566.
- Rotemberg J., Scharfstein D., (1990), "Shareholder-value maximization and product market competition", *Review of Financial Studies*, 3, 367-391.
- Rosenstein-Rodan P., (1943), "Problems of Industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe", *Economic Journal*, 53, 202-211.
- Sappington D., Stiglitz J., (1987), "Privatization, Information and Incentives", *Journal of Policy Analysis and Management*, 6, 567-582.
- Sarkar J., (2009), "Business Groups in India", in: Colpan Asli & Hikino Takashi eds. *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press.
- Scharfstein D., (1988), "The disciplinary role of takeovers", *Review of Economic Studies*, 45, 185–199.
- Shapiro C., Willig R. D., (1990), "Economic Rationales for the Scope of Privatization", in E. N. Suleiman e J. Waterbury (eds), *The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization*, London: Westview Press, 55-87.
- Schultz E., (2001), "Big Send-Off: As Firms Pare Pensions for Most, They Boost Those for Executives", *Wall Street Journal*, A1.
- Shleifer A., (1997), "Government in Transition", *European Economic Review*, 41(3–5): 385–410.
- Shleifer A., (1998), "State Versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 12(4): 133-150
- Shleifer A., Summers L., (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in A. J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequence*, Chicago, University of Chicago Press, 65-88.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1986a), "Greenmail, Elite Knights, and Shareholder's Interest", *Rand Journal of Economics*, 17, 293-309.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1986b), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, Andrei, e Robert Vishny, XCIV (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 461–488.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1988), "Value Maximization and the Acquisition Process", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 7-20.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1989), "Management entrenchment: The case of manager-specific assets", *Journal of Financial Economics*, 25: 123-140.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1992), "Pervasive Shortages under Socialism", *RAND Journal of Economics*, 23(2): 237-246.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1992), "Corruption", *Quarterly Journal of Economics*, CVIII, 599-618.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1994), "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109(4): 995-1025.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1996), "A survey of corporate governance", Paper 5554.
- Shleifer A., Vishny R. W., (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Shleifer A., Wolfenzon D., (2002), "Investor Protection and Equity Markets", *Journal of Financial Economics*, 66(1): 3–27.
- Smith B. F., Amoako-Adu B., (1999), "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms", *Journal of Corporate Finance*, 5(4): 341–368.

- Smith C., Warner J. (1979), "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Standard and Poor's, (1995), "S&P Compustat ExecuComp: The Executive Compensation Database", McGraw-Hill, Englewood, Colorado.
- Strauss G., (2002), "CEOs Cash In after Tenure", *USA Today*, April 25, money section, 1B.
- Stulz R., (1988), "Managerial Control of Voting Rights", *Journal of Financial Economics*, 20, 25-59.
- Stulz R., (1988), "Managerial Control of Voting Rights", *Financing policies and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Stulz R., (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Stulz R., Williamson R., (2003), "Culture, Openness, and Finance", *Journal of Financial Economics*, 70(3): 313–349.
- Suskind R., (1991), "More Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures", *Wall Street Journal*, July 5, 1991, B1.
- Theisen M. R. (1998), "Empirical Evidence and Economic Comments on Board Structure in Germany", in: *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*, ed. Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge, 259–265, Oxford, Oxford University Press.
- Tobin J., (1982), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyd's Banking Review*, 153: 1–15.
- Tsui-Auch L. S., Yoshikawa T., (2009), "Business Groups in Singapore", in: Colpan Asli & Hikino Takashi eds. *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press.
- Ugurlu M., (2000), "Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry", *Journal of Economic Studies*, 27(6): 566–599.
- Volpin P. F., (2002), "Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, 64(1): 61–90.
- *Wall Street Journal*, (2003), "Pensions Fall—Not CEO's Bonus", Jesse Drucker, Theo Francis, June 18.
- Walking R., Long M., (1984), "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance", *Rand Journal of Economics*, 15, 54-68.
- Weber M., (1958), "The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism", New York: Scribner's Press.
- Weiss L., (1990), "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims", *Journal of Financial Economics*, 27, 285-314.
- Williamson O., (1985), "The Economic Institutions of Capitalism", New York, NY, The Free Press.
- Wolfenzon D., (1999), "A theory of pyramidal structures", Manuscript, Harvard University.
- Zingales L., (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *The Review of Financial Studies*, 7, 125-148.
- Zingales L., (1995a), "Insider ownership and the decision to go public", *Review of Economic Studies*, 62: 425-448.
- Zingales L., (1995b), "What Determines the Value of Corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, CX: 1047-1073.
- Zingales L., (1995), "What Determines the Value of Corporate Votes?" *Quarterly Journal of Economics*, CX: 1075-1110.
- Zingales L., (1997), "Corporate Governance", *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, forthcoming, University of Chicago.

Sitografia

- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/codice-di-autodisciplina.html>
- <https://www.investopedia.com/terms/a/adr.asp>
- <https://datateamoftheur.wordpress.com/2012/12/20/worldscope-data-in-datastream/>
- <https://gsblgz.uchicago.edu>
- <http://www.consob.it/web/area-pubblica/qg21>