

POLITECNICO DI TORINO

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



**Politecnico
di Torino**

Tesi di Laurea di II Livello

Blockholders e struttura proprietaria, effetti sul valore aziendale e sulla corporate governance: il caso delle imprese italiane

Relatrice:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidata:

Ginevra Maria Lentini

Anno Accademico 2024 - 2025

Abstract - Italiano

Questa tesi analizza il legame tra struttura proprietaria e performance delle imprese italiane quotate, con un focus sui *blockholders*, ovvero gli azionisti con la seconda quota rilevante. È stato utilizzato un modello panel a effetti fissi, valutando quattro indicatori: valore di mercato (Tobin's Q), redditività (ROA), leva finanziaria e crescita dimensionale.

I risultati evidenziano che i *blockholders* sono generalmente associati a effetti positivi, in particolare su crescita, redditività e valore percepito dal mercato, ma tendono a ridurre la leva finanziaria. Tuttavia, la loro efficacia si riduce in presenza di CEO familiari, suggerendo possibili conflitti di governance.

Gli investitori istituzionali risultano invece associati a performance negative, riflettendo un ruolo spesso passivo nel contesto italiano. I *blockholders* possono dunque assumere un ruolo chiave nella governance, ma il loro impatto dipende anche dal contesto e dalla composizione della proprietà.

Abstract - Inglese

This thesis examines the relationship between ownership structure and firm performance in Italian listed companies, focusing on *blockholders*, defined as the second-largest shareholders. A fixed-effects panel model is used to evaluate four indicators: market value (Tobin's Q), profitability (ROA), leverage, and firm growth.

Findings reveal that *blockholders* are generally associated with positive effects on growth, profitability, and market value, while reducing leverage. However, their role weakens when interacting with family CEOs, indicating potential governance frictions.

Institutional investors tend to be linked to negative outcomes, underscoring their passive role in the Italian context. Overall, *blockholders* can play a key role in governance, though their impact depends on ownership and governance structure.

Indice

Abstract - Italiano	5
Abstract - Inglese	5
Indice	5
Introduzione	III
1 Corporate Governance: fondamenti teorici	1
1.1. Panoramica generale.....	1
1.2. I due pilastri della Corporate Governance	4
1.2.1. Struttura finanziaria	5
1.2.2. Meccanismi interni ed esterni	6
1.3. Assetti proprietari e Costi di agenzia.....	12
2 La figura del blockholder.....	16
2.1. Il ruolo dei Blockholders.....	16
2.1.1. Diffusione dei Blockholders	17
2.1.2. Stabilità nel tempo dei blockholders	19
2.2. Tipi di investitori istituzionali.....	22
2.3. Due modalità di esercizio del potere: voice ed exit	24
2.4. Le motivazioni dietro l'investimento concentrato	26
2.5. Impatto dei blockholders sulle decisioni aziendali: retribuzione, leva finanziaria e acquisizioni	29
2.6. Rischi e benefici: il rapporto tra blockholder e valore aziendale	35
2.6.1. Trinomio potere, struttura proprietaria e performance	37
3 Blockholders e separazione tra proprietà e controllo: confronto internazionale	41
3.1. Il modello europeo: Germania, Francia e Spagna	41
3.2. Modello statunitense: proprietà diffusa e controllo di mercato.....	50
3.3. Il Regno Unito: proprietà diffusa, attivismo istituzionale e stewardship	56
3.4. Due modelli a confronto: Europa continentale vs mondo anglosassone	62
4 Il modello italiano: concentrazione familiare, coalizioni e agency cost.....	65

4.1.	Introduzione al contesto italiano	65
4.2.	La struttura proprietaria delle imprese italiane	67
4.3.	Il ruolo delle imprese familiari e dei blocchi multipli	75
4.4.	Coalizioni come meccanismo di controllo.....	80
5	Blockholders, investitori istituzionali e performance d'impresa: analisi empirica nel contesto italiano.....	83
5.1.	Dati e metodologia.....	84
5.2.	Statistiche descrittive	87
5.3.	Matrice delle correlazioni	90
5.4.	Regressioni Multivariate	91
6	Conclusioni e implicazioni future	113
	Bibliografia	115
	Lista delle figure	118
	Lista delle tabelle.....	119
	Appendice A – Legenda delle variabili.....	120

Introduzione

Il tema della struttura proprietaria è sempre stato centrale all'interno della governance aziendale, a partire dalla teoria dell'agenzia di Jensen e Meckling, è stato reso noto come il fenomeno di separazione tra proprietà e controllo possa generare conflitti di interesse tra manager e azionisti.

Per ridurre tali conflitti, si è cominciato a discutere della figura del blockholder (come meccanismo di controllo per una buona governance) ovvero quegli azionisti che detenendo una quota significativa del capitale sono in grado di esercitare un controllo più diretto e costante sul management, riducendo comportamenti opportunistici da parte di quest'ultimo.

Tuttavia, la loro influenza può variare in base a numerosi fattori, come la natura del controllo, il contesto istituzionale in cui l'impresa opera e la composizione del consiglio di amministrazione.

Questa tesi ha lo scopo di analizzare proprio il ruolo dei blockholders nel contesto italiano, caratterizzato da una prevalenza molto forte di imprese familiari, da frequenti sovrapposizioni tra controllo e proprietà e da un elevato grado di concentrazione proprietaria.

L'obiettivo che ci si prefigge di raggiungere è proprio quello di indagare se e in che modo la loro presenza possa influenzare le performance aziendali, l'uso della leva finanziaria, le strategie di crescita e il valore percepito dal mercato.

L'analisi si articola in due sezioni, nella prima viene fatta una rassegna teorica e comparativa per approfondire le principali teorie della corporate governance, offrendo anche una panoramica sui modelli internazionali, nella seconda, l'approccio è più empirico e si basa su un'analisi quantitativa condotta su un ampio campione di imprese italiane quotate, in cui vengono impiegati diversi indicatori di performance, struttura finanziaria e crescita al fine di cogliere il reale impatto della figura del blockholders.

Attraverso questo lavoro si cerca di contribuire alla comprensione di un fenomeno che nonostante sia molto presente sul territorio italiano sia stato ancora poco esplorato per via della sua complessità, l'obiettivo è offrire spunti utili alla ricerca accademica e al dibattito sulla qualità della corporate governance, soprattutto in un Paese in cui i piccoli azionisti risultano spesso debolmente tutelati.

1 Corporate Governance: fondamenti teorici

1.1. Panoramica generale

Nel contesto odierno, in continua evoluzione, *la corporate governance* risulta avere rilevanza centrale per tutte le imprese che intendono mantenere un'elevata competitività e gestire in maniera efficiente le proprie risorse.

La crescente attenzione che si è sviluppata attorno a questa tematica deriva dalla necessità di voler mitigare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere tra gli stakeholders al fine di rendere le operazioni aziendali trasparenti ed efficienti; rappresenta infatti, un elemento fondamentale in quanto risulta essere promotrice di stabilità aziendale, facilitando così, il successo dell'attività imprenditoriale.

Tale termine si compone di un insieme di norme, processi e istituzioni che regolano l'amministrazione e il controllo dell'impresa, con particolare attenzione all'allineamento degli obiettivi aziendali con quelli degli stakeholder (Khan, 2011).

Corporate governance, termine frutto dell'epoca moderna affonda le sue radici a partire dal 1932, in cui Adolph Berle e Gardiner Means arrivarono al punto di suggerire che questo problema rendeva la corporation una forma di organizzazione insostenibile.

Nel corso degli anni tale concetto è stato affrontato in modo differente e questo ha portato a non avere una definizione univoca che possa comprendere tutte le caratteristiche che tale espressione ingloba.

Zingales (1998) la definisce come *"allocation of ownership, capital structure, managerial incentive schemes, takeovers, board of directors, pressure from institutional investors, product market competition, labour market competition, organisational structure, etc., can all be thought of as institutions that affect the process through which quasi-rents are distributed (p. 4)"*, Shleifer and Vishny (1997) ne forniscono un'accezione più finanziaria *"the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment (p.737)"*.

L'OCSE nel 1999 ha definito la governance aziendale come:

"Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance."

Oman (2001) ha definito la governance aziendale come un termine che si riferisce alle istituzioni pubbliche e private che includono leggi, regolamenti e pratiche commerciali che regolano la relazione tra i dirigenti aziendali e gli stakeholder, La Porta, Silanes e Shliefer (2000, 2002) considerano la governance aziendale come un insieme di meccanismi attraverso i quali gli investitori esterni (azionisti) si proteggono dagli investitori interni (manager).

L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico fornisce un'altra prospettiva affermando che: *"corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled* (Khan, 2011).

Nel 2004, la Banca Centrale Europea fornisce una sua definizione, dicendo che essa incarna: *"L'insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di governo societario specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale."* (Europea, 2004).

Secondo un'analisi riportata in Law, Corporate Governance and Accounting: European Perspectives (Victoria Krivogorsky) la definizione tedesca, per esempio, pone l'attenzione su *"legal and factual regulatory framework for managing and supervising a company"*; quella italiana, invece, riportata nel Codice Preda, enfatizza l'importanza di *"norms, traditions and patterns of behavior developed by each economic and legal system"* scrivendo che:

"Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system [...] the main aim of a good Corporate Governance system is creating shareholder value"; mentre quella olandese sottolinea l'importanza del "sound management and proper supervision ... [and] division of duties and responsibilities and powers effecting the satisfactory balance of influence of all the stakeholders".

Il Cadbury Report (1992) ci ha fornito l'eredità della definizione di corporate governance come:

"The system by which companies are directed and controlled".

Esso è stato correttamente accolto universalmente e potrebbe quasi essere considerato un luogo comune per la governance aziendale, l'obiettivo era stabilire un codice di buone pratiche, evitando al contempo un approccio rigido e universale. Il rapporto Cadbury identifica tre temi per rafforzare il sistema unitario del consiglio di amministrazione di tutte le società quotate e riassume le loro raccomandazioni in un codice di buone pratiche: la struttura e le responsabilità dei consigli di amministrazione; il ruolo dei revisori e le raccomandazioni alla professione contabile; e i diritti e le responsabilità degli azionisti. (Nieto, 1992).

L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) promuove i Principi di governance aziendale G20/OCSE 2015 come mezzo per "sostenere gli investimenti come potente motore di crescita" (Alvarez-Macotella & Siems, 2017).

Si può dunque affermare che, la creazione della corporate governance nasce da una profonda esigenza, ovvero quella di voler risolvere potenziali problematiche derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo che derivano da una forma moderna di organizzazione aziendale. La si può pensare come un insieme di norme e meccanismi istituzionali che mirano ad indurre i manager a gestire la società perseguendo l'interesse degli azionisti, ovvero quello di massimizzare il valore dell'impresa.

Eppure, è evidente come la maggior parte degli articoli scritti sulla governance aziendale sottolineino che tale intuizione fondamentale, sembrerebbe non essere figlia dell'epoca moderna, ma risulti essere antecedente ad essa.

Lo stesso Adam Smith, nel 1776, scrivendo sui manager professionisti nel suo *Wealth of Nations*, affermò che: "Essendo i gestori del denaro altrui [piuttosto che del proprio] ... non ci si può aspettare che vi vigilino con la stessa ansiosa vigilanza ..."

Nel 1932, Adolph Berle e Gardiner Means arrivarono al punto di suggerire che questo problema rendeva la corporation una forma di organizzazione insostenibile.

Nonostante tali intuizioni cominciarono già ad essere particolarmente evidenti in epoche precedenti, oggi ci si riferisce alla corporate governance come ad argomento molto dibattuto in epoca moderna poiché la vera e propria ondata di ricerca su tale tematica ha cominciato a prendere piede nei primi anni '70.

La vera e propria ondata di ricerca sulla governance aziendale da parte degli economisti finanziari è iniziata con la pubblicazione nel 1976 del trattato di Michael Jensen e William Meckling sulla teoria dell'impresa, in cui vengono applicate la teoria dell'agenzia alla società moderna e il costo d'agenzia.

Jensen e Meckling hanno dimostrato che un manager che non risulti esser proprietario per il 100% dei diritti di flusso di cassa residui dell'impresa può sviluppare una forma di conflitti di interesse con gli azionisti esterni. Da tale momento in poi, gli economisti finanziari hanno lavorato per comprendere, definire, misurare e ridurre al minimo questi conflitti, in particolare riducendo al minimo l'impatto sul valore aziendale.

1.2. I due pilastri della Corporate Governance

Il termine Corporate governance rappresenta l'insieme dei meccanismi e strutture che regolano il funzionamento delle imprese, essa gioca un ruolo fondamentale nel garantire l'equilibrio tra gli interessi di tutti gli stakeholders coinvolti.

Zingales la definisce come: "L'insieme complesso dei vincoli che modellano le negoziazioni ex-post delle quasi rendite generate da un'impresa"; mentre Shleifer e Vishny la indicano come: "It deals with the ways in which suppliers of finance corporations assure themselves of getting a return on their investment".

Risulta evidente come nel primo caso si faccia maggiormente riferimento alla presenza e alla gestione delle quasi-rendite generate dall'impresa, cioè il valore generato, di cui qualcuno si appropria sottraendole così agli investitori, ed ecco che diventa necessaria la presenza della governance aziendale che metta dei vincoli impedendone così l'appropriazione illecita.

Quindi uno degli obiettivi della corporate governance è la tutela degli investitori da questo rischio di appropriazione da parte dei manager, infatti, possono verificarsi strategie di over-investment (come lo stesso Marris sottolinea) in cui i manager spinti dal potere e dalla voglia di ampliare il proprio prestigio personale vogliono a tutti i costi investire per espandere l'impresa oltre un livello ottimale causando la distruzione del valore aziendale.

La seconda definizione data dagli autori Shleifer e Vishny si fonda maggiormente sui diritti degli azionisti, che sono sostanzialmente due:

- Diritto al profitto: gli azionisti hanno diritto ad una parte degli utili dell'impresa sottoforma di dividendi
- Diritto al voto: permette agli azionisti di partecipare alle decisioni strategiche tra cui la nomina del Cda e le approvazioni delle politiche aziendali, diritto di cui raramente si avvalgono rendendo così difficile il controllo dei manager

Per dare solidità a questi diritti e rendere minimi i conflitti di interessi tra gli attori coinvolti possiamo definire che la governance si basa su due pilastri fondamentali:

- Struttura finanziaria
- Procedure di controllo dell'impresa o meccanismi interni ed esterni

1.2.1. Struttura finanziaria

Un primo strumento di governance è la struttura finanziaria essa è un passaggio chiave poiché influenza non solo il modo in cui le risorse finanziarie vengono raccolte ma rappresenta il modo di investire dell'impresa e di conseguenza anche i rendimenti che vengono ottenuti.

Infatti, in base a come viene finanziata l'impresa, c'è un impatto nel modo in cui il rendimento d'impresa viene restituito agli azionisti; dunque, dietro la struttura finanziaria si celano tre conflitti di interesse tra:

- Azionisti e creditori (Debito vs Equity)
- Imprenditore e investitore
- Inside equity e outside equity

Gli azionisti in quanto tali sono neutrali al rischio, sono coloro che forniscono il capitale e rischiano solo ciò che investono, quindi pur di ottenere il massimo guadagno da un'operazione possono accettare di perseguire progetti molto rischiosi che potrebbero compromettere la solvibilità dell'impresa non rispondendo in modo diretto degli eventuali debiti che potrebbero insorgere, quindi sono disposti ad accettare progetti più rischiosi in quanto generalmente i ricavi da tali progetti risultano essere più elevati e se hanno successo si traducono automaticamente in aumento del valore delle azioni.

I creditori al contrario sono avversi al rischio, per questo motivo preferiscono finanziare progetti poco rischiosi, portando però l'impresa a generare rendimenti inferiori per gli azionisti, il loro unico interesse, infatti, risiede nella possibilità di ottenere indietro il capitale prestato maggiorato dei tassi di interesse.

Questo conflitto di interesse presenta un notevole impatto nella scelta della struttura finanziaria in quanto la necessità di coniugare gli interessi di questi due attori porta spesso alla scelta di progetti sub-ottimali che possono causare la riduzione del valore di impresa.

Un importante conflitto di interesse nasce tra azionisti interni ed esterni, i primi comprendono i fondatori e i manager che essendo interni ai processi aziendali possiedono informazioni aggiuntive influenzando così le decisioni strategiche, i

secondi sono coloro che pur detenendo partecipazioni all'interno dell'azienda non hanno peso decisionale perché sono in svantaggio informativo e questo squilibrio può portare a situazioni di governance non efficaci.

Ultimo conflitto nasce tra imprenditori e investitori esterni, soprattutto nelle start-up o in imprese non ancora mature, in queste situazioni l'investitore si affida all'imprenditore e da qui nascono potenziali conflitti, in quanto si vengono a creare delle asimmetrie informative tra imprenditore, che in quanto fondatore ha una propria visione della direzione aziendale e potrebbe essere spinto a perseguire decisioni che portino ad incrementare il proprio potere all'interno dell'azienda, e investitore che, come avveniva nel caso precedente, si trova in una situazione di inferiorità informativa, non avendo la possibilità di monitorare l'operato dell'imprenditore in modo diretto e se l'impresa non raggiunge i risultati attesi questi potrebbero ritirare i finanziamenti generando un problema di liquidità per l'impresa stessa.

1.2.2. Meccanismi interni ed esterni

Finora ciò che è stato reso chiaro è che i problemi di corporate governance nascono dal fatto che sussiste una separazione tra proprietà e controllo, questo porta al sorgere di asimmetrie informative e ad appropriazione del controllo all'interno dell'impresa.

Dunque, sono stati introdotti dei meccanismi di corporate governance che si prefiggono l'obiettivo di regolare tali problematiche e di raddrizzare gli incentivi di chi ha il controllo in modo da tutelare anche gli azionisti.

Tali meccanismi sono stati suddivisi dagli studiosi di Harvard in due macro-gruppi:

- Meccanismi interni
- Meccanismi esterni

I primi sono dei meccanismi delicati in quanto sono nelle mani dell'impresa e agiscono attraverso il consiglio di amministrazione, dunque sono condizionabili dall'interno, pur essendo definite internamente le scelte prese dall'impresa segnalano comunque qualcosa all'esterno.

1.2.2.1. Meccanismi esterni

I meccanismi esterni che contribuiscono alla disciplina del manager e alla conseguente tutela degli azionisti sono principalmente quattro:

1. La scalata

2. La pressione competitiva sul mercato dei beni
3. La competizione sul mercato dei manager
4. Il contesto istituzionale

Il primo meccanismo esterno è rappresentato dalla scalata o dalla sua alternativa meno costosa la proxy fight, che rappresenta un meccanismo di disciplina per il manager perché impone la minaccia di takeover ovvero una minaccia costante per i manager inefficienti, infatti come sosteneva Marris, se l'impresa diventa vulnerabile e potenzialmente soggetta ad una acquisizione ostile ecco che il management viene fortemente incentivato a riequilibrare la situazione aziendale poiché rischierebbe di essere sostituito perdendo così ogni suo privilegio.

Secondo Marris, infatti, un'impresa diventa soggetta ad una possibile scalata quando l'Evaluation Ratio (ER) cioè il rapporto tra il valore di mercato e il valore di libro risulta essere inferiore ad uno ($ER < 1$), basterebbe infatti solo la minaccia di una possibile scalata per far sì che il manager si impegni a riportare tale rapporto ad un valore superiore ad uno così da mantenere il proprio posto di lavoro ed evitare la sua espropriazione.

Questo meccanismo come evidenziato, risulta essere particolarmente efficiente, in quanto non è necessario che si verifichi tale evento ma basta semplicemente la minaccia di una potenziale scalata per far sì che il manager inefficiente raddrizzi il proprio operato allineando i propri interessi con quelli degli azionisti.

Tale minaccia è credibile però fintantoché non è presente un "Large Shareholders" cioè un'azionista di maggioranza assoluta che, possedendo una quota di azioni talmente elevata rende impossibile il verificarsi della scalata stessa, se quest'ultimo possiede, ad esempio, il 51% delle azioni della società (o più) l'acquisizione ostile diviene non possibile e il meccanismo di disciplina per il manager perde ogni sua efficacia.

Un'alternativa alla scalata è rappresentata dalla proxy fight detta anche "guerra delle deleghe", uno strumento che consente agli azionisti di raccogliere le deleghe di voto da parte di altri azionisti che non risultano essere attivi all'interno dell'impresa per modificare l'assetto del consiglio di amministrazione così da esercitare il controllo senza dover necessariamente dover acquisire la maggioranza del capitale.

Un altro elemento di disciplina è rappresentato dal contesto in cui l'impresa opera, spingendo così il manager ad autodisciplinarsi, la pressione competitiva, forza il manager a massimizzare la propria efficienza e a ridurre gli sprechi, infatti se il settore in cui l'impresa opera risulta essere particolarmente ostile, il manager per evitare che l'impresa fallisca deve necessariamente innovare e ridurre i costi in modo tale da permettere all'impresa stessa di sopravvivere e mantenere il proprio posizionamento sul mercato.

Questo strumento dunque, risulta essere proficuo in contesti fortemente competitivi che non permettono al manager di appropriarsi dei benefici privati e di confluire tutte le risorse dell'impresa in nuovi investimenti, mantenendo un free cash flow prossimo allo zero; ma se il settore in cui l'impresa opera è protetto, come ad esempio i servizi regolamentati, il manager può avere maggiore discrezionalità con il rischio che preferisca perseguire obiettivi personali piuttosto che il valore per gli azionisti.

Un ulteriore meccanismo di disciplina è senza dubbio rappresentato dalla competizione nel mercato dei manager, cioè un meccanismo attraverso il quale le imprese sostituiscono i dirigenti inefficaci con quelli più qualificati.

Se si opera in contesti caratterizzati da elevata mobilità manageriale, risulta particolarmente facile licenziare un CEO non performante sostituendolo con una figura più efficiente, tale ricambio diventa molto più complicato in contesti con scarsa mobilità in cui anche se il manager non svolge efficacemente il proprio lavoro non può essere sostituito.

In questo contesto di competizione tra manager bisogna considerare due ulteriori aspetti che consentono al dirigente di autodisciplinarsi e sono: la struttura di remunerazione e la reputazione dei manager, il primo si basa sul modello "Pay for Performance" che prevede di combinare stipendio fisso e compensi variabili legati ai risultati aziendali ottenuti, incentivando così i manager a perseguire gli obiettivi aziendali e il secondo che invece riguarda la possibilità di ottenere nel corso della propria carriera dei ruoli prestigiosi grazie alla costruzione di una carriera costellata da una serie di risultati positivi, tale reputazione però diviene meno efficace con l'avanzare d'età e si registra un effetto quasi nullo a fine carriera.

Ultimo meccanismo esterno è relativo al contesto istituzionale e normativo in cui l'impresa opera, questo include a sua volta:

- Il sistema giuridico
- Il diritto di impresa
- Il sistema legale
- I codici di autodisciplina e le associazioni professionali

Uno studio empirico ha mostrato l'esistenza di una correlazione positiva tra un efficiente sistema giudiziario e uno sviluppo efficace dell'impresa, in paesi come l'Italia in cui è stata riscontrata una marcata lentezza nei processi civili, le imprese tendono ad essere meno operative e sono esposte a maggiori rischi legali che ne limitano la competitività.

Inoltre, la protezione che gli investitori ricevono dipende sostanzialmente dal quadro normativo di riferimento se è di tipo Civil Law (Es. Italia, Francia) o Common Law (tipica dei paesi anglosassoni come USA e Regno Unito), nel primo contesto la

protezione degli azionisti è meno efficace con un maggiore rischio di espropriazione degli azionisti di controllo, nel secondo esistono invece una serie di leggi volte a tutelare tali azionisti, favorendo la trasparenza e il rispetto dei diritti degli investitori.

Sempre nel contesto istituzionale ricoprono un importante ruolo i codici di autodisciplina e la presenza di associazioni professionali che possono migliorare la governance aziendale, infatti grazie alla presenza di sindacati, revisori e analisti finanziari molto preparati dal punto di vista finanziario è possibile rilevare determinate inconsistenze all'interno dei dati finanziari e di bilancio presentati, riducendo così la possibilità di comportamenti opportunistici da parte del management.

1.2.2.2. Meccanismi interni

Insieme ai meccanismi esterni sopracitati, nel contesto della corporate governance particolare rilevanza rivestono anche i meccanismi interni, che derivano da scelte prese internamente all'impresa e rivelano le intenzioni di quest'ultima su come regolare le relazioni con gli outsider, tali meccanismi sono principalmente cinque:

- Consiglio di amministrazione
- Schemi di retribuzione del manager
- Blockholders
- Struttura del capitale
- Struttura dei diritti di voto

Un elemento chiave è quello del consiglio di amministrazione, che altro non è che l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, quest'ultimi infatti nominano o eleggono i propri rappresentanti all'interno del CdA tramite un meccanismo di votazione e tali rappresentanti dovrebbero poi agire negli interessi degli azionisti che li hanno votati.

Il CdA ha un duplice ruolo da un lato deve supervisionare l'operato del management per assicurarsi che le decisioni prese siano in linea con gli interessi degli azionisti e che quindi portino alla creazione di valore all'interno dell'impresa, e dall'altro deve fornire un metodo d'azione per portare l'impresa a svilupparsi in maniera efficiente; dunque, hanno un ruolo da tramite tra azionisti e manager.

Il problema principale è che il ruolo che questo consiglio dovrebbe ricoprire non corrisponde spesso a ciò che nella realtà è la loro metodologia di azione, in quanto, spesso le scelte che il CdA compie sono del tutto indipendenti da ciò che invece gli azionisti desiderano o per lo meno perseguono principalmente il volere degli azionisti di maggioranza assoluta o relativa trascurando invece le necessità dei piccoli azionisti.

Quindi questo sistema che in teoria dovrebbe essere ottimale sia nel mettere in comunicazione chi rischia con il proprio capitale e chi invece ne assume il controllo e ad avere, allo stesso tempo, un ruolo di disciplina per qualsiasi comportamento, presenta un anello debole che ne interrompe i benefici, ovvero che la partecipazione assembleare da parte degli azionisti di minoranza è minima, questo porta inevitabilmente a comportamenti di free riding rischiando così di perseguire comportamenti volti a favorire solo gli azionisti di maggioranza, intraprendendo comportamenti non allineati agli interessi di tutti gli azionisti.

Per fronteggiare tale problematica all'interno del CdA è stata inserita la figura di un Amministratore Indipendente che non è un insider ma che ha la funzione di controllare l'operato di quest'ultimi, facendosi portavoce degli azionisti che avrebbero meno possibilità di espressione all'interno dell'impresa.

Per valutarne l'efficacia sono stati compiuti una serie di studi empirici, per ricercare una correlazione positiva tra performance, valore aziendale e la presenza di tali figure, quello che è stato riscontrato è che quando vi sono tali amministratori è più probabile che il manager venga licenziato dopo una serie di "bad results", riscontrando dunque un turnover manageriale più serrato rispetto ai contesti in cui tale figura non è presente, inoltre il mercato è molto attento alla presenza di questi ultimi nelle imprese, mostrando reazioni positive in termini di prezzo grazie alla loro presenza.

Quello che non si è stati in grado di definire è stata la correlazione positiva tra la presenza di tali amministratori e le performance aziendali, poiché non è stato semplice isolarne l'effetto, ma sicuramente come detto sopra la loro presenza ha comunque portato una serie di effetti positivi per l'impresa.

Un altro meccanismo molto valido è rappresentato dalla remunerazione dei dirigenti, che come detto prima rappresenta un ottimo strumento di disciplina per i manager.

La remunerazione di un dirigente può essere costituita da diversi componenti alcuni più o meno efficienti di altri, tra cui lo stipendio che rappresenta una somma predefinita a livello contrattuale che è indipendente dalle performance aziendali, al quale si aggiungono bonus legati a risultati aziendali ottenuti nel breve periodo.

Si è visto però come questi due elementi non abbiano particolare capacità incentivante a differenza invece di uno strumento introdotto successivamente nel tempo rappresentato dalle stock options poiché spingono il manager a perseguire obiettivi di lungo termine piuttosto che nel breve periodo.

L'idea alla base di quest'ultime è quello di fornire il diritto di acquistare azioni della società ad un prezzo prestabilito incentivando il manager a far crescere il valore aziendale nel tempo, affinché il valore azionario delle azioni salga, facendo aumentare

il prezzo cosicché quest'ultimo ottenga il più grande margine possibile al momento della vendita.

Tuttavia, questo meccanismo che sembrava essere perfetto e senza alcun intoppo si è scoperto essere costituito da una serie di criticità tra cui:

- Miopia manageriale: che spinge il dirigente a fare di tutto pur di ottenere il massimo guadagno dalla vendita di tali azioni, fino al punto di manipolare il bilancio aziendale per massimizzare il valore dell'impresa
- Back-dating delle opzioni: che consiste nella modifica della data di assegnazione delle stock options per trarne vantaggio personale, così da massimizzare il valore di riscossione di tali titoli
- Eccessivo rischio: che porta i manager accecati dalla possibilità di ottenere maggiori vantaggi ad assumere decisioni finanziarie troppo rischiose con catastrofici effetti sulla stabilità aziendale.

Oltre al CdA e al sistema di remunerazione dei dirigenti, un ulteriore meccanismo interno è rappresentato dalla presenza dei blockholders e degli investitori istituzionali.

I blockholders svolgono un ruolo cruciale nel mondo dell'azionariato. Si tratta di grandi investitori che detengono un numero significativo di azioni di una società, spesso superando la soglia del 5%, tale figura nasce per contrastare quella dei grandi azionisti di maggioranza assoluta o relativa, in un certo senso fanno da contrappeso a quello che precedentemente è stato definito Large Shareholder, essi rappresentano un vero e proprio strumento di disciplina impedendo ai manager l'estrazione dei benefici privati, avendo l'interesse economico ma anche le capacità di influenzare la governance aziendale svolgendo azioni di monitoring.

Questo risulta valido finché il blockholder è un soggetto indipendente, poiché se presenta un qualche tipo di legame con il manager o con altri azionisti di controllo, potrebbe perseguire strategie opportunistiche rendendo meno efficace il controllo stesso.

Gli investitori istituzionali come i fondi pensione o hedge funds hanno assunto nel corso del tempo un ruolo determinante nelle corporate governance, il loro compito consiste nel raccogliere capitale dai risparmiatori e reinvestirlo in un portafoglio diversificato che spesso include partecipazioni azionarie rilevanti, inizialmente la loro figura veniva vista passivamente in quanto pur detenendo quote significative di un'impresa preferivano non interferire nella gestione, nel corso del tempo però la loro influenza si è resa sempre più determinante, infatti si sono verificati una serie di casi in cui hanno esercitato pressioni sul CdA poiché questi ultimi elargivano retribuzioni troppo elevate ai dirigenti o in altri casi hanno preferito allearsi tra loro per contrastare decisioni poco trasparenti o per denunciare strategie aziendali pericolose.

Un ultimo meccanismo interno è rappresentato dalla presenza del debito all'interno dell'impresa, Jensen sosteneva infatti che il debito potesse essere un ottimo strumento di governance in quanto sottoposto ad obbligo di rimborso, dunque un'impresa con elevati livelli di quest'ultimo deve garantire flussi di cassa costanti, questo disciplina il manager a perseguire investimenti redditizi e a compiere operazioni che diano stabilità all'impresa, infatti se l'impresa non è in grado di ripagare il debito rischia di essere insolvente e di finire in bancarotta o subire come detto precedentemente una scalata ostile.

La minaccia del fallimento spinge il manager ad agire nel miglior modo possibile per l'impresa, ma l'utilizzo di tale strumento per ridurre il conflitto tra insider e outsider presenta anche dei rischi; infatti, un'eccessiva leva finanziaria può rendere l'impresa più vulnerabile e quindi è opportuno trovare un equilibrio tra capitale proprio e debito così da non compromettere la stabilità aziendale

1.3. Assetti proprietari e Costi di agenzia

Come definito precedentemente la base per lo studio della corporate governance fu posta da Jensen e Meckling (Jensen & Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976) che, nella loro analisi sui costi di agenzia e sulla natura contrattuale delle imprese, hanno presentato intuizioni che risultano rilevanti per qualsiasi tipo di azienda, indipendentemente da dimensioni e struttura proprietaria.

Nel 1976 pubblicarono un articolo nel quale esponevano la loro idea sul rapporto d'agenzia, In *Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* essi affermano che una relazione d'agenzia è:

"[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal".

Inizialmente nel loro studio presero in esame un modello base, in cui non vi era alcuna separazione tra proprietà e controllo e in cui il proprietario deteneva l'intero capitale.

Nei modelli economici di base, infatti, l'impresa veniva vista come una "black-box", in cui semplicemente si definiva quest'ultima come un'entità che fosse in grado di trasformare gli input in output massimizzando il profitto, ignorando però ogni dinamica interna e i vari attori coinvolti nel processo.

Tale analisi fu poi ampliata progressivamente, come definito sopra infatti, gli autori criticano aspramente tale visione semplificata e supportano la tesi per cui l'impresa sia invece da considerarsi come un insieme di contratti tra soggetti che perseguono interessi differenti e questo porta inevitabilmente al sorgere di problemi di governance.

Una relazione di agenzia, dunque, la si può definire come un contratto in base al quale una o più persone (principale/i) ingaggiano un altro individuo (agente) per svolgere un lavoro per loro conto e questo implica l'assegnazione di una certa autorità decisionale all'agente.

Se entrambe le parti sono propense alla massimizzazione della loro utilità allora vi sono buone probabilità che l'agente persegua i propri interessi e non quelli del principale, e questo può portare alla nascita dei cosiddetti "costi di agenzia".

Tali costi ovviamente possono essere ridotti da parte del principale stabilendo incentivi appropriati per l'agente o sostenendo dei costi di monitoraggio, tuttavia, non è possibile ridurli a zero, sperando che l'agente prenda decisioni volte solo nell'interesse dell'apportatore di capitale.

Definiamo i costi di agenzia come la somma di:

1. Spese di monitoraggio del principale
2. Spese di fideiussione dell'agente
3. Perdita residua

La separazione tra proprietà e controllo, implica che il potere decisionale venga affidato ad un manager che pur operando nell'azienda stessa non risulta esserne il proprietario, questo scenario genera un'asimmetria informativa tra le due parti: da un lato vi sono gli azionisti in condizioni di inferiorità informativa rispetto ai manager, dall'altro questi ultimi che in quanto gestori dell'impresa possiedono conoscenze approfondite sull'azienda e sulle sue possibili evoluzioni future. Inoltre, non vi è alcuna garanzia che le decisioni prese dai manager siano volte a massimizzare il valore dell'impresa piuttosto che i propri interessi personali.

"Vi è un che di magico nell'esistenza di un mercato dei titoli: un mercato in cui gli investitori sono disposti a versare somme ingenti a degli sconosciuti per ottenere diritti intangibili, il cui valore dipende interamente dalle informazioni che vengono rese disponibili e dall'onestà del venditore" (Black, 2001).

Questo potenziale conflitto d'interessi condiziona le scelte di finanziamento dell'impresa e di investimento del risparmiatore generando così un costo (il costo d'agenzia) che, in generale, si manifesta nella differenza fra le scelte ottimali, presenti

quando vi è piena sovrapposizione tra proprietà e controllo e quelle subottimali, quando proprietà e gestione sono separate.

Tali divergenze tra manager e azionisti sono collegate strettamente a due problemi, tipici delle asimmetrie informative che sono:

- Selezione avversa
- Rischio morale

La prima asimmetria si verifica quando il gestore possiede, ex ante, maggiori informazioni rispetto agli investitori riguardo la futura redditività dell'azienda, questo ha a che fare con il mercato di capitale di rischio poiché le imprese che possiedono progetti validi potrebbero avere difficoltà nel reperire i fondi sufficienti, gli investitori infatti non avendo informazioni complete sottovalutano tale investimento e dunque le società potenzialmente meritevoli rischiano di essere tagliate fuori dal mercato.

La seconda si manifesta, ex post, quando il manager, una volta ottenuti i finanziamenti può o ridurre il proprio sforzo o utilizzare le risorse aziendali per perseguire obiettivi personali, scegliendo ad esempio, di finanziare attività per migliorare il proprio prestigio senza alcun reale beneficio per gli azionisti.

Jensen e Meckling nel loro studio pongono in particolar modo l'accento sulla struttura proprietaria e come quest'ultima possa avere un'influenza spiccata sul comportamento del manager a seconda della percentuale di potere che questo possiede, distinguendo due casistiche:

- Proprietario possiede il 100% dell'impresa
- Proprietario possiede una quota α dell'impresa e cede $1-\alpha$

Nel primo caso se l'impresa è interamente posseduta e gestita dal proprietario questo prenderà decisioni volte a massimizzare la sua utilità e non solo, poiché quest'ultima non è relativa solamente al rendimento finanziario dell'impresa ma è legata ad una serie di benefici non monetari che può ottenere proprio dallo svolgimento dell'attività imprenditoriale. Di questi fanno parte, ad esempio, l'arredamento dell'ufficio, la scelta del personale, la possibilità di operare in un ambiente conforme alle sue preferenze e la gestione delle relazioni interpersonali.

Inoltre, potrebbe verificarsi che il proprietario adotti possibili decisioni volte ad acquisire beni e/o servizi da fornitori o amici, senza che quest'ultimi siano necessariamente ottimali per la massimizzazione del valore dell'impresa o che acquisti strumenti di lavoro sovradimensionati rispetto alle reali necessità dell'azienda.

Nel secondo caso, il proprietario sceglie di cedere una parte della società ad investitori esterni e questo porta al nascere di interessi divergenti tra le due parti.

Ecco che questa dinamica porta al nascere dei problemi di agenzia poiché il manager non sopportando più interamente il costo delle proprie decisioni, è incentivato a trarre maggiori benefici personali, e a ridurre così i benefici spettanti agli azionisti. Tale comportamento può essere in parte limitato attraverso l'attività di "monitoring" da parte degli azionisti esterni che per proteggere i propri investimenti impiegheranno risorse per controllare il manager e ridurre la discrezionalità; tuttavia, gli investitori consci di tale evento, tenderanno a valutare le azioni della società ad un prezzo minore rispetto a quello che potenzialmente avrebbero in assenza di tali costi di agenzia.

La problematica principale che si verifica in tale situazione, però è correlata al diminuire della quota del manager, poiché più quest'ultima si riduce più diminuisce il suo incentivo a impegnarsi nell'attività aziendale e quindi nella ricerca di nuove opportunità di investimento o l'adozione di tecnologie innovative poiché questo comporta impegno ulteriore e necessità di acquisire nuove conoscenze e se il manager non trae benefici dal suo impegno (che siano almeno direttamente correlati a questo) potrebbe essere incentivato ad evitare tali iniziative pur essendo vantaggiose per l'impresa stessa.

2 La figura del blockholder

Il concetto di proprietà azionaria diffusa è profondamente radicato nella teoria economica. Già Adam Smith, nella sua opera *La Ricchezza delle Nazioni*, metteva in guardia contro la “negligenza e profusione” che derivano dal fatto che i manager amministrano “piuttosto il denaro altrui che il proprio”. Un secolo e mezzo dopo Adolf Berle e Gardiner Means, ripresero tale tema ed evidenziarono come, sin dalle origini del capitalismo, la produzione avesse luogo in organizzazioni di dimensioni relativamente contenute, dove i proprietari coincidevano con i manager. Tuttavia, a partire dalla Rivoluzione Industriale, i cambiamenti tecnologici hanno incrementato le dimensioni ottimali delle imprese, al punto che nessun singolo individuo, famiglia o gruppo dirigente disponeva di risorse sufficienti per detenere un interesse di controllo.

Questo processo ha portato alla “dissoluzione del vecchio atomo della proprietà nelle sue componenti, controllo e proprietà beneficiaria” (Berle e Means, 1932) con il rischio di minare “le fondamenta stesse su cui si è basato l’ordine economico degli ultimi tre secoli”. (Holderness C. G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, April 2003)

2.1. Il ruolo dei Blockholders

L'assetto proprietario di un'impresa gioca un ruolo cruciale nella governance aziendale e nelle dinamiche di controllo manageriale. A partire già dal 1932 Berle e Means anticiparono tale concetto che fu poi ripreso negli anni a venire dagli economisti che, in maniera più decisa, posero l’accento sull’importanza della diffusione della proprietà azionaria come caratteristica intrinseca delle aziende moderne.

Allo stesso tempo a tale concetto fu sempre di più affiancata la figura del blockholder che detiene quote significative all’interno delle società e che proprio per questo è in grado di influenzare le decisioni aziendali e il valore dell’impresa così come evidenziato da Holderness (Holderness C. G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, April 2003).

Nel capitolo precedente, come puntualizzato da Jensen e Meckling, si è parlato dell'importanza del blockholder come figura strettamente connessa al problema di agency, cioè un problema di conflitto di interesse tra i manager e azionisti, e che in quanto figura con una quota significativa di capitale risulta essere in grado di mitigare e ridurre i costi di agenzia, fungendo da monitoraggio attivo nei confronti del management, come anche suggerito da Shleifer e Vishny.

Solo successivamente, a partire dagli anni '80, l'attenzione della ricerca si è spostata sulla presenza di azionisti con quote significative di capitale nelle imprese quotate. Demsetz e Lehn hanno studiato le caratteristiche delle imprese pubbliche con elevati livelli di proprietà manageriale, mentre Holderness e Sheehan hanno esaminato l'influenza degli azionisti di riferimento sulle decisioni strategiche. Parallelamente, Morck, Shleifer e Vishny hanno analizzato la relazione tra la concentrazione proprietaria e il valore dell'impresa. Da allora, la letteratura sui blockholder è cresciuta significativamente, si è iniziato ad esplorare tale figura riconoscendo a quest'ultimi il potere di influenzare le decisioni strategiche dell'impresa e il suo valore, acquisendo il ruolo di monitoraggio del management e la capacità di plasmare la corporate governance.

2.1.1. Diffusione dei Blockholders

I concetti così come li intendiamo oggi di proprietà diffusa, di corporate governance e della successiva nascita della figura del blockholders, risultano essere figli di un'epoca moderna, ma per arrivare a definire in modo ottimale la figura del blockholders e di come quest'ultimo al giorno d'oggi sia in grado di influenzare il successo di un'azienda e del motivo per cui la sua figura è ormai cruciale nel mondo delle grandi imprese è necessario fare un passo indietro, in cui in particolare, uno studioso come Adam Smith visionario della sua epoca, aveva già percepito il possibile impatto negativo che avrebbe avuto la separazione tra proprietà e controllo ma non disponeva degli strumenti per dimostrare in modo sistematico l'effettivo impatto e le conseguenze di tale separazione.

Successivamente con la rivoluzione industriale tutto cambiò radicalmente, le imprese iniziarono ad ampliarsi richiedendo un numero sempre maggiore di investimenti in capitale, tali per cui ormai né una famiglia né ancor meno un singolo individuo potesse permettersi di possedere l'impresa per intero, questo venne accuratamente spiegato da Berle e Means i quali annunciarono la "dissoluzione del vecchio atomo della proprietà" ovvero le imprese e dunque la proprietà all'interno di questa cominciarono a frammentarsi sempre di più in tantissimi azionisti i quali persero pian piano la capacità di controllare direttamente le decisioni assunte dai manager.

Berle e Means tentarono di fornire i primi dati a supporto di tale problematica cercando di quantificare quanto fosse davvero impattante questo fenomeno della separazione sempre più marcata e ci riuscirono, seppur con molti limiti dovuti fondamentalmente al fatto che in quell'epoca sia i direttori, funzionari o azionisti di maggioranza non erano legalmente obbligati a dichiarare le proprie percentuali di proprietà ma anche le aziende non erano tenute a rivelare pubblicamente i propri proprietari (solo poche aziende soprattutto quelle appartenenti a settori regolamentati accettarono di farlo).

La prima svolta fondamentale si ebbe finalmente nel 1934 con il Securities and Exchange Act che dichiarava come requisito legale che le figure precedentemente citate fossero obbligate se possessori di almeno il 10% delle azioni a dichiarare tali detenzioni azionarie alla SEC, e questa cominciò a raccogliere e pubblicare i primi dati significativi a partire dal 1935, dati che tutt'oggi vengono costantemente aggiornati e utilizzati per costruire la base di una serie di studi empirici relativi a tale argomento e non solo.

Infatti a partire da questo momento in poi gli studi su tali argomenti si fecero sempre più frequenti e si comprese l'esigenza di studiare l'evoluzione di tale fenomeno nel tempo, ecco perché figure importanti come Holderness, Kroszner e Sheehan (Holderness, Kroszner, & Sheehan, *Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression*, 1999) condussero uno studio in cui si concentrarono sull'analisi di circa 1500 imprese quotate nel 1935 e con più di 4200 imprese quotate nel 1995 e dal loro studio emerse un importante incremento della proprietà nel tempo, passando infatti dal 13% al 21% nel 1995, sintomo del fatto che per un certo lasso di tempo questo quadro radicalmente frammentato descritto da Berle e Means cominciò pian piano a ridimensionarsi.

Tuttavia, tale parametro della percentuale delle azioni non è da considerarsi come assoluto, studiosi come Holthausen e Larcker sostengono che utilizzare come metro di giudizio la sola percentuale di azioni risulta essere complesso e che invece sarebbe più opportuno valutarne solamente il valore in dollari. Altri ancora come Hanka ritengono più opportuno utilizzare entrambe le misure ed effettivamente dallo studio condotto è emerso che è vero che tale percentuale è diminuita nel tempo ma al contempo il valore delle azioni possedute dai manager è aumentato in modo significativo dal 1935 al 1995.

Ovviamente tale studio non è da estendere ad ogni impresa presente sul mercato poiché esistono una serie di realtà in cui si verificano situazioni diametralmente opposte in cui vi è un grande azionista di maggioranza o al contrario aziende come invece, la General Electric, che presenta una proprietà assai diffusa, con i manager che detengono pochissime azioni e che non superano una certa soglia.

Inoltre, c'è da considerare un'altra variabile ovvero quella del blockholder esterno, ovvero degli investitori che possiedono quote significative ma che non fanno parte del board di amministrazione e questo lo si è riscontrato in maniera più marcata all'interno delle aziende manifatturiere come dimostra lo studioso Mehran (Mehran, 1995).

Dunque, da una situazione in cui proprietà e controllo erano facilmente sovrapponibili si è passati man mano ad un modello con proprietà sempre più diffusa e tutto questo ha reso sempre più necessaria la figura del blockholder poiché quest'ultimo può risultare cruciale nel determinare strategie e modelli di azione all'interno di una società soprattutto se la società in questione è fortemente frammentata.

2.1.2. Stabilità nel tempo dei blockholders

Nel paragrafo precedente si è parlato dell'evoluzione nel tempo della proprietà azionaria e dell'affermarsi della figura dei blockholders proprio come risposta alla crescente separazione tra proprietà e controllo, ciò che è importante adesso definire è se quest'ultimi siano o meno figure stabili all'interno della compagine societaria.

Shleifer e Vishny suggeriscono nel loro studio che per definizione i blockholders siano intrinsecamente stabili, soprattutto quelli esterni al management, poiché questi possedendo quote di partecipazione non irrilevanti hanno un forte incentivo ad assicurarsi che i manager ottimizzino il valore dell'impresa poiché questo si tradurrebbe automaticamente nell'aumento di valore delle proprie azioni (Shleifer & Vishny, 1986).

Inoltre, tale monitoraggio richiede un impegno continuo e non può essere esercitato in modo saltuario poiché per poter esercitare un controllo ed essere determinante nelle decisioni aziendali è necessario partecipare alla vita assembleare in maniera assidua, assumendo un po' le sembianze di "cane da guardia", se uscissero ed entrassero continuamente nella società non fornirebbero la giusta credibilità e la giusta attenzione per esercitare un'influenza significativa (Shleifer & Vishny, 1986).

Altri studiosi sostengono, di contro, che i blockholders siano figure meno stabili che scelgono di entrare all'interno della società solo perché sono in grado di cogliere la giusta occasione quando, ad esempio, l'azienda è sottovalutata o se intuiscono la possibilità di migliorarne la gestione e allo stesso tempo potrebbero scegliere di uscire da quest'ultima, vendendo le loro quote, quando le condizioni non risultano essere più favorevoli o se intravedono una nuova opportunità di investimento che possa essere magari più redditizia, rendendo così la figura dei blockholders molto vicina a

quella di un qualsiasi altro investitore che è guidato dalla massimizzazione del proprio guadagno.

È chiaro che se i blockholder sono stabili nel tempo è molto più probabile che abbiano un impatto più significativo e duraturo sulla governance aziendale ma se invece sono figure transitorie la loro presenza nelle aziende potrebbe non avere alcun impatto significativo.

Proprio per questa ragione molti altri studiosi hanno condotto degli studi empirici a riguardo, come ad esempio quello realizzato da Barclay e Holderness (Barclay, Holderness, & Pontiff, 1993) che hanno analizzato un campione di aziende riscontrando che una volta che un'azienda possiede un azionista con una partecipazione piuttosto rilevante è molto probabile che continui ad avere un blockholder anche dopo cinque anni, constatando che solo una piccolissima percentuale pari al 4% delle aziende non avevano più un detentore del blocco dopo cinque anni, a dimostrazione del fatto che quest'ultimi tendono a mantenere la loro partecipazione invece di venderla rapidamente.

A conferma di tale teoria riscontrarono che in nessuna delle aziende che presentavano un'elevata quota posseduta dai blockholders (pari circa al 25% delle azioni), vendevano le proprie azioni, sintomo del fatto che all'aumentare della quota è più probabile che la loro presenza rimanga stabile nel tempo, e addirittura hanno individuato anche un aumento di tale quota a dimostrazione che non solo tali figure tendono a restare all'interno delle imprese ma che è molto probabile che nel tempo cerchino di consolidare il proprio potere all'interno dell'azienda (Barclay, Holderness, & Pontiff, 1993).

Nei precedenti studi sono stati ottenuti dei risultati che ci permettono di affermare che la proprietà concentrata nelle imprese non è qualcosa di passeggero ma che tende a perdurare nel tempo, se un'azienda ha un blockholder è molto probabile che questo sarà presente anche in futuro a maggior ragione se possiede una quota particolarmente grande risulta davvero improbabile che la venda completamente.

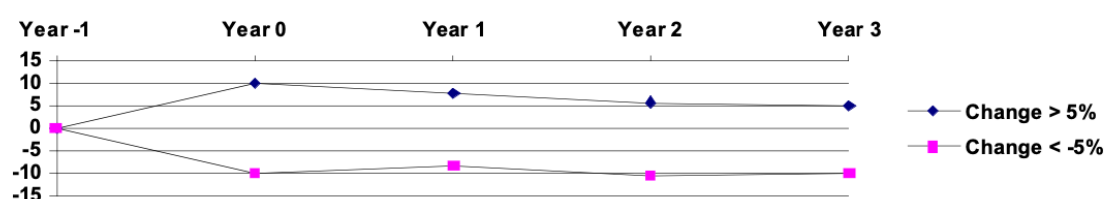
Tuttavia, questa non rappresenta una verità assoluta né è una dimostrazione lo studio che Denis e Sarin (Denis & Sarin, 1999) hanno condotto seguendo un gruppo di 583 società quotate in borsa negli Stati Uniti tra il 1983 e il 1992, seguendo un approccio di serie temporali sono riusciti a presentare un quadro sull'evoluzione nel tempo della proprietà azionaria e sulla composizione del consiglio di amministrazione all'interno delle società.

Tali studiosi dimostrarono infatti che una percentuale non trascurabile di aziende avevano subito cambiamenti sostanziali nella struttura nel corso degli anni, tali cambiamenti possono includere ingresso e uscita di blockholders e la frequenza di tali

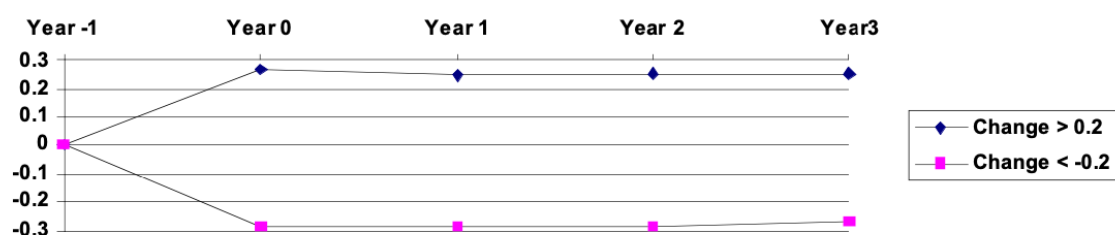
cambiamenti può fornire una misura della stabilità o instabilità delle loro partecipazioni.

Proseguendo più a fondo, Sarin e Denis, si sono concentrati sul valutare se questi cambiamenti fossero temporanei o persistenti, e hanno ottenuto in generale che tali cambiamenti tendono a persistere nel tempo, questo risulta essere un punto a favore per la loro stabilità perché indica che quando un blockholder cambia la sua partecipazione in modo significativo è molto probabile che tale cambiamento sia duraturo come si vede in figura 1:

Panel A: Officers and Directors



Panel B: Fraction of Independent Outsiders on Board



Panel C: Number of Directors

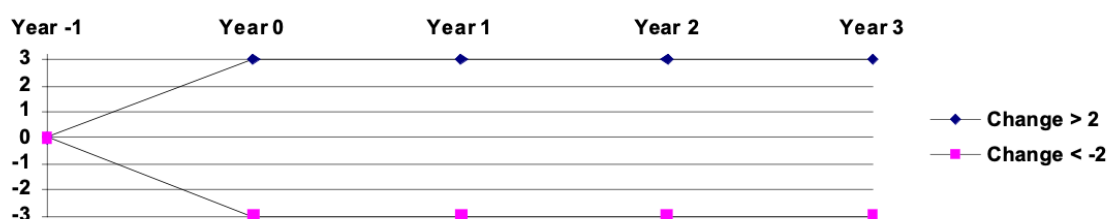


Figura 1: Variazioni cumulative medie nella proprietà degli insider (Pannello A), nella frazione di amministratori esterni indipendenti (Pannello B) e nel numero di amministratori (Pannello C) dall'anno precedente alle grandi variazioni fino a tre anni dopo. Fonte: Denis & Sarin, 1999.

Andando più a fondo sono riusciti a identificare i fattori che secondo il loro punto di vista hanno impattato su questi cambiamenti, svolgendo infatti un'analisi multivariata hanno riscontrato correlazioni significative con il turnover dei dirigenti, ovvero del CEO, con la performance passata del prezzo delle azioni e con le minacce di controllo aziendale (come, ad esempio, le offerte di acquisizione ostili).

Chiaramente ciascuno di questi fattori può influenzare le decisioni dei blockholders di diminuire, aumentare se non addirittura vendere le proprie quote impattando dunque sulla loro stabilità; infatti, la presenza di un nuovo CEO potrebbe portare la società a perseguire dei cambiamenti strategici o portare la società verso cattive performance, ecco che a questo punto il blockholder potrebbe decidere di vendere le proprie azioni o acquisire il controllo della azienda stessa.

Nonostante possibili fluttuazioni sull'evoluzione nel tempo della proprietà azionaria e sulla composizione del consiglio di amministrazione all'interno delle società, in linea generale i due studiosi osservarono che la proprietà interna delle aziende tende ad essere relativamente stabile, riscontrando che per le aziende con almeno cinque anni di attività, la maggior parte di esse (due terzi) mostrava una variazione della proprietà interna inferiore ai cinque punti percentuali in quel periodo. E la stragrande maggioranza, ben l'85%, mostrava invece una variazione inferiore al 10%.

Ciò che non è ancora ben chiaro è se tali variazioni nella concentrazione della proprietà siano realmente impattanti dal punto di vista economico; inoltre c'è da sottolineare che tali studi sono stati compiuti considerando i proxy statement, ovvero dei documenti ufficiali che le aziende quotate in borsa sono obbligate a redigere e pubblicare, ma dato che quest'ultime possono incorrere in sanzioni nel caso in cui riportino informazioni false o fuorvianti, si è deciso di considerare abbastanza solidi e affidabili tali dati e di conseguenza anche gli studi basati su di essi.

2.2. Tipi di investitori istituzionali

Negli ultimi decenni si è assistito ad un aumento significativo di investitori istituzionali e questo ha chiaramente avuto un impatto alquanto significativo nella governance aziendale, innanzitutto bisogna chiarire la figura del blockholder istituzionale, si tratta infatti di fondi pensione, fondi di investimento, banche assicurazioni etc che grazie alla loro presenza, ma soprattutto grazie alle loro capacità possono influenzare le scelte aziendali in due modi:

- Monitoraggio diretto
- Monitoraggio indiretto

Ovvero nel primo caso grazie alla loro partecipazione azionaria possono esercitare il "potere della voce" intervenendo così nelle decisioni aziendali, oppure nel secondo caso possono sfruttare il mercato come strumento di disciplina vendendo le proprie azioni e mandando così dei segnali al management.

In paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada, questa tendenza è stata particolarmente marcata: ad esempio, negli Stati Uniti la quota di proprietà istituzionale è passata dal 20% nel 1970 al 65% nel 2010 (Borochin & Yang, 2017). Anche in altri mercati sviluppati, come il Canada e il Regno Unito, le percentuali di partecipazione istituzionale sono aumentate considerevolmente, con una crescita simile osservata nei mercati emergenti, dove il ruolo degli investitori istituzionali è diventato sempre più rilevante.

Diversi studi sono stati condotti nel tempo su tali figure e sono stati evidenziati una serie di effetti positivi legati alla loro presenza all'interno delle imprese, Ferreira e Matos videro un aumento del valore di impresa, Aggarwal vide un miglioramento degli standard di governance a livello societario soprattutto in quei paesi in cui vi era una bassa protezione degli investitori. (Alvarez, Jara, & Pombo, 2018).

Chiaramente non tutti gli investitori istituzionali esercitano il controllo allo stesso modo, si è riscontrata una sorta di eterogeneità nella figura dell'investitore istituzionale che viene sostanzialmente categorizzato in due:

- Istituzionali indipendenti
- Istituzionali "grey"

I primi rappresentano quella categoria di investitore che non hanno legami diretti con l'azienda in cui investono e il fatto di essere indipendenti permette loro di esercitare il monitoraggio tramite i due meccanismi di "voice" ed "exit", e sono gli investitori di cui finora si è parlato come fondi di investimento o advisor finanziari, i secondi gli istituzionali "grey" che hanno al contrario relazioni con l'impresa e quindi possono essere meno inclini a contestare il management, sono rappresentati da banche o assicurazioni, quindi mentre i primi hanno sostanzialmente un impatto positivo e riducono il rischio di sotto-investimento spingendo il manager verso una gestione ottimale delle risorse, i secondi sono meno propensi al monitoraggio attivo.

Alcuni studiosi come Ferreira e Matos (2008) hanno evidenziato che l'aumento della proprietà da parte degli investitori istituzionali indipendenti è correlato positivamente con il *Tobin's Q*, mentre l'effetto degli investitori "grey" risulta statisticamente non significativo.

Come già affermato nei capitoli precedenti l'investitore istituzionale ha un impatto rilevante nel riuscire a ridurre le asimmetrie informative e i costi di agenzia focalizzandosi sulla riduzione dei problemi di under investment, questo perché secondo alcuni studi facilita l'accesso delle imprese al capitale esterno e ne migliora anche la trasparenza finanziaria, ma anche di over investment poiché evita che le aziende utilizzino in modo poco efficiente i flussi di cassa che hanno a disposizione (Richardson, 2006).

Lo studio condotto da Alvarez, Jara e Pombo ha messo in luce come effettivamente la presenza di investitori istituzionali abbia un impatto significativo nelle decisioni di investimento aziendali, seppur tale relazione non sia lineare ma segua più un modello ad U rovesciata; infatti, al di sotto di una certa soglia (attorno al 22% delle azioni detenute) gli investitori istituzionali esercitano pressioni affinché le imprese aumentino gli investimenti nel breve e medio termine. Al contrario, superata questa soglia, i blockholder istituzionali assumono un ruolo più di controllo, limitando il fenomeno dell'over-investment; quindi, il tasso di investimento inizialmente cresce e superata tale soglia comincia a diminuire (Alvarez, Jara, & Pombo, 2018).

2.3. Due modalità di esercizio del potere: voice ed exit

Tradizionalmente si è portati a pensare che il blockholder possa esercitare la propria influenza tramite un meccanismo di attivismo assembleare e promuovendo cambiamenti strategici all'interno della società.

In realtà secondo Edmans i blockholders possono esercitare il loro potere in due modi:

- Voice
- Exit

Il primo fa riferimento al fatto che tramite questo meccanismo di "voice" il blockholders può intervenire direttamente nella gestione aziendale, esercitando il diritto di voto e partecipando alle assemblee degli azionisti.

Il secondo meccanismo quello di "exit" è un modo alternativo di far valere il proprio potere, basta l'intenzione dell'investitore di voler liquidare la propria quota che si crea in automatico un incentivo per il manager a massimizzare il valore dell'impresa, questo accade per una motivazione molto semplice, i manager infatti prestano attenzione non solo al valore di mercato nel lungo periodo (V) ma anche al prezzo di mercato delle azioni (P) che rappresenta l'informazione che hanno a disposizione gli investitori (Edmans, 2014).

Quindi un blockholder che possiede informazione sul valore può decidere di vendere le proprie azioni a seguito di una cattiva gestione da parte del management questo provocherà un crollo nel prezzo delle azioni, sintomo del fatto che la società sta distruggendo valore, ecco perché la semplice intenzione di vendere le azioni risulta già un potente mezzo di disciplina per il manager, infatti indipendentemente dalla sua

partecipazione azionaria l'investitore può impegnarsi in un costoso monitoraggio che gli permette di ottenere le informazioni proprio su V.

Quello che è importante e che tale potere esercitato dai blockholder è legato sostanzialmente a due concetti, il primo dipende dalla dimensione della partecipazione azionaria e l'altro dalla liquidità del mercato.

Nel primo caso, infatti, la dimensione del pacchetto azionario gioca un ruolo determinante poiché se tale quota è troppo piccola può non essere in grado di esercitare un potere così ampio, poiché eventualmente la sua vendita non avrebbe un impatto così significativo nel valore delle azioni e viceversa una quota troppo grande potrebbe essere difficile da vendere rapidamente limitando così l'efficacia dell'exit.

L'altro aspetto da considerare è legato alla liquidità del mercato, se si è in presenza di un mercato molto liquido sarà molto semplice per il blockholder vendere le proprie azioni ma allo stesso tempo potrebbe essere poco visibile per gli altri investitori che potrebbero non cogliere il segnale inviato, Edmans, sostiene che in un mercato sufficientemente liquido, un blockholder sarà incentivato ad acquisire più informazioni sulla qualità del management e a negoziare in modo più aggressivo sulla base di queste informazioni, aumentando così la disciplina esercitata sul management stesso.

Secondo la teoria tradizionale della voice, all'aumentare del numero di grandi investitori l'efficacia che ciascun azionista ha, diminuisce a causa del problema del free-riding, poiché ogni azionista potrebbe non voler sostenere i costi di monitoraggio in quanto sa che se l'intervento dovesse aver successo, potrebbe beneficiarne sicuramente lui stesso ma indirettamente ne beneficerebbero tutti gli altri azionisti senza aver sostenuto alcun costo, ma se questo concetto ha valenza nel caso della "voice", Edmans sostiene che nel caso dell'exit la presenza di più blockholders possa in un certo senso rafforzare l'efficacia del meccanismo, in quanto se si dovesse effettivamente verificare una cattiva gestione, più blockholders potrebbero scegliere contemporaneamente di vendere le proprie azioni e più vendono le loro azioni maggiore sarà l'impatto sul prezzo del titolo, questo creerebbe una pressione molto più ampia sul management, portando maggiormente l'impresa verso acquisizioni ostili e un impatto negativo anche sulla loro reputazione e retribuzione.

Tuttavia, il meccanismo di exit può essere influenzato anche da fattori esterni alla corporate governance, ad esempio, ci sono casi in cui il blockholders ha partecipazioni in più società e che quindi decida indipendentemente dalle performance aziendali di vendere le proprie quote per rispondere a delle sue esigenze personali, generando però messaggi poco chiari al mercato e riducendo così il peso dell'exit (Edmans, 2014).

2.4. Le motivazioni dietro l'investimento concentrato

Il modello del Capital Asset pricing model suggerisce che un investitore razionale, in quanto tale dovrebbe essere portato a diversificare il proprio portafoglio così da minimizzare i rischi e massimizzare i rendimenti attesi.

Eppure, si è osservato che molti individui (tra cui i blockholders) e organizzazioni scelgono di concentrare tutta la loro ricchezza in un solo investimento, tale fenomeno assume particolare rilevanza nell'ambiente della corporate governance sollevando una serie di interrogativi sulle motivazioni che spingano soggetti come i blockholders a perseguire questa strada.

Numerosi studiosi si sono occupati di studiare tale fenomeno riscontrando che questa decisione può essere motivata da due fattori principali:

- Benefici condivisi del controllo
- Benefici privati del controllo

Tali benefici non si escludono a vicenda ma anzi coesistono, i primi infatti derivano da una migliore gestione che un grande azionista può esercitare all'interno dell'impresa, Shleifer e Vishny osservarono infatti che all'aumentare della quota dei blockholders all'interno della società, aumentava anche il loro incentivo a migliorare le performance aziendali, poiché tale sviluppo si rifletteva direttamente sul loro investimento, e a sua volta portava benefici anche agli azionisti di minoranza, poiché ottime performance e monitoraggio attento potevano tradursi in migliori risultati per l'impresa in generale (Shleifer & Vishny, 1986).

Tutto questo è supportato da una serie di studi, in cui si è osservato che solitamente i blockholder tendono a ricoprire ruoli di spicco sia nel CdA ma anche nel management e questo gli consente di aver un peso non indifferente nelle decisioni strategiche dell'azienda, ne è una dimostrazione lo studio che Mikkelsen e Ruback (Mikkelsen & Ruback, 1985) hanno condotto su un ampio campione di acquisizioni in cui hanno osservato i blockholder (che acquisiscono almeno il 5% del capitale di una società) per studiare l'evoluzione successiva dell'azienda target e il comportamento del nuovo azionista di riferimento.

Lo studio ha evidenziato come il semplice annuncio di un'acquisizione di blocchi azionari corrisponda ad un aumento immediato del valore delle azioni della società target, sintomo del fatto che questa figura viene vista positivamente dal mercato che scorge nel blockholder la possibilità di vedere migliorate le performance aziendali,

avvalorando sempre di più l'idea che la presenza di questi "detentori del blocco" generino aspettative positive all'interno della società.

Tuttavia non tutte le acquisizioni dei blocchi hanno esiti positivi, se è vero da un lato che alcune di esse siano positive e che si concludono con l'investitore che progressivamente aumenta la propria quota fino ad acquisire totalmente la società target, si verificano anche situazioni in cui si è in presenza del cosiddetto "*targeted repurchase*" ovvero quella strategia per cui la società target fa di tutto per riacquisire il controllo del blocco azionario e questo comportamento può essere interpretato come un tentativo dell'azienda di evitare una scalata ostile o di mantenere l'attuale assetto di governance, pagando un premio all'investitore per dissuaderlo dal proseguire con la sua strategia di acquisizione (Mikkelsen & Ruback, 1985).

Altri studiosi come Barclay e Holderness hanno dimostrato che molto spesso le transazioni dei grandi blocchi azionari avvengono a premio, rendendo evidente ulteriormente l'impatto significativo che hanno sui flussi di cassa delle imprese che senza considerare ciò sarebbero difficili da spiegare.

Accanto ai benefici condivisi però che hanno impatto positivo per tutti gli azionisti anche quelli di minoranza, vi sono i benefici privati del controllo, tali vantaggi possono essere di due tipologie, sia di natura pecuniaria come, ad esempio, degli stipendi eccessivamente elevati oppure di natura non pecuniaria come, ad esempio, il prestigio e le opportunità personali che derivano dal controllo di una società con un certo rilievo.

Riprendendo lo studio sopra citato di Barclay e Holderness, si è visto come i blockholders per ottenere il blocco azionario pagassero un premio, chiaramente il ragionamento che sta alla base di questa evidenza è molto semplice, se non pensassero di ottenere benefici privati da tale controllo non sarebbero disposti a pagare questo premio ma sceglierebbero invece di acquistarlo al prezzo di mercato, ecco che i risultati ottenuti da tale studio confermano quindi l'esistenza di tali benefici, infatti si è osservato come le transazioni di grandi blocchi di azioni avvengono mediamente con un premio del 20% rispetto al prezzo di mercato e che facendo un'analisi tramite regressione si è addirittura riscontrato che il valore di questi premi tende ad aumentare con la dimensione della quota acquisita, dimostrando che più grande è il blocco azionario, maggiore è il potere di controllo che il nuovo azionista sarà in grado di esercitare (Barclay, Holderness, & Pontiff, 1993).

Dunque, possono verificarsi situazioni in cui a seconda della performance aziendale il blockholder sarà disposto a pagare premi assai consistenti man mano che il prestigio della società aumenta ma allo stesso tempo si potranno verificare dei casi in cui nelle imprese con scarse performance i blocchi di controllo tendono ad essere scambiati con uno sconto rispetto al prezzo di mercato e questo è osservato nel 20% delle transazioni

prese in esame. Tutto questo non avviene solo negli Stati Uniti, infatti, Nicodano e Sembenelli hanno trovato che in Italia i blocchi azionari vengono scambiati con un premio medio del 27% rispetto al prezzo di mercato, con una mediana dell'8,3%. Gli autori suggeriscono che la differenza rispetto agli Stati Uniti possa derivare da una regolamentazione meno stringente sul controllo societario, che consente ai blockholder di estrarre maggiori benefici privati (Nicodano & Sembenelli, 2004).

Ovviamente l'impatto di tali benefici condivisi e privati dipende anche dal contesto in cui è presente il blockholder, si è riscontrato infatti una relazione inversamente proporzionale tra concentrazione del potere e dimensione della società infatti se si è in presenza di aziende più piccole è più probabile che ci siano pochi azionisti se non addirittura uno solo quindi si potrebbe avere maggiori difficoltà ad accedere a grandi quantità di capitale esterno e gli investitori esterni potrebbero essere riluttanti a investire in aziende dove il controllo è saldamente nelle mani di pochi, temendo di avere poca voce in capitolo e di essere esposti a decisioni prese principalmente nell'interesse del blockholder, inoltre quest'ultimo potrebbe avere il potere di bloccare eventuali offerte di acquisizione ostili se non le ritiene vantaggiose per i propri interessi.

Viceversa in aziende più grandi in cui la concentrazione della proprietà è più bassa, si avrà che le azioni dell'azienda sono divise tra più azionisti e dunque si può facilmente accedere ai mercati dei capitali emettendo nuove azioni a un vasto numero di investitori e la mancanza di un azionista di controllo rende l'azienda più vulnerabile a offerte di acquisizione, che possono rappresentare un meccanismo per correggere eventuali inefficienze gestionali e aumentare il valore per gli azionisti.

Infine, un aspetto da tenere in considerazione è la regolamentazione del mercato come già evidenziato nello studio di Nicodano e Sembenelli, ci sono dei contesti sia geografici (ma anche all'interno dello stesso contesto) in cui vi sono imprese soggette a vigilanza più stringente come le banche, che tendono ad avere livelli di proprietà interna più bassi, infatti grazie alla presenza degli organi regolatori viene sostanzialmente sostituito il ruolo dei blockholder nel monitoraggio del management, e dunque, non è possibile generalizzare e affermare che la figura del blockholder sia essenziale in ogni contesto aziendale, ma che sicuramente in determinate circostanze può avere un peso non indifferente nelle performance aziendali.

2.5. Impatto dei blockholders sulle decisioni aziendali: retribuzione, leva finanziaria e acquisizioni

Nel paragrafo precedente si è discusso delle motivazioni che spingono un investitore a scegliere di impiegare il suo denaro nell'acquisto di un blocco di azioni piuttosto che scegliere di diversificare il suo portafoglio azionario e ridurre così i rischi ad esso associati e si è riscontrato come la presenza di alcuni benefici sia condivisi con altri azionisti ma anche privati siano il motore principale di questa scelta.

Analizzare quanto sia pronunciato l'impatto dei blockholders in ogni decisione aziendale che viene presa non risulta alquanto semplice, ma focalizzandosi sulla retribuzione dei dirigenti, leva finanziaria e acquisizioni, si possono analizzare una serie di studi empirici basati proprio su di essi così da comprendere la loro effettiva influenza.

Per quanto riguarda il primo aspetto ovvero, la retribuzione dei dirigenti, un primo studio viene svolto da Holderness e Sheehan che si sono occupati di analizzare i top manager e hanno confrontato il loro stipendio (insieme ai vari bonus) nel caso di partecipazioni a maggioranza rispetto a quelli facenti parti di aziende con proprietà diffusa, ciò che è emerso è che effettivamente i manager che possiedono una quota di controllo percepiscono una remunerazione tendenzialmente più elevata rispetto a quelli senza azionisti rilevanti ma tale valore non è poi così elevato e questo non giustificerebbe un investimento di questa portata per ottenere una partecipazione di controllo, quindi non è poi così vero che dirigenti sfruttino la loro posizione di azionisti di controllo per arricchirsi smisuratamente attraverso lo stipendio, ma ovviamente tutto questo necessiterebbe di ulteriori studi. (Holderness & Sheehan, *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*, 1988)

Un'ulteriore ricerca è stata svolta da Mehran che ha deciso di focalizzarsi maggiormente sulla forma della retribuzione che ricevono i manager, ha approfondito il rapporto tra la proprietà del capitale da parte del management e la struttura della retribuzione nelle imprese manifatturiere tra il 1979 e il 1980 e da essa è emersa che l'uso di forme di retribuzioni basate sulle azioni come, ad esempio, stock option o azioni vincolate diminuisce al diminuire della quota di azioni possedute dai dirigenti stessi e con la percentuale detenuta dall'azionista esterno.

Questo può essere visto come un chiaro segnale che il consiglio di amministrazione tiene conto della partecipazione azionaria quando negozia i contratti di compensazione e che dunque la presenza degli azionisti esterni garantisce in un certo senso un comportamento più attento da parte del manager sostituendo così la necessità di offrire elevati incentivi per far sì che mantenga elevate le performance aziendali. (Mehran, 1995)

Un altro studio particolarmente rilevante è stato svolto da Bertrand e Mullainathan, i due studiosi hanno anch'essi analizzato la relazione tra governance aziendale e compensazione dei CEO, e per farlo si sono focalizzati sui due aspetti assai rilevanti ovvero il "pay for luck" e il valore delle stock options.

Il primo consiste nel fatto che la retribuzione del manager può aumentare, beneficiando di una crescita delle performance aziendali non dovute però alle sue ottime capacità manageriali ma piuttosto legate all'accadimento di fattori esterni che indirettamente influenzano anche l'azienda stessa

Si è visto come tale fenomeno si riduca drasticamente nel momento in cui sono presenti blockholders attivi e che soprattutto siedono nel consiglio di amministrazione e questo emerge chiaramente dalla figura 2 in cui è evidente come la paga del CEO cresca maggiormente, assieme alle performance aziendali dovute ad accadimenti del tutto esogeni, nelle aziende in cui i blockholders non sono presenti e viceversa tale fenomeno risulta essere più marcato nelle imprese in cui vi è un blockholder influente nel consiglio di amministrazione, suggerendo che la loro presenza funge da meccanismo di controllo contro pratiche retributive opportunistiche.

Infatti dalla tabella si vede chiaramente che una migliore performance aziendale è generalmente associata a una maggiore retribuzione, dato che nella regressione General il coefficiente di "Income/Assets" è positivo e statisticamente significativo, inoltre valutando l'interazione tra General e Income/assets si nota come per "Large Shareholders", i coefficienti sono negativi e questo suggerisce che la presenza di un maggior numero di azionisti di blocco potrebbe diminuire la sensibilità della retribuzione dei dirigenti alla performance aziendale, ma addirittura nel caso di "Large Shareholders on Board", i coefficienti sono negativi e più ampi e questo indica che la presenza di azionisti di blocco nel consiglio di amministrazione potrebbe avere un effetto ancora più forte nel ridurre la sensibilità della retribuzione alla performance.

(Luck Measure is Mean Industry Performance)
Dependent Variable: Ln(Total Compensation)^a

Governance Measure:	Large Shareholders				Large Shareholders on Board			
Spec.:	General	Luck	General	Luck	General	Luck	General	Luck
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Income Assets</i>	2.18 (.238)	4.59 (.912)	—	—	2.14 (.217)	4.49 (.882)	—	—
Governance* <i>Income Assets</i>	-.094 (.094)	-.416 (.204)	—	—	-.181 (.176)	-1.48 (.396)	—	—
ln(Shareholder Wealth)	—	—	.249 (.018)	.383 (.219)	—	—	.258 (.017)	.318 (.199)
Governance* ln(Shareholder Wealth)	—	—	.001 (.007)	-.066 (.036)	—	—	-.019 (.016)	-.076 (.053)
Governance	-.009 (.011)	.018 (.018)	-.017 (.049)	.411 (.240)	-.006 (.021)	.084 (.033)	.100 (.108)	.480 (.356)
Sample Size	4610	4610	4570	4570	4621	4621	4581	4581
Adj. R ²	.695		.706		.694		.706	

^aNotes:

1. Dependent variable is the logarithm of total compensation. Performance measure is operating income to total assets. All nominal variables are expressed in real dollars.
2. In all the luck regressions, both the performance measure and the interaction of the performance measure with the governance measure are instrumented. The instruments are the asset-weighted average performance in the 2-digit industry and the interactions of the industry performance with that governance measure.
3. "Large Shareholders" indicates the number of blocks of at least five percent of the firm's common shares, whether the block holder is or is not a director. "Large Shareholders on Board" indicates the number of blocks of at least five percent of the firm's common shares that are held by directors of the board.
4. Each regression includes firm fixed effects, year fixed effects, a quadratic in age and a quadratic in tenure.
5. Standard errors are in parentheses.

Figura 2: Effetto della presenza di large shareholders e large shareholders nel consiglio di amministrazione sulla sensibilità della retribuzione totale del CEO rispetto alla performance aziendale. Fonte: Bertrand & Mullainathan, 2000

L'altro aspetto analizzato dai due studiosi è legato alla concessione delle stock options che rappresenta una remunerazione variabile oltre quella fissa, e si vede chiaramente come nelle imprese con un controllo più forte da parte degli azionisti, l'assegnazione di stock option ai CEO avvenga in modo più trasparente, con una riduzione della parte fissa per compensare il valore delle opzioni ricevute, questo è visibile in figura 3, in particolare il coefficiente di "Value of Options Grants" è positivo e statisticamente significativo in tutte le regressioni in cui è incluso, questo indica che, in generale, un maggiore valore delle opzioni concesse è associato a una maggiore retribuzione in contanti per i CEO.

Table 8: How Much Are CEOs Charged for Options Grants?
The Role of Large Shareholders
Dependent Variable: Cash Compensation^a

<i>Governance Measure:</i>	Large Shareholders All				Large Shareholders on Board			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Value of Options Grants	.055 (.006)	.055 (.007)	—	—	.046 (.003)	.046 (.003)	—	—
Value of Options Grants* Governance	-.011 (.005)	-.011 (.005)	-.007 (.006)	-.007 (.006)	-.050 (.008)	-.051 (.008)	-.029 (.010)	-.030 (.010)
Governance	-20.5 (13.1)	—	-25.0 (12.3)	—	11.9 (27.4)	—	-3.84 (25.8)	—
Sales	.027 (.006)	.027 (.006)	.015 (.006)	.015 (.006)	.027 (.006)	.027 (.006)	.015 (.006)	.016 (.006)
<i>Income Assets</i>	1195.3 (209.7)	1203.1 (209.8)	1236.9 (196.9)	1246.2 (197.0)	1220.2 (208.3)	1222.4 (208.6)	1251.2 (196.6)	1259.4 (196.8)
Sh. Wealth (billions)	.045 (.006)	.045 (.006)	.043 (.006)	.043 (.006)	.046 (.006)	.045 (.006)	.045 (.006)	.045 (.006)
Year F.E.*Governance?	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Year F.E.*Value of Options Grants?	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
<i>Sample size</i>	5085	5085	5085	5085	5103	5103	5103	5103
<i>Adj. R²</i>	.627	.627	.674	.674	.630	.630	.674	.674

^aNotes:

1. Dependent variable is the level of salary, bonus and other compensations *excluding* the value of options granted. All nominal variables are expressed in real terms (1991 dollars).
2. "Large Shareholders" indicates the number of blocks of at least five percent of the firm's common shares, whether the block holder is or is not a director; "Large Shareholders on Board" indicates the number of blocks of at least five percent of the firm's common shares that are held by directors of the board.
3. Each regression includes firm fixed effects and year fixed effects. Demographic controls include a quadratic in CEO age and a quadratic in CEO tenure.
4. Standard errors are in parentheses.

Figura 3: Impatto della figura del Large shareholder sulla remunerazione del CEO tramite opzioni Fonte: Bertrand & Mullainathan, 2000

L'aspetto più rilevante però risiede nei termini di interazione "Value of Options Grants * Governance", in particolare il coefficiente negativo e statisticamente significativo osservato per "Large Shareholders" indica che un numero maggiore di azionisti di blocco è correlato a una minore crescita della retribuzione per ogni dollaro di opzioni attribuite ai CEO quindi questi in aziende con azionisti più grandi sembrano "pagare" di più per le opzioni che ricevono. Questo rappresenta un segnale di monitoraggio da parte dei grandi azionisti che portano i dirigenti a compensare l'aumento della retribuzione variabile con una diminuzione di quella fissa.

Nel caso di "Large Shareholders on Board" tale fenomeno appena descritto risulta essere ancora più marcato avvalorando l'ipotesi che gli azionisti di blocco che partecipano attivamente al consiglio di amministrazione esercitino un'azione di

monitoraggio più incisiva portando ancor più i CEO a rinunciare ad incrementi della loro quota fissa (Betrand & Mullainathan, 2000).

Il secondo tema molto discusso in questo contesto è quello della leva finanziaria, partendo da alcuni studi Stulz suggerì che la partecipazione azionaria del manager dovesse essere associata ad un maggiore indebitamento poiché quest'ultimo consentiva ai manager di ampliare il proprio controllo senza dover investire ulteriormente il proprio capitale (Stulz, 1988).

Infatti, in genere, lo strumento della leva finanziaria risulta ottimo per quegli individui o gruppi di individui che vogliono ottenere il controllo di una società quotata senza dover eccedere nel loro investimento, ma tale studio non fu confermato da ulteriori studi successivi e altri studiosi dimostrarono invece che le aziende con azionisti di controllo tendono ad avere un indebitamento minore come, ad esempio, fecero Holderness e Sheehan.

Inoltre, questi ultimi insieme a Kroszner analizzarono l'evoluzione della leva finanziaria tra il 1925 e il 1995 arrivando alla conclusione che il livello di indebitamento non era cresciuto parallelamente all'aumento della proprietà interna da parte del management (Holderness, Kroszner, & Sheehan, *Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression*, 1999). Anche Mikkelson e Partch, analizzando un campione di imprese tra il 1973 e il 1983, non riscontrano alcuna relazione tra proprietà interna e struttura del capitale.

Ovviamente questo concetto sembrerebbe essere contraddittorio ma in realtà lo si può spiegare definendo che scegliere per gli azionisti di blocco un elevato indebitamento potrebbe portare ad un eccessivo controllo da parte dei creditori o semplicemente potrebbe essere dovuto al fatto che questi individui presentano un'avversione al rischio maggiore rispetto ad altri preferendo una forma di indebitamento molto più bassa.

L'ultimo strumento a disposizione per valutare l'effettivo impatto dei detentori del blocco sulle decisioni aziendali è rappresentata dalle acquisizioni, e su questo tema sussistono due scuole di pensiero, la prima sostenuta sempre da Stulz, che mette in luce come un azionista con una grande quota di maggioranza sia in grado in quanto tale di contrastare eventuali acquisizioni ostili così da preservare i benefici del controllo tanto agognati e mantenere così il suo posto di privilegio all'interno dell'azienda.

Altri studiosi come Broadman hanno dimostrato invece una propensione maggiore a favorire tali acquisizioni nel caso di un azionista con una quota significativa perché questo comporterebbe guadagni sostanziali dalla vendita delle proprie quote,

riscontrando infatti una correlazione positiva tra la probabilità di successo di un'offerta iniziale di acquisizione e i potenziali guadagni in dollari per il top management.

A sostegno della teoria di Broadman anche Morck, Shleifer e Vishny prendendo un campione di imprese, tra il 1981 e il 1985, mostrarono la probabilità che un'impresa appartenente alla classifica Fortune 500 venisse acquisita e si vide che tale probabilità aumentava all'aumentare della quota di proprietà detenuta dai due principali manager.

Allora sulla base di tale concetto venne evidenziato come alcune tipologie di imprese con un azionista di maggioranza venissero, in genere, acquisite con maggiore frequenza rispetto alle società con proprietà diffusa. Holderness e Sheehan analizzando un periodo di sette anni, videro che il 38% delle imprese con un azionista societario di maggioranza era stato acquisito, rispetto a solo il 21% delle imprese con proprietà diffusa. Ma tale teoria non risulta però avere una relazione statisticamente significativa nel caso di imprese controllate da un azionista individuale (Holderness & Sheehan, *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*, 1988).

Di contro altri studiosi analizzando un campione di 240 imprese tra il 1973 e il 1983 non riscontrarono alcun legame tra la probabilità di un cambio di controllo (come una fusione o acquisizione) e il livello di proprietà interna dei manager stessi, ma andando più a fondo videro come fosse più semplice riscontrare un'offerta d'acquisto in contesti in cui i manager avevano poche azioni proprie e proprio in questi contesti tali manager erano più propensi a rifiutare tali offerte d'acquisto e che se invece era presente un grosso azionista che sedeva nel consiglio di amministrazione le probabilità che l'azienda cambiasse di mano aumentavano parecchio; invece nel caso di grandi azionisti che però non partecipavano attivamente alla vita aziendale sembrava che non facessero molta differenza.

Questo a dimostrazione del fatto che ancora una volta i blockholder attivi nella governance aziendale possono svolgere un ruolo chiave nell'orientare le decisioni strategiche e nel determinare l'esito delle operazioni di takeover.

2.6. Rischi e benefici: il rapporto tra blockholder e valore aziendale

La questione che assume maggiore rilevanza quando si parla di blockholders riguarda principalmente se la loro presenza possa in un certo senso apportare maggiore valore all'azienda, stabilire questa relazione dal punto di vista concettuale risulta essere complicato poiché si possono ottenere differenti interpretazioni che possono avere implicazioni diverse per la comprensione della corporate governance.

Ci si è chiesto se fosse possibile affermare con precisione che una maggiore concentrazione proprietaria porti ad un miglioramento nel valore aziendale o se vi siano in gioco una serie di fattori esterni, e su questo vi sono una serie di studi contrastanti che hanno provato a dare una conclusione a questo quesito.

Un primo approccio fu affrontato da Morck, Shleifer e Vishny, studiosi sopra citati che si sono focalizzati su un campione di 371 società della classifica Fortune 500 per il 1980, utilizzando come misura del valore aziendale il Tobin's Q (un indicatore che confronta il valore di mercato degli asset di un'azienda con il loro costo di sostituzione).

Da tale studio è emerso un andamento non lineare tra il valore dell'impresa e la quantità di azioni effettivamente detenute dagli azionisti di maggioranza, si vide infatti che per valori di proprietà fino al 5% tale valore tendeva ad aumentare, tra il 5% e il 25% l'effetto diventava negativo per poi crescere nuovamente per valori superiori al 25%, gli autori definiscono che tali risultati abbiano assunto "andamento a dente di sega", evidenziando come effettivamente per bassi livelli di proprietà un aumento della partecipazione manageriale aiuta ad allineare gli interessi tra manager e azionisti, incentivandoli a massimizzare il valore, la brusca inversione è stata spiegata come un possibile segnale del fenomeno dell'"entrenchment", cioè il trinceramento e quindi con livelli di proprietà sufficientemente elevati i manager potrebbero sentirsi abbastanza protetti dal rischio di essere rimossi e potrebbero iniziare a perseguire i propri interessi a scapito degli azionisti di minoranza, portando a una distruzione di valore, invece l'ultimo tratto della relazione (oltre il 25%) suggerisce che da un certo valore di proprietà in poi gli interessi di azionisti e manager potrebbero essere più allineati (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988).

Tale studio in generale venne considerato il punto di partenza per altri autori come, ad esempio, McConnell e Servaes che seguirono un approccio simile, infatti utilizzarono sempre la Tobin's Q ma si basarono su un campione più ampio di aziende quotate al New York Stock Exchange e all'American Stock Exchange e analizzarono due anni (1976 e 1986) e utilizzarono dati sulla proprietà provenienti da Value Line, anziché da CDE ma riuscirono a confermare i risultati di Morck, Shleifer e Vishny solo per livelli di proprietà interna compresi tra lo 0 e il 5%.

In questa situazione nel tentativo di trovare un punto di incontro tra i due studi precedenti Kole analizzò un campione di grandi aziende per le quali erano disponibili dati sulla proprietà da diverse fonti (CDE, proxy e Value Line), concentrandosi sulle grandi corporation poiché CDE copriva principalmente queste, e il suo studio confermò l'esistenza di questo andamento a dente di sega, trovato dai primi studiosi, con la premessa alla base che tutto questo era fortemente legato al database utilizzato e quindi alla dimensione del campione ma anche alla metodologia impiegata.

Altri studiosi si concentrarono su altri aspetti cercando delle relazioni tra ROA e la partecipazione azionaria degli amministratori indipendenti oppure si concentrarono su altri data panel in anni differenti a quelli considerati arrivando alla conclusione che effettivamente le variazioni nella proprietà interna non sembravano influenzare né il valore d'impresa né la performance operativa.

La svolta effettiva si ebbe con Demsetz e Lehn che sostennero un approccio meno empirico e più teorico che si basava sull'idea che non esisteva effettivamente una verità universale e che la relazione tra valore aziendale e proprietà concentrata dipendesse da specifiche caratteristiche di ogni azienda e che quindi quelle fasce di proprietà valide per alcuni studi come quello di Morck, Shleifer e Vishny potessero essere poco valide per altre aziende (Demsetz & Lehn, 1985), questo venne ulteriormente confermato dallo studio condotto da Holderness e Sheehan che misero a confronto coppie di imprese con proprietà concentrata e diffusa senza riscontrare particolari differenze sul valore aziendale percepito dal mercato mettendo così in discussione l'idea che la presenza di blockholder sia sempre da considerarsi un vantaggio.

Ciò che fino ad oggi non è chiaro è proprio la casualità di tale fenomeno non si è ancora ben compreso se sia la proprietà concentrata a influenzare il valore d'impresa o se invece potrebbe essere il valore aziendale a determinare la concentrazione della proprietà, in quanto gli investitori tendono ad accumulare partecipazioni in società più redditizie o con maggiori opportunità di estrarre benefici privati dal controllo, questo problema di direzionalità non permette di giungere a delle conclusioni che siano univoche per tutti gli studiosi.

Un ulteriore problema risiede nella distinzione tra valore di impresa e valore di mercato, poiché la maggior parte degli studi usa il valore azionario come proxy del valore dell'impresa ma questa misura potrebbe non riflettere pienamente l'impatto della proprietà concentrata, specialmente in presenza di azionisti di controllo, poiché questa differenza rappresenta i benefici privati del controllo.

In studio condotto da Barclay e Holderness si stimò come i benefici privati del controllo rappresentino, in media, il 4,3% del valore di mercato delle imprese analizzate, con una mediana del 2,1%, partendo dal presupposto che molti studi trovano che la proprietà concentrata spieghi meno del 2% della variazione del valore

d'impresa, l'omissione di questi benefici privati potrebbe alterare significativamente i risultati delle analisi empiriche (Barclay, Holderness, & Pontiff, 1993)

Holderness conclude ammettendo che la figura dei blockholders è diventata centrale nelle società moderne e che essi se attivamente coinvolti nella gestione possono migliorare le performance aziendali e fungere da monitoraggio per i manager, restando sempre vigili sul fatto che questi possano essere sempre pronti ad appropriarsi dei benefici privati danneggiando i piccoli azionisti, dimostrando che tale figura seppur fondamentale sia allo stesso tempo una figura complessa e ambivalente.

2.6.1. Trinomio potere, struttura proprietaria e performance

Finora si è parlato della separazione tra proprietà e controllo, del conflitto di interessi che nasce tra manager e azionisti, di monitoraggio e quindi di controllo da parte dei blockholders, ciò su cui però non ci si è soffermati riguarda il divario tra potere e proprietà che si verifica quando in una azienda sono presenti molteplici blockholder e sull'impatto opposto che alle volte questi due concetti possano avere sul valore aziendale.

In questa direzione lo studio di Basu, Paeglis e Rahnamaei (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016) parte da un dataset comprensivo di imprese quotate nei database Compustat e CRSP per gli anni fiscali 2004 e 2009, in cui dopo aver escluso alcuni dati non utili ai fini di tale ricerca si è arrivati ad un campione finale che comprende 6304 osservazioni aziendali corrispondenti a 4058 imprese uniche, la particolarità di questo studio risiede nel fatto che gli autori hanno deciso di misurare il potere in modo diverso, non attraverso i flussi di cassa ma piuttosto attraverso i diritti di voto, e quindi hanno considerato come blockholders tutti coloro che detenevano una quota almeno pari al 5% e venne fatta un'ulteriore distinzione tra quelli interni (che includono dirigenti e membri del consiglio di amministrazione) e quelli esterni (che comprendono investitori istituzionali, fondi e altri soggetti non coinvolti direttamente nella gestione dell'impresa).

Dai dati ottenuti è emerso che la maggior parte delle imprese statunitensi non presenta una struttura proprietaria dispersa, bensì un numero significativo di blockholder e che solamente il 3,2% delle aziende nel campione non ha alcun blockholder, mentre circa il 17% ha un solo azionista di rilievo. Tuttavia, nella stragrande maggioranza dei casi, il controllo è esercitato da più soggetti: quasi l'80% delle imprese ha almeno due blockholder e il 58% ne ha tre o più. Ovviamente questa configurazione influenza la concentrazione del potere: quando è presente un solo blockholder, esso controlla in media il 34,5% dei diritti di voto, ma questa percentuale diminuisce al crescere del numero di azionisti rilevanti, con il maggiore blockholder che detiene solo il 15,2% dei

voti nelle imprese con almeno sei blockholder. Inoltre, la dimensione dei blocchi azionari aggiuntivi tende ad aumentare con il numero complessivo di investitori significativi. (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016).

Utilizzando un indicatore detto di “Shapley”, gli autori hanno dimostrato che la sola partecipazione azionaria non può essere un indicatore affidabile del potere decisionale e che utilizzando invece questo modello, sono riusciti a tenere conto non solo della quota posseduta ma anche della struttura complessiva della proprietà e delle possibili dinamiche di coalizione tra gli azionisti, dall’analisi svolta è emerso che tale binomio proprietà-potere è tutt’altro che lineare, infatti come si può vedere in figura 4 per quote inferiori al 50% il potere effettivo aumenta in modo esponenziale con la proprietà, ma al di sopra di questa soglia, il potere si stabilizza al 100%, poiché un singolo blockholder con oltre la metà dei voti ottiene un controllo totale sull’impresa; dunque, grazie al ricorso di tale indicatore si è scoperto come la sola quota posseduta dal blockholder non è sufficiente a determinare il potere che quest’ultimo ha all’interno dell’azienda.

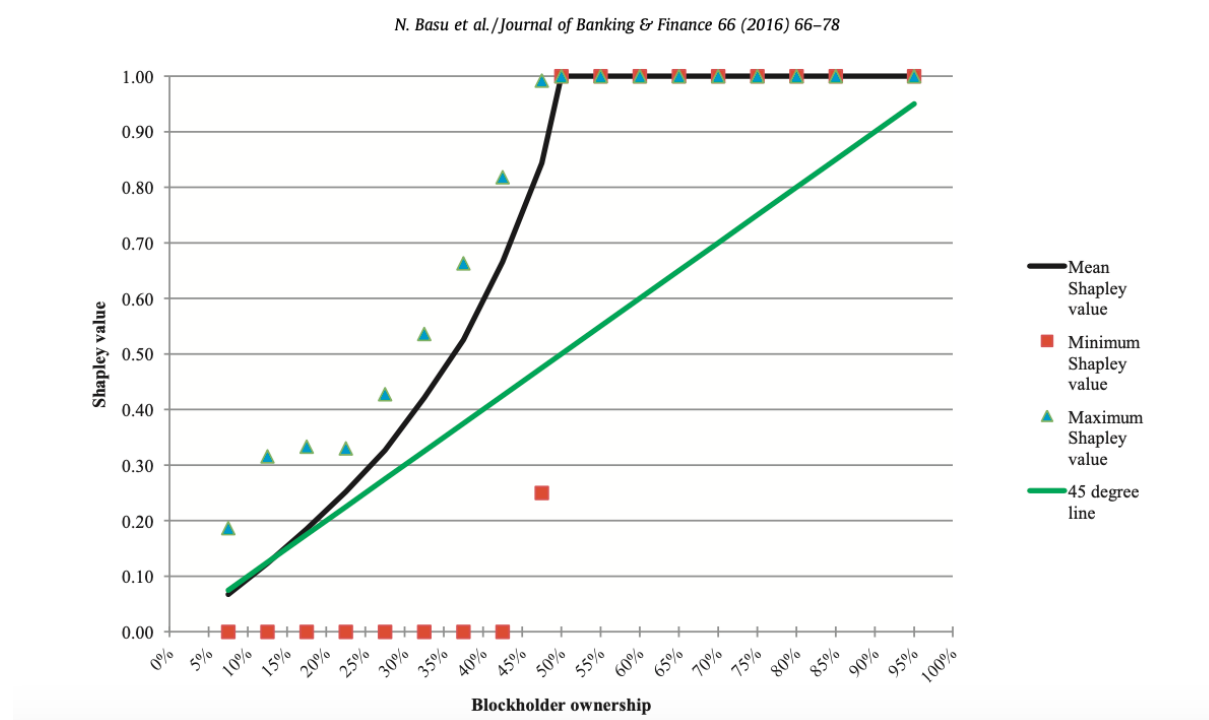


Figura 4: Relazione tra Shapley Value e Proprietà Fonte: Basu, Paeglis & Rahnamaei, 2016.

L'altra relazione su cui ci è soffermati riguarda invece la correlazione tra potere e valore dell'impresa e stavolta è stata svolta usando il Tobin's Q, basandosi su dei dati di proprietà per gli anni fiscali 2004 e 2009, combinandoli con informazioni contabili e

di mercato provenienti dai database CRSP e Compustat. Tale modello ha mostrato come da un lato ci sia un effetto positivo della proprietà interna che incentiva gli insider a lavorare nell'interesse della società e degli azionisti, riducendo i conflitti di agenzia e dall'altro lato, emerge un effetto negativo che mostra come un maggiore potere degli insider può portare a fenomeni di entrenchment, ovvero al consolidamento della loro posizione a scapito degli azionisti di minoranza. (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016).

Tali studi risultano essere particolarmente veritieri, infatti nonostante sia complesso identificare degli strumenti validi per isolare gli effetti causali di proprietà e potere, adottando strategie di regressione a due stadi gli autori sono riusciti a rendere tali risultati robusti anche a problemi di endogeneità.

L'ultimo elemento preso in esame riguarda il ruolo del potere, della dispersione della proprietà e l'impatto che questa ha sul valore aziendale i risultati ottenuti mostrano che tali misure catturano solo parzialmente la complessità delle interazioni tra gli azionisti.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Total insider ownership	0.160 (2.69)***	0.956 (4.55)***	0.956 (3.36)***	0.131 (2.15)**	0.894 (4.26)***	0.894 (3.14)***
Total insider Shapley		-0.513 (3.95)***	-0.513 (2.92)***		-0.492 (3.79)***	-0.492 (2.81)***
Total insider wedge	-0.717 (6.47)***	-0.835 (7.38)***	-0.835 (5.03)***	-0.703 (6.32)***	-0.817 (7.19)***	-0.817 (4.90)***
Ln(Firm size)	-0.366 (10.86)***	-0.361 (10.68)***	-0.361 (6.56)***	-0.408 (10.78)***	-0.403 (10.59)***	-0.403 (6.59)***
R&D	0.446 (11.17)***	0.443 (11.09)***	0.443 (8.56)***	0.445 (10.88)***	0.442 (10.81)***	0.442 (8.44)***
Leverage	-1.120 (20.65)***	-1.117 (20.62)***	-1.117 (15.25)***	-1.107 (20.21)***	-1.105 (20.18)***	-1.105 (14.94)***
Median firm value	0.524 (20.07)***	0.525 (20.10)***	0.525 (14.51)***	0.528 (19.71)***	0.529 (19.74)***	0.529 (14.43)***
Total risk	-3.842 (6.03)***	-3.887 (6.10)***	-3.887 (5.15)***	-4.029 (6.17)***	-4.075 (6.23)***	-4.075 (5.26)***
PPE	-0.252 (5.77)***	-0.243 (5.55)***	-0.243 (4.02)***	-0.269 (6.09)***	-0.260 (5.89)***	-0.260 (4.27)***
Capex	0.226 (4.61)***	0.225 (4.57)***	0.225 (3.83)***	0.235 (4.72)***	0.234 (4.67)***	0.234 (3.93)***
S&P500	0.399 (12.05)***	0.403 (12.17)***	0.403 (8.04)***	0.407 (12.03)***	0.411 (12.13)***	0.411 (8.15)***
Number of blocks	-0.041 (7.19)***	-0.042 (7.38)***	-0.042 (5.28)***			
Herfindahl				0.209 (5.72)***	0.215 (5.87)***	0.215 (4.24)***
Constant	4.860 (14.27)***	4.796 (14.04)***	4.796 (8.69)***	5.032 (13.38)***	4.959 (13.12)***	4.959 (8.21)***
Observations	11,586	11,586	11,586	11,198	11,198	11,198
Adjusted R-squared	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24

Figura 5: Correlazione tra dispersione della proprietà e potere degli insider (con Tobin's Q come variabile dipendente) Fonte: Basu, Paeglis & Rahnamaei, 2016.

Come si può vedere infatti in figura 5, la correlazione tra l'indice di Shapley e il numero di blockholder risulta bassa, suggerendo che la dispersione della proprietà non è un indicatore affidabile del potere effettivo esercitato da un singolo investitore. Inoltre, l'analisi di regressione conferma che, anche dopo aver controllato per le misure di

dispersione della proprietà, il potere degli insider continua ad avere un impatto negativo significativo sul valore aziendale.

Prendendo in esame due esempi come il caso di USG Corp e Marriott International si può notare come le due aziende avendo strutture proprietarie diverse abbiano una diversa influenza sia sul potere degli insider che sul valore aziendale, la prima azienda era controllata da tre blockholder esterni, con una quota di insider ownership inferiore all'1%. In questa situazione, l'elevata dispersione della proprietà riduce l'influenza degli insider e limita le loro opportunità di estrarre benefici privati. Al contrario, nel caso di Marriott International, la famiglia fondatrice deteneva una quota significativa della società, combinata con la presenza di altri investitori istituzionali. In questa configurazione, la dispersione della proprietà rafforza il potere degli insider, consentendo loro di consolidare il controllo sulla gestione dell'impresa.

Dunque, questo studio risulta essere di particolare rilevanza perché mostra come non sempre la concentrazione della proprietà sia sempre positiva per il valore aziendale. In realtà, ciò che conta non è tanto la proprietà in sé, quanto il potere effettivo esercitato dai diversi attori e il modo in cui questo si distribuisce tra gli azionisti.

3 Blockholders e separazione tra proprietà e controllo: confronto internazionale

Questo capitolo vuole concentrarsi maggiormente sul contesto geografico, in particolar modo si vogliono mettere in risalto le differenze che sussistono in contesti europei come Germania, Francia e Spagna e anglosassoni come Stati Uniti e Regno Unito, con una particolare attenzione alla concentrazione del potere, ai meccanismi del controllo e alla capacità di influenzare la gestione aziendale.

3.1. Il modello europeo: Germania, Francia e Spagna

Nello studio condotto dall' European Corporate Governance Network (ECGN) come riportato da Barca e Becht (Becht, 1997) il fenomeno della concentrazione del potere nelle mani di azionisti di blocco è molto rilevante, essi infatti esercitano un controllo dominante sulla società che spesso può avere ripercussioni negative sui piccoli azionisti.

Infatti, la corporate governance in Europa si distingue dal mondo anglosassone principalmente per una motivazione, il potere nelle società quotate non è distribuito tra i molti piccoli azionisti ma è concentrato nelle mani di pochi grandi azionisti.

A questo concetto e alla questione sulla separazione tra proprietà e controllo si aggiunge anche il tema della proprietà ultima detta "ultimate ownership", che consiste nell'essere in grado di identificare quelli che sono i veri controllori della società analizzando possibili strutture piramidali e partecipazioni indirette (Faccio & Lang, 2001).

Oltre alla concentrazione nelle mani di un singolo azionista, in molti contesti europei assume sempre più rilevanza la presenza di più blockholders, in particolar modo il secondo azionista può incarnare il ruolo di bilanciamento e controllo all'interno dell'azienda stessa.

Infatti, può succedere che in una struttura con più azionisti, che siano in un certo senso rilevanti, il primo azionista ceda una parte del controllo per incentivare coalizioni più stabili così da sorvegliare il management e limitare allo stesso tempo comportamenti opportunistici (Bennedsen & Wolfenzon, 2000).

Questa configurazione può portare in alcuni casi a migliorare l'equilibrio tra un allineamento degli interessi economici (alignment effect) e la formazione di coalizioni

funzionali (coalition formation effect) che rendono così il controllo più efficiente rispetto ad una struttura in cui il potere è nelle mani di un solo azionista.

In Germania, Francia e Spagna la figura del blockholders è ricorrente e da questo punto di vista, manifesta anche un potere di voto amplificato rispetto al suo valore economico poiché sussistono una serie di strumenti come strutture piramidali, patti di voto, voti per delega, cross-holdings e azioni a voto multiplo (dual class shares).

Tale potere di voto secondo gli autori è concentrato nonostante la proprietà possa essere concentrata o dispersa, e si colloca principalmente nel II e IV quadrante dello schema fornito da (Becht, 1997) come si può vedere in figura 6:

	Dispersed Voting Power	Concentrated Voting Power
Dispersed Ownership	I ⊖ advantages: + liquidity + investors can diversify + lowest cost of capital ⊕ disadvantages: - lack of direct monitoring (free-riding problem, "hands off" portfolio investment) - takeovers are possible, do not act as a substitute for direct monitoring and can be disrupting implications : ✓ managers and dispersed owners favour liquidity enhancing transparency ✗ "Strong Managers, Weak Owners"	II If management has concentrated voting power (e.g. through proxy votes) "Strong Managers, Weak Owners" as in QI. Otherwise : ⊖ advantages: + direct monitoring + more liquidity than IV + diversify more than in IV + lower cost of capital than in IV ⊕ disadvantages: - cash-flow and control incentives misaligned (with voting trusts : 100%) - collusion between weak managers and controlling blockholder likely - strong incentives to extract private benefits for controlling blockholder - no takeovers implications : ✗ controlling blockholder and management are opposed to transparency ✗ controlling blockholder and management advertise widespread share ownership ✗ "Weak Managers, Weak Owners, Strong Voting Blockholders"
Concentrated Ownership	III ⊖ advantages: + some protection of small shareholders from voting right restrictions ⊕ disadvantages: - cash-flow and control incentives misaligned - no monitoring - no liquidity - no diversification opportunities - high cost of capital - takeovers difficult implications : ✗ mostly disadvantages ✗ "Strong Managers, Weak Owners"	IV If concentrated owner does not have concentrated voting power "Weak Managers, Weak Owners, Weak Owners, Strong Voting Blockholders", implications as in QII. Otherwise: ⊖ advantages: + direct monitoring + cash-flow and control interests aligned ⊕ disadvantages: - no or low liquidity - difficult to diversify - strong majority owner wants to be compensated through private benefits - high cost of equity - monitoring might be "too intense" and may prevent managers from taking initiatives - no takeovers implications : ✗ strong majority owner is opposed to transparency ✗ "Weak Managers, Weak Owners, Strong Voting Owners"

Figura 6: Separazione tra proprietà e potere di voto nei diversi contesti di governance aziendale. Fonte: Becht, 1997.

Focalizzandosi sui due quadranti che riguardano maggiormente il contesto europeo si può notare come nel II quadrante è rappresentato un quadro con una proprietà dispersa ma potere di voto concentrato nelle mani di pochi azionisti, tipica situazione come si diceva prima del contesto Europeo.

Un esempio di questa condizione è la Germania dove banche o le famiglie possono controllare le società senza avere realmente tra le mani una quota significativa di azioni, questo chiaramente presenta alcuni vantaggi come ad esempio la possibilità di

monitoraggio diretto del manager senza riscontrare problemi di agenzia e il costo del capitale è più basso rispetto al quadrante IV poiché la proprietà dispersa attira più investitori, ma non mancano sicuramente gli svantaggi come ad esempio un disallineamento tra diritti di proprietà e diritti di controllo che consentono di avere anche il 100% del potere decisionale pur possedendo una quota minima, inoltre è più probabile che i grandi azionisti siano spinti ad estrarre benefici privati e a colludere con i manager a discapito dei piccoli azionisti, questo può portare ad una situazione in cui non regnano trasparenza e correttezza che certe volte nemmeno gli stessi blockholders riescono a garantire.

Nel IV quadrante siamo in una situazione tipica del contesto spagnolo in cui le famiglie controllano sia la proprietà che il potere di voto, in questo caso vi è un allineamento tra incentivi economici e di controllo poiché sono concentrati nelle stesse mani a differenza del quadrante II, gli svantaggi sono relativi al fatto che la proprietà concentrata riduce la liquidità delle azioni, il monitoraggio per i manager potrebbe essere troppo serrato limitando la loro capacità di prendere iniziative e questo porta ad implicazioni che come prima riguardano una quasi assenza di trasparenza e la presenza di azionisti minoritari e manager deboli (weak manager, weak owners), ma con il proprietario con un potere concentrato molto forte (strong voting owners).

Dunque non sempre i blockholder si occupano di garantire un monitoraggio efficace del management poiché certe volte si focalizzano più sull'estrazione dei benefici privati, in Europa continentale, infatti questa configurazione è particolarmente evidente, quest'ultimi infatti non solo controllano le società ma spesso intervengono nelle strategie dell'azienda così da massimizzare il loro "blockholder value" piuttosto che lo "shareholder value", che in Europa assume un significato diverso rispetto agli Stati Uniti o al Regno Unito.

Infatti, in Germania, per esempio, sfruttando il sistema di voto per delega, le banche riescono ad esercitare un'influenza spiccata, in Francia grazie al sistema piramidale famiglie e holding riescono a controllare interi gruppi o infine la Spagna presenta una situazione in cui le famiglie dominano insieme alle banche.

In ciascuno di questi contesti, il blockholder può agire come contrappeso alla figura dominante del primo azionista favorendo una sorveglianza incrociata e impedendo l'abuso di potere unilaterale, soprattutto in Germania e Spagna, dove nessun azionista detiene sempre la maggioranza assoluta, e lo fa partecipando attivamente a coalizioni o ad accordi assembleari contribuendo all'equilibrio di potere prima citato.

Ovviamente come si può notare il contesto culturale e geografico hanno un peso, non irrilevante, nel comportamento di chi detiene il potere e questo può portare al sorgere di dubbi sulla trasparenza e sull'equità della gestione aziendale da parte dei blockholder.

Volendo fare un'analisi più approfondita sulla questione della concentrazione del potere nei tre paesi è stato riscontrato come in Germania la media della somma dei tre maggiori blocchi di voto nelle società quotate tedesche è del 68,31%, come si può vedere dalla tabella 1, ciò suggerisce che in molte imprese non vi è un'azionista che da solo detiene una quota superiore al 50%, rendendo necessaria la cooperazione tra i principali blockholders per assumere decisioni di rilievo, in questo contesto il secondo azionista assume un ruolo strategico perché può da un lato favorire le colazioni ma dall'altro può invece impedire che determinate azioni vengano perseguite.

Come viene evidenziato nello studio il livello della concentrazione è caratterizzato da alcune soglie specifiche che corrispondono al: 25% dei voti che consentono di avere una minoranza di blocco, e quindi di opporsi eventualmente a delle decisioni importanti relative a fusioni o modifiche statutarie; il 50% che garantisce una maggioranza nelle decisioni ordinarie come la nomina del consiglio di amministrazione e il 75% che fornisce il controllo assoluto che permette di attuare cambiamenti fondamentali come la modifica dello statuto.

Tutto questo fa in modo che gli azionisti cerchino di assestare la propria percentuale attorno a una di queste soglie così da massimizzare il loro potere e analizzando il più grande blocco di voto (ovvero la percentuale di voti detenuto dall'azionista più influente) si nota come questo corrisponda ad una mediana del 59,7% e che in alcuni casi può arrivare anche a controllare il 100% mostrando come anche un singolo azionista possa assumere il controllo totale (Becht, 1997).

Secondo lo studio condotto da Faccio e Lang come si vede in figura 7, concentrandosi sulla proprietà ultima si è visto come solo il 10,37% delle società tedesche è ampiamente posseduto al 20% di soglia (widley held), mentre un buon 60% è controllato dalle famiglie tramite strutture spesso complesse, infatti il 13,56% delle società tedesche usa strutture piramidali e il 2,6% presenta cross-holdings (Faccio & Lang, 2001).

Country	Number of Firms	Widely held	Family	Family of which:		State	Widely held Corporation	Widely held Financial	Miscellaneous	Cross-holdings
				Identified families	Unlisted firms					
Austria	99	11.11	52.86	12.12	40.74	15.32	0.00	8.59	11.11	1.01
Belgium	130	20.00	51.54	7.31	44.23	2.31	0.77	12.69	12.69	0.00
Finland	129	28.68	48.84	16.28	32.56	15.76	1.55	0.65	4.52	0.00
France	607	14.00	64.82	26.11	38.71	5.11	3.79	11.37	0.91	0.00
Germany	704	10.37	64.62	27.03	37.59	6.30	3.65	9.07	3.37	2.62
Ireland	69	62.32	24.63	13.04	11.59	1.45	2.17	4.35	5.07	0.00
Italy	208	12.98	59.61	39.50	20.11	10.34	2.88	12.26	1.20	0.72
Norway	155	36.77	38.55	10.59	27.96	13.09	0.32	4.46	4.54	2.27
Portugal	87	21.84	60.34	5.17	55.17	5.75	0.57	4.60	6.90	0.00
Spain	632	26.42	55.79	6.25	49.54	4.11	1.64	11.51	0.47	0.05
Sweden	245	39.18	46.94	22.65	24.29	4.90	0.00	2.86	5.71	0.41
Switzerland	214	27.57	48.13	22.66	25.47	7.32	1.09	9.35	6.31	0.23
UK	1,953	63.08	23.68	12.22	11.46	0.08	0.76	8.94	3.46	0.00
Total	5,232	36.93	44.29	16.93	27.36	4.14	1.68	9.03	3.43	0.51

Figura 7: Proprietà ultima delle società quotate in Europa al 20% di soglia. Fonte: Faccio & Lang, 2001.

Poco più del 10% delle società tedesche usa strutture piramidali per separare proprietà e controllo; tuttavia, l'uso delle azioni a voto multiplo è limitato, solo il 17,61% delle società tedesche adotta un sistema dual class shares, questo è legato principalmente a motivazioni di tipo legale, che fino al 1998 richiedevano un particolare autorizzazione per emettere azioni di voto multiplo. (Faccio & Lang, 2001)

Dallo studio emerge inoltre che in Germania sia presente uno dei più bassi rapporti cash-flow/voting rights pari allo 0,842 (rispetto ai vari paesi analizzati), derivante dal fatto che in media un'azionista ultimo detiene il 48,54% dei diritti di proprietà ma il 54,50% dei diritti di controllo (Faccio & Lang, 2001).

In tutto ciò un ruolo di spicco è rivestito dalle banche, le quali pur detenendo partecipazioni economiche relativamente basse, riescono comunque ad esercitare un'influenza rilevante grazie ad alcuni strumenti come i voti per delega, strutture piramidali e patti di voto, assumendo così la figura di attori centrali dentro la governance aziendale (Becht, 1997).

Le implicazioni che tutto questo ha sulla governance in Germania è che la concentrazione del potere di voto spesso nelle mani delle banche o famiglie, porta da un lato a dei blockholders che monitorano i manager in modo diretto riducendo i problemi di agenzia ma dall'altro questa concentrazione crea un rischio significativo per gli azionisti minoritari che possono essere esclusi dalle decisioni e subire ciò di cui si è parlato prima, ovvero l'estrazione dei benefici privati.

Un altro paese europeo che, come la Germania, presenta un quadro piuttosto concentrato è la Francia, qui però come si può vedere dalla tabella 1 la media della somma dei tre maggiori blocchi di voto raggiunge un 33%, che rappresenta un valore più basso rispetto la Germania ma che può raggiungere il 100% in alcune società rimarcando sempre il concetto che si possono verificare situazioni in cui pochi azionisti controllano tutto, quindi è vero che il controllo è in media meno concentrato rispetto alla Germania ma ci sono comunque realtà aziendali in cui il potere si trova spesso nelle mani di pochi o del singolo (Becht, 1997).

Un aspetto interessante della Francia è il ruolo delle famiglie e delle banche, il 16,6% delle società è controllato dalle famiglie, da banche e da holding finanziarie che chiaramente rivestono un ruolo fondamentale nel poter collegare tra loro dei gruppi aziendali utilizzando spesso strutture piramidali.

Tali strutture altro non sono che dei meccanismi che consentono di controllare una società tramite una catena di proprietà, in cui ad esempio, un azionista controlla una società A, che a sua volta controlla una società B che a sua volta controlla C, questo permette all'azionista che controlla A di controllare anche B e C pur avendo acquistato

economicamente una proprietà più bassa creando effettivamente una separazione tra *cash-flow rights* e *voting rights*.

Ovviamente tutto questo porta inevitabilmente a problemi di trasparenza poiché per evitare che venga reso noto l'eventuale estrazione di benefici privati i blockholders tendono a nascondere o ad opporsi alla divulgazione di alcune informazioni, inoltre vi è un'altra problematica legata alla presenza delle famiglie poiché questo può in un certo senso bloccare l'innovazione, se vi è infatti un manager appartenente al nucleo familiare questo potrebbe essere meno propenso ad assumersi dei rischi non permettendo all'impresa di crescere come dovrebbe.

Per quanto riguarda la Spagna, la concentrazione del potere è anche in questo caso più bassa rispetto alla Germania ma più alta rispetto alla Francia con una media del C3, cioè della somma dei tre maggiori blocchi di voto, del 57,6% e la mediana corrisponde la 38,2%, questo ha un significato importante, poiché attesta che i tre maggiori azionisti controllano più della metà dei voti e che il più grande azionista anche se possiede circa il 38% ha una quota sufficiente da influenzare decisioni importanti anche se non raggiunge la soglia del 50% (Becht, 1997).

Paese	Media C3 (%)	Min C3 (%)	Max C3 (%)	Std C3
Germania	68.31	4.9	100.0	0.2630
Francia	33.0	-	-	-
Spagna	57.6	-	48.39	-
Regno Unito	22.0	-	88.04	0.2323
Stati Uniti	20.0	3.23	99.99	0.2385

Tabella 1: Statistiche sulla concentrazione del potere di voto (C3) nelle società quotate europee

Paese	Numero di società	Min (%)	Mediana (%)	Media (%)
Germania	402	4.9	59.7	63.4
Francia	-	-	-	-
Spagna	394	-	38.2	100.0
Regno Unito	6559	0.05	15.1	22.8
Stati Uniti	-	-	-	-

Tabella 2: Statistiche sul controllo per rango di blocco di voto in Europa

Ciò che in Spagna è di particolare rilevanza rispetto agli altri paesi è rappresentato da un forte controllo familiare più del 50% delle società spagnole è controllato dalle famiglie, un valore che rappresenta quanto la cultura delle imprese familiari sia radicata in questo paese, ovviamente questo porta da un lato a dare stabilità nel lungo periodo, poiché meno influenzate rispetto agli altri, dalle pressioni del mercato di breve periodo, ma dall'altro, possono privilegiare loro stessi piuttosto che gli altri azionisti, assumendo familiari meno qualificati rispetto a delle figure esterne o traferendo alcune risorse alle società collegate.

Come si può vedere dalla tabella 2, la mediana in Spagna è pari al 38.2%, a dimostrazione del fatto che il più grande azionista non ha il controllo assoluto e questo potrebbe portare le società spagnole ad essere maggiormente dipendenti da dispositivi di controllo.

Un altro aspetto da tenere in considerazione è la presenza di azioni di voto multiplo come già evidenziato prima, in Germania il 17,61% delle società usa tale meccanismo, invece negli altri due paesi sopracitati, il loro uso non è molto comune, questo significa

che i blockholders usano sicuramente meccanismi alternativi per mantenere il proprio potere.

Le dual class shares altro non sono che azioni che danno più diritti di voto rispetto alle azioni ordinarie; quindi, per esempio un'azione di classe A potrebbe dare 3 voti e una di classe B solo 1 voto, questo permette ai blockholders di mantenere un buon controllo anche con una quota di proprietà limitata; quindi, si può notare come queste siano un ottimo strumento per proteggere una società da eventuali acquisizioni ostili.

L'ultimo strumento che viene usato sempre in modo piuttosto evidente in Germania e in modo più limitato in Francia e Spagna è l'uso di strutture piramidali, in cui un azionista può controllare una società attraverso una catena di proprietà, ad esempio, possedendo il 51% di una società A, che possiede il 51% della società B che a sua volta possiede il 51% della società C, e in questo modo con una proprietà effettivamente minima si riesce a controllare l'intera catena di società.

Dall'analisi realizzata su 3 paesi europei è emerso che la figura dei blockholders si trova ad operare in un contesto fortemente concentrato dove famiglie e banche dominano sulle decisioni aziendali, in cui sicuramente grazie ad essi viene data maggiore stabilità alla società e un monitoraggio sicuramente più diretto, ma allo stesso tempo viene meno il concetto di trasparenza, vengono perseguiti molto spesso benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza, e spesso vengono sfruttati meccanismi a proprio favore come il dual class shares e le strutture piramidali, tutto questo come si vedrà nel paragrafo successivo è in netto contrasto con il sistema anglosassone.

3.2. Modello statunitense: proprietà diffusa e controllo di mercato

Quando si pensa al modello statunitense si pensa ad un modello che incarni perfettamente il concetto di proprietà diffusa, infatti secondo questa visione, un po' tradizionale, si ha che le imprese americane siano costituite da un numero molto elevato di investitori e che questo impedisca a qualsiasi azionista di avere un'influenza dominante sulla gestione aziendale.

I più volte citati Berle e Means, sono l'esempio di come questo pensiero si sia radicato e di come per decenni sia stato un punto di riferimento, tuttavia negli ultimi anni, sono stati svolti una serie di studi empirici, che hanno cominciato a mettere in discussione tale modello della proprietà frammentata "tipica" degli Stati Uniti, mostrando invece come la realtà statunitense sia in verità molto più complessa e sfaccettata di quanto si pensasse.

Holderness, (Holderness C. G., *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 2007) fu uno dei primi a ribaltare questo pensiero, condusse uno studio su un campione di 375 imprese quotate negli Stati Uniti prese casualmente da diversi settori e mercati, anche di dimensione differente, e dal suo lavoro emerse che il 96% delle aziende analizzate aveva almeno un blockholder, cioè un azionista con una partecipazione pari o superiore al 5% delle azioni con diritto di voto e risultato ancora più sorprendente era legato al fatto che questi detenevano il 39% del capitale, un valore non indifferente che portò man mano a distanziare il modello americano dal concetto di proprietà diffusa.

Un aspetto spesso trascurato nei modelli di governance statunitense è la presenza di più blockholders all'interno dell'impresa, in cui il secondo azionista può svolgere un ruolo determinante, infatti Holderness (Holderness C. G., *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 2007) non solo mostra che la quasi totalità delle società ha almeno un blockholders ma suggerisce che le quote detenute non sempre garantiscono un controllo unilaterale, infatti in molti casi il primo azionista possiede una quota inferiore al 50% e ciò lascia spazio ad un secondo azionista con un potere contrattuale o strategico.

Il secondo azionista può agire da cosiddetto "swing voter" (votante decisivo) influenzando così l'esito di votazioni che possono risultare critiche, fungendo inoltre da contrappeso all'azionista principale soprattutto in presenza di board che non sono indipendenti o quando l'investitore istituzionale ha un orientamento da attivista.

In un contesto di proprietà formalmente dispersa ma sostanzialmente concentrata le dinamiche tra blockholders, secondo Pagano e Volpin (Pagano & Volpin, 2005),

rappresentano un vero e proprio strumento di governance, anche nel caso statunitense, dunque, la figura del secondo azionista viene vista come un meccanismo interno di monitoraggio che, se ben bilanciato rafforza l'efficacia del controllo aziendale e la protezione degli azionisti di minoranza.

Come si può notare dalla figura 8 la proprietà aggregata nelle imprese statunitensi è molto più alta di quella degli altri paesi; infatti, risulta che la percentuale media delle azioni detenuta dai blockholders nelle imprese americane è superiore al 39% contro quella dei paesi non-USA che è pari al 36% e la probabilità di trovare almeno un blockholder nel primo caso è pari al 96% contro il 93% nel secondo caso.

Anche se questo risultato andrebbe preso con le pinze in quanto per determinare i valori delle imprese americane è stato preso in considerazione un campione casuale ma non si può dire lo stesso per quelle non americane, quindi i due campioni potrebbero non essere effettivamente paragonabili.

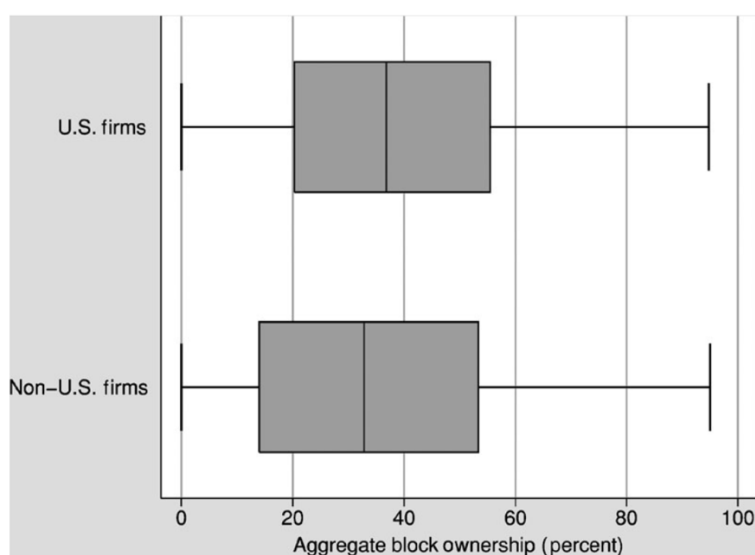


Figura 8: Confronto della proprietà aggregata da parte di blockholders tra imprese statunitensi e non statunitensi. Fonte: Holderness C.G., *The myth of diffuse ownership in the United States*, 2007.

Per rafforzare tale concetto sono state svolte poi delle analisi comparative con altri paesi, tra cui Regno Unito, Germania, Francia e Giappone e da questo studio è emerso che le imprese USA hanno tra il 4% e il 7% di probabilità di avere un blockholders come si può vedere in figura 9, e inoltre la concentrazione della proprietà è più alta del 2%-6% rispetto agli altri paesi e Holderness (Holderness C. G., *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 2007) mostra come tale dati siano significativi anche quando si considerano variabili strutturali come la regolamentazione settoriale o la volatilità del business.

	(1)	Firm has blockholder		(4)	(5)	Block ownership		(8)
		(2)	(3)			(6)	(7)	
U.S. dummy	0.04 (0.01)	0.04 (0.01)	0.06 (0.00)	0.07 (0.00)	2.79 (0.02)	3.51 (0.00)	4.69 (0.00)	6.74 (0.00)
Firm size (log)		-0.01 (0.00)	-0.02 (0.00)	-0.02 (0.00)		-3.12 (0.00)	-1.93 (0.00)	-2.44 (0.00)
Age of firm (log)			-0.01 (0.27)	-0.01 (0.14)			-2.41 (0.00)	-2.37 (0.00)
PPE/sales				-0.00 (0.81)				-0.29 (0.16)
CapX/PPE				0.03 (0.36)				0.47 (0.13)
Free cash flow				0.08 (0.04)				18.55 (0.00)
Volatility				0.01 (0.00)				0.43 (0.00)
Financial dummy				-0.09 (0.00)				-4.44 (0.00)
Utility dummy				0.05 (0.02)				3.14 (0.36)
Media dummy				0.05 (0.00)				1.20 (0.67)
Constant	0.17 (0.00)	0.23 (0.00)	0.27 (0.00)	0.19 (0.01)	35.84 (0.00)	51.24 (0.00)	50.62 (0.00)	48.83 (0.00)
No. of observations	8076	6345	3189	2506	8076	6345	3189	2506
R ²	0.01	0.03	0.03	0.10	0.01	0.06	0.05	0.08

Blockholders are those shareholders who own at least 5% of the voting power of the common stock. Regressions 1 through 4 are the marginal effects from logit regressions in which the dependent variable takes a value of one if the firm has at least one blockholder and zero otherwise. The coefficients report the change in the probability for an infinitesimal change in the continuous variables and the discrete change in the probability for the dummy variables. Regressions 5 through 8 are OLS in which the dependent variable is the fraction of the common stock held by blockholders in aggregate. If a firm has no blockholders, the firm is included at zero block ownership. The U.S. firms are randomly selected, CRSP- and Compustat-listed firms. The U.S. dummy takes a value of one if the firm is from the United States and zero otherwise. The foreign firms come from 22 different countries. Variables are defined in Table 2. (*p*-values are reported in parentheses and are calculated with Huber-White robust standard errors.)

Figura 9: Analisi della proprietà azionaria ordinaria dei titolari di blocchi presso imprese statunitensi e non statunitensi.

Fonte: Holderness C.G., The myth of diffuse ownership in the United States, 2007.

Un altro modo per visualizzare in maniera più chiara e semplice tale concentrazione è attraverso la figura 10, in cui vi è un grafico che riporta sull'asse orizzontale la media della quota aggregata detenuta dai blockholders e su quello verticale la percentuale di imprese che hanno almeno un blockholders e come si può notare gli Stati Uniti, si collocano nella parte centrale in alto, questo a dimostrazione del fatto che essi detengono quote piuttosto elevate e che non è poi così complicato trovare un blockholders nelle imprese USA.

Rimarcando ancor di più il concetto che le imprese americane non rappresentino un'eccezione ma siano piuttosto perfettamente in linea con le tendenze degli altri paesi se non addirittura ancora più concentrate della media (Holderness C. G., *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 2007).

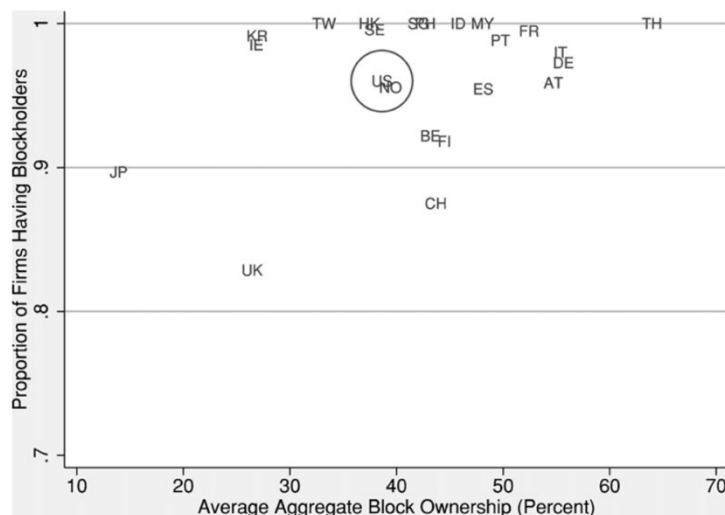


Figura 10: Diagramma a dispersione della proprietà di azioni ordinarie di grandi blocchi presso società pubbliche negli Stati Uniti e in altri 22 paesi. Fonte: Holderness C.G., *The myth of diffuse ownership in the United States*, 2007.

Uno dei primi tentativi per superare il concetto che il modello americano fosse un'eccezione fu fatto da Demsetz e Lehn (Demsetz & Lehn, 1985) essi partirono da un'osservazione molto semplice ma allo stesso tempo importantissima, ovvero se la proprietà diffusa fosse davvero così inefficiente allora non dovrebbe proprio esistere in un mondo razionale, e invece si è visto come in molti contesti questa configurazione non solo esiste ma funziona anche bene.

Quindi la diffusione della proprietà è una configurazione che in presenza di specifici contesti può essere considerata ottimale nonostante lo svantaggio legato alla mancanza di controllo diretto.

Essi analizzarono un ampio campione di 511 imprese americane ed evidenziarono come la concentrazione azionaria vari molto da un'impresa all'altra, infatti, la quota posseduta dai primi cinque azionisti varia moltissimo dall'1,27% fino all'87% dimostrando che non esiste un modello unico di proprietà e che la scelta tra una proprietà e l'altra dipende da un sacco di fattori che li autori racchiudono in sostanza in quattro forze principali (Demsetz & Lehn, 1985).

La prima tra queste è relativa alla dimensione dell'impresa, infatti prendendo in considerazione un'impresa più ampia si può immaginare come per ovvie ragioni finanziarie è più probabile che questa abbia una proprietà diffusa poiché può essere complesso per un singolo individuo acquisire partecipazioni che siano rilevanti, anche se in questa grandi aziende è sufficiente possedere una quota minore per esercitare un'influenza e questo prende il nome di "size effect".

La seconda è il control potential ovvero il potenziale guadagno che un'azionista può ottenere monitorando il management, se il settore in cui l'impresa si trova è più instabile conviene concentrare la proprietà così da avere un controllo più stretto;

infatti, utilizzando tre indicatori per monitorare l'instabilità videro proprio come una maggiore instabilità era spesso associata a una maggiore concentrazione proprietaria.

La terza forza riguarda la regolamentazione settoriale, nei settori regolati come quello bancario o delle utility, il bisogno di blockholders si riduce e rende più possibile la presenza di una struttura proprietaria diffusa in cui infatti il controllo viene esercitato anche dallo Stato, attraverso vigilanza, obblighi di trasparenza e imposizioni di vincoli alla governance.

L'ultima è l'*amenity potential* ovvero il beneficio personale che un azionista può ottenere dal controllo diretto di un'impresa, ci sono dei settori in cui il controllo può avere valenza non solo economica ma soprattutto sociale quindi riguardante il prestigio e la visibilità.

Quindi i risultati delle loro analisi sono utili per comprendere la presenza o meno dei blockholders nelle varie aziende e come la loro figura sia in certi casi una risposta necessaria a specifici bisogni dell'azienda.

Inoltre, Demsetz e Lehn (Demsetz & Lehn, 1985) analizzando il Return on Equity (ROE) non trovarono alcuna relazione diretta tra proprietà concentrata e performance aziendale a dimostrazione del fatto che pochi azionisti con un forte potere non garantiscono affatto una redditività più alta ma neanche la proprietà diffusa di per se deve essere vista come un problema e quindi una struttura proprietaria diffusa o concentrata è solo una variabile strategica che ogni impresa definisce e che può funzionare o meno in base alle sue caratteristiche e al contesto in cui si trova.

Quindi effettivamente analizzando questo studio e quello prima svolto da Holderness si può pensare alla proprietà diffusa degli Stati Uniti come un caso particolare piuttosto che un modello standard, ma allora come mai la letteratura economica ha continuato per decenni a descrivere gli Stati Uniti come il paese esempio della proprietà frammentata?

Le ragioni di questo non si basano tanto su studi empirici ma piuttosto nella storia istituzionale del paese stesso, come afferma lo stesso Coffee (Coffee, 2001), infatti la diffusione della proprietà nelle imprese statunitensi non deriva da un sistema troppo forte e protettivo ma piuttosto è frutto di un processo storico basato molto sull'autoregolamentazione.

Coffee, infatti, ha spiegato come negli Stati Uniti la governance si sia evoluta in maniera diversa rispetto all'Europa e di come effettivamente si siano sviluppati con minore dipendenza da configurazioni proprietarie concentrate (Coffee, 2001).

Il contesto americano è un contesto di tipo *common law* in cui viene dato molto più spazio ai soggetti privati, in cui si tende verso una privatizzazione molto più marcata

e dove solitamente vi è una maggiore attenzione verso gli azionisti di minoranza e Coffee sostiene quanto abbiano giocato un ruolo importante due fattori ovvero le banche di investimento e il New York Stock Exchange (NYSE).

Per quanto riguarda il primo elemento, esse hanno contribuito alla costruzione di un sistema di controllo reputazionale; infatti, tramite la nomina di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione si occupavano di garantire un controllo che fosse privato e informale su quello che era il comportamento del manager, assumendosi anche il compito di scegliere e controllare le imprese emittenti durante le fasi di IPO, quindi non si occupavano solo di quotare tali imprese ma in un certo senso gli fornivano anche una certificazione sulla loro affidabilità.

Uno degli esempi più emblematici fu senza dubbio quello di J.P Morgan nel 1901, infatti segnò ufficialmente il passaggio da proprietà concentrate ad assetti azionari più dispersi.

L'altro elemento, ugualmente importante, fu quello della NYSE che ha precocemente operato come un "mini sistema legale" con proprie regole e meccanismi di risoluzione delle dispute, basandosi sulla tradizione anglo-americana di autoregolamentazione mercantile, essa si occupò di imporre degli standard abbastanza severi alle società quotate, come indipendenza del board, disclosure e il rispetto delle norme statutarie, tutto questo ha permesso la crescita di un mercato azionario sempre più liquido.

È importante sottolineare come la diffusione della proprietà opposta a quella concentrata, che come abbiamo visto è tipica della visione più europea, non ha mai significato assenza di controllo come si potrebbe invece pensare, infatti la governance statunitense si basa su dei meccanismi alternativi rispetto a quelli europei, poiché il controllo viene esercitato ad esempio attraverso la combinazione di più elementi come attivismo degli investitori istituzionali, incentivi manageriali e una serie di norme legali e autoregolamentazioni.

Particolare importanza rivestono gli azionisti istituzionali che oggi detengono il 70% delle azioni delle grandi aziende quotate, anche se bisogna sempre sottolineare che tutti questi sistemi possono o meno essere efficaci in base alle regole interne adottate da un'impresa (Coffee, 2001).

Dunque, tramite questo processo, sono stati proprio i mercati a creare le condizioni per lo sviluppo della proprietà dispersa e poi solo successivamente sono arrivate le riforme, dimostrando che la legge segue a volte l'economia e non sempre accade il contrario.

Quindi la visione degli Stati Uniti come simbolo di proprietà dispersa ha delle origini storiche e istituzionali, in cui il mercato e le istituzioni autoregolatrici si sono sostituite al legislatore dando l'impressione di un sistema dominato dalla separazione tra

proprietà e controllo, nel corso del tempo autori come Holderness, Demsetz e Lehn hanno dimostrato invece come la presenza dei blockholders nelle imprese fosse molto più frequente del previsto e che la proprietà era tutt'altro che frammentata.

In realtà si può concludere affermando che il modello statunitense è molto più complesso di così e che la presenza o meno dei blockholders dipende da una serie di fattori strutturali, settoriali e storici; dunque, si può dire che gli Stati Uniti furono considerati a proprietà diffusa non tanto perché lo fossero realmente ma perché il loro sistema ha saputo far funzionare una governance anche in assenza di un controllo concentrato.

3.3. Il Regno Unito: proprietà diffusa, attivismo istituzionale e stewardship

L'evoluzione della Corporate Governance nel Regno Unito sembrerebbe non seguire il filone narrativo che Bearle e Means avevano delineato, infatti contrariamente alla loro tesi che individuava tra il 1880 e il 1930 la nascita della separazione tra proprietà e controllo negli Stati Uniti, recenti studi hanno invece suggerito che nel Regno Unito una forma di proprietà diffusa fosse ben presente già tra il 1720 e il 1825 rendendo così il Regno Unito uno dei primi paesi a presentare questa tipologia di configurazione (Turner, 2024).

Infatti, analizzando proprio i registri azionari di compagnie quali la Banca di Inghilterra e la East India Company, si vide come già nel 1720 queste società britanniche contrassero un numero elevato di azionisti e una conseguente partecipazione limitata dei dirigenti al capitale; quindi, molte compagnie scelsero di limitare la quota azionaria possedibile così da favorire la diversificazione del rischio e coinvolgere stakeholder.

Uno dei momenti più significativi fu senza dubbio, tra gli anni '30 e '40 dell'Ottocento, l'avvento delle compagnie ferroviarie, poiché nacque la necessità di raccogliere ingenti somme di capitali per costruire una rete nazionale ferroviaria che comportò chiaramente una netta frammentazione della proprietà come mai era avvenuto prima d'ora, poiché nessun azionista da solo poteva essere in grado di sostenere un investimento così vasto, quindi ancor prima del *Companies Act* nel 1862, la proprietà

diffusa era una configurazione già molto radicata nel panorama societario britannico (Turner, 2024).

Questo può essere maggiormente visibile in figura 11 in cui vengono analizzati i dati relativi alle società costituite tra il 1855 e il 1902, in cui si può osservare come il maggiore azionista detenesse in media il 10,5% del capitale, mentre il consiglio di amministrazione possedeva in media il 13,6% delle azioni a dimostrazione che in quel periodo il potere fosse tutt'altro che concentrato.

Nel 1911 nel campione preso in esame da (Les & Foreman-Peck, 2014), si nota come nelle 337 società analizzate la concentrazione proprietaria risultava ancora bassa, in cui la quota detenuta in media dal primo azionista era solo del 6,6%, e anche analizzando un campione più grande la situazione era comunque la medesima, su un campione di 1568 società, la media risultava essere più alta di 17,2% ma comunque la struttura proprietaria restava diffusa (Aldous, Fliers, & Turner, 2023).

Years	N	Owned by directors (%)		Owned by largest shareholder (%)		Source
		Mean	Median	Mean	Median	
1855–1902	575	13.6(c)	9.5(c)	10.5(c)	6.6(c)	Acheson et al.
1911	337	6.6(c)	2.5(c)	–	–	Foreman Peck and Hannah
1911	1568	17.2(c)	8.9(c)	–	–	Aldous et al.
1936	92	9.8(c)	2.9(c)	16.3(v)	9.8(v)	Florence
1951	98	6.5(c)	1.2(c)	13.0(v)	5.5(v)	Florence
1983	470	–	–	15.9(c)	–	Leech and Leahy
1990	225	12.9(c)	6.2(c)	–	–	Short and Keasey
1995	802	13.0(c)	–	18.8(c)	–	Davies et al.
1999	650	8.6 (c)	1.4 (c)	–	–	Primark Extel
2013	350	3.9 (c)	0.4 (c)	17.5(c)	13.26(c)	Acheson et al.

Figura 11: Concentrazione proprietaria nel Regno Unito 1855-1995 Fonte: Turner, 2024

Tutto questo proseguì in questa direzione fino agli anni 80 in cui si cominciò a delineare una modifica di tale struttura proprietaria, poiché iniziò a svilupparsi la tendenza alla quotazione in borsa da parte di imprese familiari preesistenti, in cui nonostante l'apertura verso il mercato esterno, tramite l'utilizzo di strumenti quali azioni privilegiate prive di diritto di voto o con diritto di voto ridotto, riuscivano comunque a mantenere un saldo controllo della società, questo fenomeno portò ad un parziale ritorno della concentrazione proprietaria, e il tutto fu favorito senza dubbio anche dal declino delle imprese ferroviarie che vennero sostituite da banche o assicurazioni in cui la proprietà familiare giocava un ruolo rilevante.

Anche se come si può evincere in figura 9 nonostante tali modifiche la configurazione proprietaria rimase pressoché la stessa per tutto il XX secolo, con una maggiore

dispersione alla fine degli anni '90 grazie anche a massicce privatizzazioni e all'ascesa di investitori istituzionali.

Invece dal punto di vista della governance aziendale, il passaggio da una struttura proprietaria diffusa a strutture con un controllo familiare più radicato ha portato a cambiamenti nella natura dei conflitti interni, infatti non si parlava più di "agency cost" tra manager e azionisti ma piuttosto il conflitto nasceva tra gli insider (ovvero i fondatori o le famiglie dominanti) e gli outsider ovvero gli azionisti di minoranza, questo chiaramente comportava il rischio di creare aziende che fossero inefficienti in cui il focus principale non era più la massimizzazione del valore ma piuttosto ci si concentrava sul mantenere il controllo familiare escludendo così la possibilità di inserire all'interno dell'impresa manager esterni che fossero maggiormente qualificati.

Infine, come gli stessi Demsetz e Lehn (Demsetz & Lehn, 1985) affermarono il legame tra struttura proprietaria e performance non risultava essere poi così definito, ma piuttosto si rivelò complesso e non lineare; infatti, la presenza di una struttura o dell'altra non garantiva automaticamente maggiori performance per l'impresa, dipendendo invece da fattori quali il settore, governance e avvenimenti storici a dimostrazione del fatto che la scelta di una configurazione o l'altra fosse del tutto endogena.

Anche se dai vari studi analizzati si vide come l'inefficienza delle compagnie ferroviarie britanniche fosse in parte legata alla proprietà molto diffusa, nonostante ciò, numerosi studi successivi dimostrarono come la causalità tra performance e struttura proprietaria fosse complessa da dimostrare.

Successivamente a partire dagli anni '60 la struttura proprietaria del Regno Unito subì un'ulteriore trasformazione, infatti gli investitori istituzionali, tra cui fondi pensione, compagnie assicurative e investments trust iniziarono a rivestire un ruolo sempre più importante all'interno della governance societaria.

Nel tempo il valore delle azioni detenute direttamente dagli individui cominciò a diminuire; infatti, nel 1963 i piccoli azionisti possedevano ancora il 54% delle azioni quotate, ma questo dato diminuì drasticamente tra gli anni '80 e '90 in cui la quota scese fino ad arrivare nel 1999 al 15%, dimostrando come realmente la situazione stesse cambiando a favore degli investitori professionali.

Tutto questo determinò una modifica del controllo che prima si basava sulla presenza di tanti piccoli azionisti e che dopo questo cambiamento si basò sulla presenza di questi investitori istituzionali che furono chiamati a ricoprire il ruolo di guardiani (stewardship) delle aziende in cui investivano e che si consolidò maggiormente con l'adozione dell'UK Stewardship Code.

Nel 2010 venne emanato questo codice che fa parte del diritto societario del Regno Unito e riguarda i principi che gli investitori sono tenuti a seguire, è di natura volontaria e il suo obiettivo è quello di incoraggiare un monitoraggio attivo della governance aziendale per gli interessi dei beneficiari, in cui gli investitori istituzionali hanno il dovere di monitorare le aziende in cui investono, votare in maniera responsabile durante le assemblee, dialogare con i manager per sistemare eventuali errori e promuovere la trasparenza (Financial Reporting Council , 2010).

Questo segnò chiaramente un punto di svolta per la struttura proprietaria britannica poiché a partire da questo momento in poi il Regno Unito si caratterizzò per un modello di governance basato sulla proprietà diffusa, ma allo stesso tempo accompagnato da una forte vigilanza istituzionale riducendo in questo modo uno dei principali problemi di agency, ovvero il rischio che il manager a causa dello scarso controllo faccia i propri interessi piuttosto che quelli dei piccoli azionisti.

Tuttavia, sebbene l'introduzione dello UK Stewardship Code nel 2010 abbia rappresentato un passaggio cruciale verso una maggiore responsabilizzazione degli investitori istituzionali dall'altro sono stati sollevati numerosi dubbi sulla reale efficacia dello strumento, infatti uno studio condotto da (Elmi, 2019) e incentrato proprio sull'impatto del codice sugli asset manager britannici ha evidenziato come il codice nonostante abbia portato a dei miglioramenti significativi in termini di trasparenza non sia riuscito a generare un'influenza sostanziale sulle decisioni strategiche dell'impresa.

Nel suo studio (Elmi, 2019) ha messo alla luce il fatto che non vi sia evidenza empirica di un miglioramento nelle performance finanziarie delle imprese che vi hanno aderito, mettendo effettivamente in discussione l'effettiva capacità del codice di poter generare valore per l'impresa, quindi nonostante il codice sia stato creato per disciplinare gli investitori e migliorare le performance aziendali, si è riscontrato come nella realtà la funzione di monitoraggio che gli investitori esercitano dipende maggiormente dalla volontà di quest'ultimi piuttosto che da un codice che risulta essere fortemente vincolante, questo suggerisce che per realizzare un cambiamento che sia effettivamente significativo non è necessario solo introdurre una regolamentazione formale, ma ciò che ha invece un peso importante sono soprattutto la volontà e l'impegno degli investitori istituzionali.

Dunque, si potrebbe concludere affermando che il modello di governance britannica, partendo da una situazione a proprietà diffusa si è evoluta favorendo l'inserimento dell'investitori istituzionali che dovrebbero giocare un ruolo chiave nella vigilanza aziendale, nonostante ciò, però persistono problemi legati alla governance tra cui: manager che agiscono in modo opportunistico e controllo interno non sempre efficace soprattutto quando gli investitori istituzionali assumono un comportamento passivo.

Quindi l'efficacia della stewardship non dipende solo dalla presenza o meno degli investitori ma dalla qualità del loro coinvolgimento, se l'engagement dell'investitore ha solo natura formale si rischia di trasformare il compito degli investitori in un esercizio della burocrazia che però risulta essere incapace di incidere realmente sulla strategia e sulla trasparenza aziendale.

Uno studio realizzato da Khurshed (Khurshed, Lin, & Wang, 2009) , ha permesso di mettere in luce il comportamento di questi investitori istituzionali all'interno delle società britanniche evidenziando il loro modo di agire a seconda delle varie situazioni.

Il primo concetto che emerge è che quest'ultimi vedono la proprietà manageriale (director's ownership) come un meccanismo sostitutivo della propria figura, cioè se i dirigenti possiedono una quota rilevante all'interno dell'azienda, si suppone che quest'ultimi abbiano forti interessi nel far sì che l'impresa cresca e aumenti il proprio valore, dunque si crea automaticamente un allineamento tra quelli che sono gli interessi del manager e degli azionisti stessi, ecco che a questo punto si riduce l'incentivo da parte degli investitori istituzionali ad esercitare un monitoraggio all'interno dell'impresa.

Tale relazione però si rivela essere non lineare infatti se da un lato è vero che gli investitori istituzionali preferiscono non investire in aziende in cui vi è elevata proprietà manageriale è anche vero che si è riscontrata una bassa propensione ad investire in società in cui al contrario la proprietà manageriale è molto bassa poiché si rischia il verificarsi della situazione opposta, ovvero un elevato disallineamento degli incentivi che può portare poi ai problemi di agency di cui si è ampiamente discusso.

Dunque, si può affermare come la figura dell'investitore istituzionale si ponga in un certo senso in una situazione di vuoto di governance interna, in cui vi è una partecipazione moderata da parte del management e in cui quindi l'investitore istituzionale può svolgere il proprio ruolo di vigilanza assumendo il ruolo di contrappeso all'interno dell'impresa stessa.

Un altro elemento interessante riguarda la composizione del consiglio di amministrazione, infatti come messo in evidenza da (Khurshed, Lin, & Wang, 2009) gli investitori istituzionali preferiscono investire in contesti in cui sono presenti gli amministratori indipendenti (ovvero quelli non esecutivi) poiché la loro figura si occupa proprio di svolgere una forma di controllo interno e si è visto come tale dato risulti essere molto robusto.

Infatti, imprese caratterizzate da amministratori indipendenti vengono considerate aziende con maggiore trasparenza, accountability e qualità della governance e questo riduce chiaramente rischi legati a comportamenti opportunistici da parte del

management e la loro figura viene percepita come complementare a quella dell'investitore istituzionale.

Oltre ai meccanismi di governance nello studio (Khurshed, Lin, & Wang, 2009) indagano anche i fattori aziendali che influenzano la presenza o meno degli investitori istituzionali, infatti contrariamente a quanto viene documentato sugli Stati Uniti, gli investitori istituzionali nel contesto britannico mostrano un maggiore interesse per le imprese che hanno dimensioni più contenute, che possiedono una minore capitalizzazione di mercato e con una storia di quotazione più breve, questo perché se il contesto dell'impresa è un contesto meno consolidato può essere più semplice per l'investitore influenzare maggiormente le politiche aziendali, modificare le strategie e correggere eventuali disallineamenti nella governance.

Per quanto riguarda la relazione tra blockholders e liquidità delle azioni essa risulta essere negativa e significativa questo a conferma del fatto che i blockholders istituzionali (come fondi pensione) sono degli investitori pazienti che hanno una visione di lungo periodo e non hanno necessità appunto di vendere rapidamente i propri titoli preferendo così imprese meno esposte alla volatilità dei mercati finanziari (Khurshed, Lin, & Wang, 2009).

In ultima istanza si è riscontrato come i blockholders mostrino una certa diffidenza verso le società che possiedono board molto ampi, preferendo invece strutture più snelle e la loro presenza diminuisce anche in caso di distribuzione di elevati dividendi e questo può ricondursi in parte alle modifiche normative introdotte dal Finance Act 1997 che eliminò le agevolazioni fiscali sui dividendi ma anche perché solitamente vi è correlazione negativa tra elevati dividendi e alta crescita, poiché se tutti gli utili vengono ridistribuiti significa che questi non vengono invece impiegati per una crescita organica dell'impresa stessa (Khurshed, Lin, & Wang, 2009).

Si può concludere affermando che il Regno Unito possiede una struttura proprietaria e meccanismi di governance che nel tempo si sono evoluti passando da una configurazione con una proprietà diffusa e un debole controllo a un modello in cui i protagonisti principali sono gli investitori istituzionali, nonostante ciò, i rischi connessi ai conflitti di interesse non sono stati eliminati del tutto.

I blockholders pur avendo la capacità di influenzare le scelte strategiche risultano efficaci solo quando operano in determinati contesti che favoriscano il loro intervento e il loro compito di agire come vigilanti all'interno dell'impresa che non avviene solo con l'adozione del codice ma dipende proprio dalla volontà dell'investitore di agire attivamente, tutto questo rende il contesto britannico un esempio di come una struttura proprietaria dispersa possa convivere con forme di controllo concentrate affidate a professionisti dotati di capacità e di incentivi al monitoraggio.

3.4. Due modelli a confronto: Europa continentale vs mondo anglosassone

Facendo riferimento ai paragrafi trattati precedentemente si può notare come effettivamente la struttura proprietaria sia un elemento centrale per definire i meccanismi di governance aziendali nei vari contesti geografici analizzati.

Sostanzialmente sono stati messi alla luce due modelli principali: quello anglosassone che è stato rappresentato da Regno Unito e Stati Uniti, in cui in generale la proprietà per definizione risulta essere dispersa, (con alcune eccezioni del modello statunitense che però sono state ampiamente discusse) e la presenza di questa frammentazione ha richiesto l'affermazione di alcuni meccanismi esterni del controllo, come la figura dell'investitore istituzionale che all'interno delle aziende si occupa di indirizzare l'impresa verso strategie efficienti e un attento monitoraggio, proprio come definito nel paragrafo precedente.

Dunque, in contesti come questo, la figura del blockholder istituzionale assume un ruolo cruciale, infatti nonostante non detenga una quota di controllo assoluta è in grado di esercitare un ruolo di contrappeso per far sì che all'interno dell'impresa vengano prese decisioni che abbiano un effetto positivo per tutti gli azionisti e non solo per l'azionista di maggioranza e come lo stesso (Khurshed, Lin, & Wang, 2009) suggerisce nel suo studio la presenza di tali blockholders assume maggiore rilevanza nel caso in cui l'ownership manageriale non sia né troppo marcata e neanche troppo debole.

Al contrario nel modello europeo rappresentato principalmente da Francia, Spagna, Germania ma anche l'Italia (di cui verrà discusso nel capitolo successivo) vi è una forte prevalenza di proprietà concentrata dove il controllo è spesso nelle mani di un singolo azionista dominante che può essere rappresentato da una famiglia o da un altro soggetto istituzionale, in questo caso la figura del blockholders può svolgere un ruolo di monitoraggio interno sull'azionista dominante, garantendo in certi casi la limitazione di determinati comportamenti opportunistici, assumendo il ruolo di sorvegliante della governance familiare con l'obiettivo di tutelare l'interesse anche degli azionisti di minoranza.

Oltre a questa dualità di strutture proprietarie, si può notare come in Europa continentale si sia sviluppata una forma di flessibilità normativa che consente alle aziende di scegliere il modello di governance più opportuno alle loro esigenze.

Generalmente si distinguono tre modelli principali:

- Modello monistico, tipico dei paesi anglosassoni ma preso in considerazione anche in alcune aziende europee, in questo caso vi è un unico organo di amministrazione che ha un ruolo sia gestionale che di controllo, ha lo scopo di portare verso rapidità decisionale e flessibilità ma richiede elevati standard di trasparenza.
- Modello dualistico, largamente diffuso in paesi come la Germania che separa la funzione di gestione affidata al Consiglio di Gestione, da quella di controllo affidata al Consiglio di Sorveglianza e questo tipo di modello si basa maggiormente sulla partecipazione e l'equilibrio dei poteri. Prevede che al Consiglio di Sorveglianza siano affidate alcune mansioni che, nel modello ordinario, sarebbero invece prerogativa esclusiva dell'assemblea invece il Consiglio di Sorveglianza dovrà anche nominare il Consiglio di Gestione, a cui spetta per l'appunto la gestione dell'impresa, mentre il controllo contabile sarà affidato sempre a un organo esterno come nel sistema ordinario (Stella, s.d.).
- Modello ordinario (o latino), adottato prevalentemente in paesi come Spagna, Francia e Italia tende a privilegiare una struttura con la presenza di un Organo di Amministrazione, sia esso un Consigli di Amministrazione o un Amministratore Unico, e di un Organo di Controllo (chiamato Collegio Sindacale). Quest'ultimo potrà esercitare sia un controllo sulla gestione che un controllo di tipo contabile laddove tale compito sia espressamente previsto dallo statuto sociale e soltanto se tutti i sindaci sono iscritti all'albo dei revisori contabili. Laddove invece lo statuto non attribuisca esplicitamente questa funzione al Collegio Sindacale o non si verifichino le condizioni per cui essa possa essere esercitata, il collegio eserciterà soltanto il controllo di legalità mentre il controllo contabile sarà affidato a un revisore esterno (Stella, s.d.).

Nonostante questa flessibilità nella scelta del modello da utilizzare in ciascuna azienda la struttura proprietaria concentrata rimane comunque un tratto distintivo, non trascurabile del modello europeo con evidenti ripercussioni sulla figura del blockholders.

Infatti si può senza dubbio affermare, in questo contesto, come effettivamente emerga un ruolo diverso dei blockholders, se da un lato nel mondo anglosassone il blockholders (spesso un investitore istituzionale) svolge il ruolo di vigilante attivo all'interno di un contesto a proprietà diffusa e contribuisce a ridurre gli agency cost che possono sorgere tra manager e azionisti, contribuendo a rimpiazzare l'assenza di controllo diretto del mercato, in Europa invece assume maggiormente il ruolo di contrappeso al potere esercitato da un individuo, spesso un membro della famiglia, svolgendo proprio un ruolo di monitoraggio interno, occupandosi di costruire legami di lungo periodo, in cui l'azione svolta dal blockholders è più politica che finanziaria

quindi si occupa di svolgere un ruolo di osservazione, di bilanciamento dei poteri dell'azionista dominante, di partecipazione alle decisioni e di un intervento attivo per favorire una migliore comunicazione tra i soci stessi, si occupa più di stabilità e continuità dell'impresa piuttosto che del rendimento nell'immediato e dell'ottenimento del controllo (Dervida, Grujić, & Occhi, 2024).

Un ulteriore elemento distintivo riguarda il coinvolgimento di attori istituzionali diversi rispetto agli investitori di mercato come banche, assicurazioni, enti pubblici che spesso assumono ruoli centrali nella struttura proprietaria.

In Germania, ad esempio, viene per tradizione riconosciuto il ruolo centrale delle banche da un lato come azioniste di lungo periodo e dall'altro come agenti fiduciari che esercitano il diritto di voto per conto dei piccoli risparmiatori.

Ovviamente questa configurazione ha rafforzato sempre più la nascita di una forte relazione che sussiste tra imprese e sistema bancario, riducendo da un lato la contendibilità del controllo societario e consolidando ulteriormente la supervisione strategica.

In Italia e in Francia si è assistito ad una configurazione simile dove per molto tempo lo Stato ha mantenuto importanti partecipazioni in imprese che operavano in settori chiave, e attraverso strumenti quali le azioni a voto plurimo, diritti speciali di nomina e golden shares sono riusciti ad orientare nel tempo le decisioni aziendali, seguendo delle logiche che non sempre avevano un fine economico ma piuttosto di tipo politico e sociale.

Dunque, a differenza del modello anglosassone, fortemente condizionato dai meccanismi di mercato e poco legato allo stato, il modello europeo sembrerebbe più legato ad un'interazione costante tra soggetti istituzionali e aziende, più orientato alle relazioni e alla condivisione delle scelte strategiche tra i diversi attori coinvolti.

4 Il modello italiano: concentrazione familiare, coalizioni e agency cost

L'Italia rappresenta un caso molto rappresentativo di sistema economico aziendale caratterizzato fortemente da una proprietà concentrata e a controllo familiare, ovviamente tutto questo presenta delle motivazioni prevalentemente storiche e culturali che nel tempo hanno spinto il capitalismo italiano verso un saldo controllo a sfavore invece della massimizzazione del valore aziendale.

4.1. Introduzione al contesto italiano

Il contesto italiano ha caratteristiche molto particolari rispetto alla maggior parte dei paesi industrializzati, innanzitutto vi è una forte prevalenza di piccole e medie imprese (PMI) e vi è una elevata concentrazione della proprietà nelle mani di famiglie o holding.

L'Italia presenta numerose caratteristiche coerenti con quelle di un sistema “bank-based” dove le aziende dipendono maggiormente dal debito bancario che rappresenta la principale fonte di finanziamento e raramente lo fanno attraverso obbligazioni o equity, mostrando come il mercato azionario non rappresenti una fonte primaria di finanziamento, e questo non vale solo tra le imprese non quotate ma è valido anche tra le aziende quotate più rinomate e di grandi dimensioni (Rondi & Abrardi, 2023).

Secondo i dati riportati da Bianchi nel 1996 oltre il 70% degli impiegati nel settore manifatturiero era impiegato in aziende con meno di 100 dipendenti a differenza degli Stati Uniti che invece presentavano una percentuale molto più bassa pari al 20%, inizialmente queste imprese furono fondamentali per lo sviluppo economico del paese, grazie alla loro flessibilità e specializzazione territoriale ma a partire dagli anni 2000 in parallelo con l'ingresso dell'Unione Monetaria Europea, queste aziende cominciarono a mostrare segni di difficoltà e rallentamenti nella produttività (Rondi & Abrardi, 2023) e sicuramente una delle cause più importanti di questo rallentamento fu il sottosviluppo dei mercati finanziari italiani e la debole tutela degli investitori.

Infatti, secondo la Consob nel 1991 solo 227 aziende erano quotate alla Borsa di Milano in quello stesso anno negli Stati Uniti se ne contavano oltre 3000, e la capitalizzazione della borsa era pari al 12,5% del PIL, questo non cambiò negli anni e non si registrò nessun aumento sostanziale tanto è vero che nel 2017 di imprese quotate se ne contavano solo 231 nonostante la capitalizzazione di mercato fosse cresciuta al 39,6% del PIL.

Tutti questi meccanismi appena descritti sono rafforzati dalla presenza di tre elementi ovvero piramidi societarie, patti parasociali e clausole statutarie, in cui secondo Bianchi circa il 46% delle imprese non quotate prevedevano restrizioni statutarie per la vendita di azioni e il 10% invece sfruttava gli accordi tra soci (patti parasociali), rappresentando così una sorta di ulteriore accentramento del controllo.

Nel tentativo di uscire da questa spirale vennero introdotte nel tempo una serie di riforme legislative e regolamentazioni che nonostante abbiano avuto un importante impatto nel sistema non riuscirono a modificarlo radicalmente, venne realizzato il TUF ovvero il testo unico della finanza che fu una svolta nell'ambito della trasparenza, della tutela degli investitori e della governance delle società quotate.

Dopo gravi scandali che pervasero l'Italia ad inizio anni 2000 fu approvata anche una legge sul risparmio (262/2005) che aveva il compito di rafforzare la vigilanza e la responsabilità degli amministratori e dei funzionari al di sotto di essi.

Nel 1999 fu inoltre introdotto il Codice di Autodisciplina (il Codice Preda), e anche esso contribuì a fornire una maggiore trasparenza nei mercati, ad una riduzione del gap tra proprietà e controllo e ad una presenza più attiva degli investitori istituzionali.

Nonostante queste rivoluzioni l'adozione del codice rimase del tutto volontaria e la sua applicazione ha una natura formale ma non sostanziale, anche se l'adozione di tale Codice resta volontaria a partire dal 2011 le aziende che decidono di non conformarsi a questo sono tenute a fornire una spiegazione al mercato (comply or explain).

Inoltre la maggior parte delle imprese, soprattutto quelle familiari restano fortemente ancorate al modello tradizionale di governance che si basa su un consiglio di amministrazione e un collegio sindacale entrambi nominati dall'assemblea dei soci, nonostante (con la riforma del 2003) siano stati introdotti altri due sistemi quello monistico tipico della cultura inglese e quello dualistico di stampo tedesco, a dimostrazione del fatto che in Italia vi è una forte resistenza culturale al cambiamento.

4.2. La struttura proprietaria delle imprese italiane

Tra il 1990 e il 2018 l'Italia si contraddistinse per una serie di avvenimenti particolari che possiamo riassumere in quattro tendenze che caratterizzarono il panorama delle prime 20 aziende non finanziarie in Italia.

Infatti a partire dagli anni '90 ci fu una fortissima ondata di privatizzazioni ma nonostante questo nel corso del tempo si è assistito ad un importante aumento del numero di aziende a controllo statale, in secondo luogo, sempre negli stessi anni le aziende erano tutte di proprietà di azionisti italiani ma nel 2018 si è visto come almeno quattro delle maggiori aziende fossero controllate da investitori stranieri o filiali di multinazionali estere, si è poi registrata una forte diminuzione della diversificazione del portafoglio di attività nel tempo passando dal settore manifatturiero a quello delle utility e dei servizi, infatti aziende che operavano nel settore alimentare, tessile o dell'editoria non figuravano più tra le 20 aziende più grandi in Italia, inoltre il numero di aziende quotate in borsa Italiana è aumentato ma non di molto, infatti escludendo le aziende a controllo statale e le filiali multinazionali solo due aziende italiane erano quotate in borsa nel 2018.

Come accennato prima, inoltre, una caratteristica molto evidente del panorama italiano è la presenza di un'elevata concentrazione proprietaria, i dati raccolti da (Rondi & Abrardi, 2023) mostrano come tra il 1993 e il 2016 la quota media del primo azionista nelle imprese non quotate si è mantenuta attorno al 66%, come si può vedere in figura 12, in cui la quota del secondo e terzo maggiore azionista è del 27% nel 1993 fino ad arrivare nel 2016 ad essere pari al 25%.

Inoltre, un'elevata percentuale di imprese non quotate è caratterizzata da una persona fisica, una holding o da società private che nella maggior parte dei casi sono dei gruppi familiari che esercitano un controllo molto accentrato sul management.

	1993	2005	2016
Largest shareholder (average %)	66.0	66.9	66.0
2nd- and 3rd-largest shareholders (average %)	27.0	25.0	25.0

Source: Data for 1993 and 2005 are from Bianchi and Bianco (2006); data for 2016 are from Baltrunaite et al. (2019)

Figura 12: Concentrazione di proprietà di società italiane non quotate dal 1993 al 2016. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.

Come si può vedere invece dalla figura 13 è importante comprendere chi detiene il controllo e quindi ci si concentra proprio sull'identità dell'azionista di controllo, inizialmente tra il 1993 e il 2005 circa la metà delle aziende non quotate italiane erano

controllate da un solo individuo, il secondo maggiore azionista era una holding, molto spesso con una famiglia al vertice seguita poi da società private non finanziarie, è importante sottolineare come spesso gli individui posseggano micro o piccole imprese mentre invece le holding e le società private sono solitamente al vertice di gruppi piramidali di medie e grandi dimensioni.

	1993 (%)	2005 (%)	2016 (%)	
Individual	50.9	51.0	Family	36
Holding	20.8	24.6	Coalition	20
Private non-financial	13.6	9.0	Private non-financial	34
State	6.9	0.7	State	3
Foreign company	7.8	12.3		
Bank and other financial	0	2.01	Bank and other financial	7

Source: Data for 1993 and 2005 from Bianchi and Bianco (2006); data for 2016 from Baltrunaite et al. (2019)

Figura 13: Identità dell'azionista di controllo. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.

Come si può notare dai dati la maggior parte delle aziende non quotate sono controllate da un individuo o da una holding, infatti tra il 1993 e il 2005 si può notare come un'azienda fosse controllata per circa l'85% da un individuo, da una holding e da una società privata, quello che però è interessante notare, ricollegandosi al paragrafo precedente, è che nel corso del tempo dal 1993 al 2005 la percentuale di proprietà straniera sia aumentata dal 7.8% al 12.3%, mentre il controllo statale si è ridotto moltissimo passando dal 6.9% allo 0.7%, dovuto principalmente al processo di privatizzazione (Rondi & Abrardi, 2023).

Nel 2016 la situazione comincia a modificarsi, chi detiene maggiormente il controllo sono le famiglie (al 36%), seguite poi dalle imprese private non finanziarie (al 34%), però come si può notare vi è una categoria aggiuntiva che non era presente negli anni precedenti, si tratta della voce "coalizione", si tratta di aziende in cui non è possibile identificare un'azionista di maggioranza o di controllo, in cui il potere è condiviso tra più soci e che potremmo paragonare ad una holding (Rondi & Abrardi, 2023).

Come detto in precedenza la struttura italiana è una struttura a proprietà concentrata, che viene maggiormente rafforzata dalla presenza di strumenti organizzativi e legali, che in un certo senso consentono di consolidare il controllo ed evitare la dispersione del potere e tra questi vi sono: piramidi societarie, patti parasociali e clausole statutarie.

Per quanto riguarda le prime, non sono altro che strutture verticali di controllo in cui vi è una società nella punta che detiene le quote di altre società che a loro volta controllano ulteriori imprese, permettendo di esercitare un controllo effettivo con una quota di capitale relativamente piccola, secondo Bianco e Bianchi (2006) nel 1993 il 56.5% delle imprese non quotate apparteneva ad un gruppo piramidale ma nel 2005 questa percentuale si è abbassata al 45.8% probabilmente questo è dovuto alle riforme legislative che sono state introdotte in quegli anni (Rondi & Abrardi, 2023).

I patti parasociali sono invece accordi vincolanti tra i soci che hanno come obiettivo quello di disciplinare i comportamenti dei soci stessi durante le assemblee o in generale per la governance aziendale, secondo Gianfrate e Zanetti nel 2005 circa il 10% delle imprese non quotate ne faceva uso rimarcando ancor di più quello che poi è stato evidenziato nel 2016 ovvero come il controllo spesso venga esercitato non da un singolo individuo ma bensì in forma coordinata e condivisa.

Ultimo strumento è quello delle clausole statutarie che hanno il compito di limitare la trasferibilità delle azioni e i dati mostrano come il 46% delle imprese non quotate includa nel proprio statuto limiti alla cessione delle quote, rafforzando così la stabilità proprietaria e impendendo l'ingresso di investitori ostili, inoltre l'implementazione di queste regole è aumentata dopo la riforma del diritto societario consentendo alle aziende una maggiore libertà nel redigere i propri statuti (Rondi & Abrardi, 2023).

Finora è stato fatto un focus sulle imprese non quotate, poiché rappresentano la maggioranza nel contesto italiano, ma risulta comunque opportuno fare un focus sull'assetto proprietario delle imprese quotate, infatti come mostrato in figura 14, vi è una straordinaria stabilità nel tempo, infatti la quota media detenuta dal primo azionista tra il 1998 e il 2017 si è mantenuta pressoché la stessa intorno al 47%, la quota aggregata degli altri soci rilevanti è cresciuta dal 1998 al 2011 fino ad arrivare al 18% ma successivamente è diminuita fino ad arrivare nel 2017 al 12%, mentre la quota detenuta dal mercato è aumentata dal 36% nel 1994 fino ad arrivare ad un 40% nel 2017 (Rondi & Abrardi, 2023).

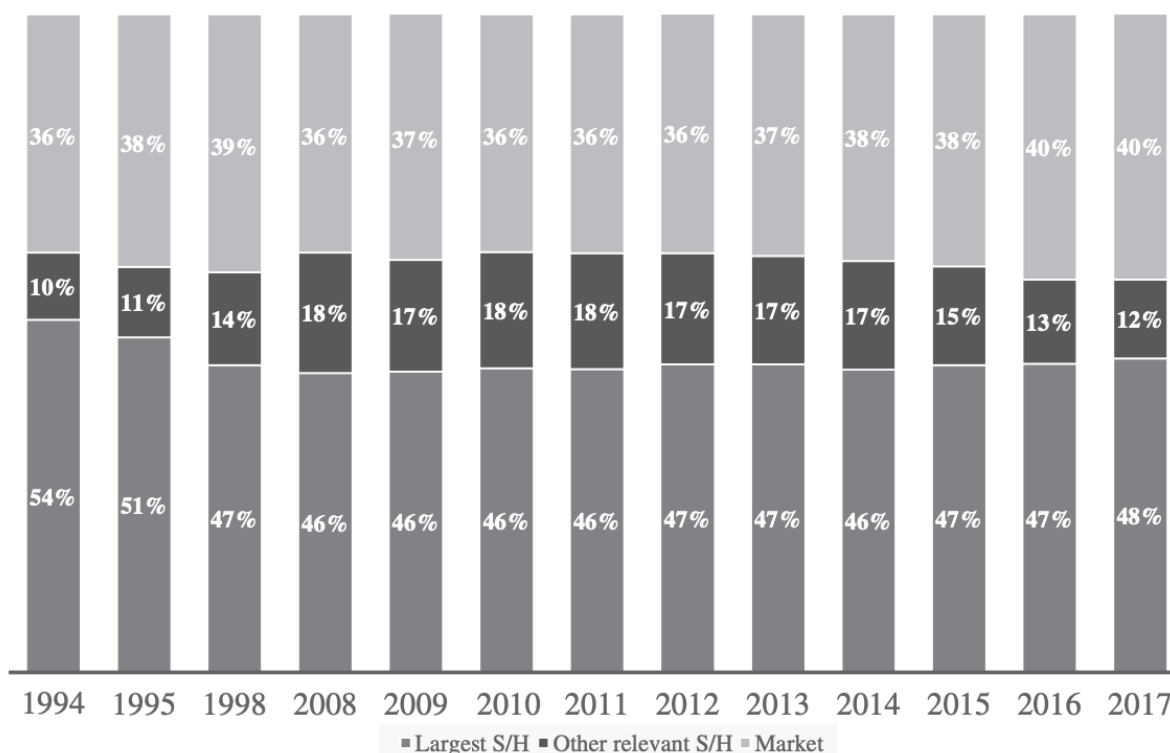


Figura 14: Concentrazione della proprietà delle aziende quotate tra il 1994 e il 2017. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.

La stabilità delle aziende italiane riflette fattori strutturali e culturali tipici anche degli altri paesi dell'Europa occidentale, di cui è stato trattato nel capitolo precedente; tuttavia, in Italia sono presenti due circostanze aggiuntive, in primo luogo, vi è riluttanza da parte dei proprietari a cedere la propria partecipazione di controllo, vi è infatti una bassa attività di mercato nel segmento IPO, che tipicamente riduce la concentrazione della proprietà e inoltre molte delle nuove quotazioni che furono fatte dagli anni '90 in poi riguardavano piccole e medie imprese che anche dopo l'IPO hanno mantenuto una struttura proprietaria fortemente concentrata, senza alterare in modo significativo il livello di concentrazione complessiva del mercato.

L'altra circostanza riguarda il mercato per il controllo aziendale (o corporate control) che in Italia risulta essere poco dinamico, sono rare infatti le operazioni di acquisizione (takeover), dunque difficilmente le aziende subiscono diluizione azionaria come invece accade nei mercati più attivi.

Come si è visto vi è una certa stabilità nel mercato italiano delle aziende quotate ma si è osservata una crescita più marcata della quota di mercato e una contrazione più significativa della partecipazione del maggiore azionista quindi, sebbene la concentrazione della proprietà sia rimasta elevata all'interno delle piccole e medie imprese, si è verificata una diminuzione nelle aziende di maggiori dimensioni.

Le motivazioni alla base di questo sono da ricercarsi probabilmente negli anni '90 con l'ondata di privatizzazioni che hanno visto lo Stato cedere quote di aziende importanti come Telecom, ENEL, Autostrade e Ina; tuttavia, dopo un po' di tempo questa tendenza si è invertita portando a casi di riacquisti che hanno condotto nuovamente ad un accentramento del controllo.

Secondo Bianchi e Bianco nei primi anni 2000 si è assistito inoltre ad una semplificazione della struttura di alcuni gruppi piramidali integrando in un'unica società con una compagine societaria più dispersa aziende situate a diversi livelli della catena di controllo, inoltre diverse aziende con una concentrazione proprietaria più elevata sono state eliminate dalla lista contribuendo in questo modo a ridurre la concentrazione media del mercato.

Il 2005 segna un ulteriore momento di diluizione della quota media del maggiore azionista e dopo il 2010 la concentrazione della proprietà si è stabilizzata intorno ad una quota media del 34%, un livello che è molto al di sopra della soglia per un'offerta pubblica di acquisto obbligatorio, invece per quanto riguarda gli altri soci rilevanti come banche di investimento, fondi comuni, compagnie assicurative e banche si è osservato un aumento nel 2005 che poi è nuovamente diminuito nel 2017 indicando una certa accortezza da parte degli investitori istituzionali (Rondi & Abrardi, 2023).

La Consob ha classificato le aziende per tipo di controllo: a controllo di maggioranza fatto principalmente da aziende familiari che è rimasto relativamente stabile tra il 1996 e il 2017, come si può notare dalle figura 15, ma la sua capitalizzazione del mercato si è più che dimezzata passando dal 66.8% al 29.8% nel 2017, poi vi sono quelle a controllo debole, tramite un blocco di minoranza, che sono cresciute sia numericamente sia per quanto riguarda la capitalizzazione del mercato, le aziende controllate tramite accordo tra azionisti, quando si parla di patti tra azionisti di minoranza, in cui inizialmente il numero è cresciuto toccando il picco nel 2010 per poi diminuire nuovamente ed arrivare nel 2017 ad un valore più basso di quello del 1996, infine vi sono le aziende non controllate, ovvero quelle per cui non è possibile definire un azionista di controllo, che sembrano avere invece un andamento più altalenante sia in termini di numero che di capitalizzazione del mercato (Rondi & Abrardi, 2023).

	Majority controlled		Weakly controlled		Controlled through a shareholder agreement		Non-controlled companies		Total	
	N	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap
1996	130	66.8	26	12.2	26	4.8	26	16.2	208	100
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	33	39	216	100
2005	124	22.8	28	30.6	24	16.5	44	30.1	220	100
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	38	24	270	100
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	37	31.1	234	100
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	32	22.6	230	100
2017	120	29.8	57	39.8	22	5.3	32	25.1	231	100

Note: The table was built up by merging time series and data from various reports, since the period under observation is long and no institutional report covers the whole interval.

Source: Consob, Annual Reports and Reports on Corporate Governance of Italian Listed Companies (Statistics and Analyses).

Figura 15: Modelli di controllo delle società quotate italiane dal 1996 al 2017. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.

Inoltre in questo contesto hanno un ruolo fondamentale gli investitori istituzionali, che la Consob definisce come fondi di investimento, banche e compagnie assicurative che abbiano una partecipazione inferiore al 10% nelle società quotate, nel periodo tra il 2010 e il 2017 hanno investito in circa il 30% delle aziende quotate, questa bassa partecipazione non è stata considerata come segnale positivo in quanto quest'ultimi sono in grado di esercitare un importante ruolo di monitoraggio all'interno dell'azienda riducendo così i costi di agenzia, ciò che però si è osservato è stato un'evoluzione nel tempo di questa figura, che è stata rappresentata sempre di più da investitori istituzionali esteri invece di quelli italiani, sia in termini di numero che di quota di mercato.

Questo lo si può notare anche dal cambio di strategia che è avvenuto poiché tendenzialmente gli investitori istituzionali italiani hanno investito maggiormente nelle piccole imprese del settore industriale, mentre questi fondi esteri o le banche si concentrano maggiormente su società finanziarie e soprattutto di grandi dimensioni, quindi nonostante le limitate dimensioni del mercato italiano, questo cambiamento potrebbe risultare positivo, poiché la si potrebbe considerare come una fonte di

finanziamento più innovativa per le nuove imprese che mirano magari ad entrare nel mercato azionario.

Prima è stato fatto riferimento al fatto che contesto italiano è caratterizzato da un forte accentramento del potere sostenuto anche dalla presenza di una serie di meccanismi quali ad esempio i gruppi piramidali, ma dai dati della Consob è emerso che nel 2018 ci sia stato un fortissimo declino di questi gruppi piramidali si è passati infatti dal 44% nel 1996 al 18.6% nel 2017 (Rondi & Abrardi, 2023).

Questi gruppi, prevalentemente composti da grandi aziende, rappresentavano il 75% del valore totale del mercato nel 1998, ma solo il 36.9% nel 2017. Inoltre, sebbene il numero medio di aziende per gruppo piramidale sia rimasto stabile (circa tre), la "leva finanziaria" (ovvero il rapporto tra capitale controllato e capitale posseduto) si è ridotta nel tempo, passando da 3.5 nel 1998 a 1.6 nel 2017, con una conseguente quasi dimezzamento del "cuneo" tra capitale controllato e posseduto, confermando una minore popolarità dei gruppi gerarchici come strumento per separare proprietà e controllo in Italia (Rondi & Abrardi, 2023).

Il secondo strumento per aumentare l'accentramento del potere è rappresentato ai patti parasociali tra azionisti cui in una prima fase si è assistito ad una crescita e poi successivamente ad un declino, l'aumento come detto prima è stato sicuramente legato al processo di privatizzazione, ma a seguito della revisione del Codice di Corporate Governance, tale numero di accordi è diminuito arrivando ad un numero di 22 aziende con una capitalizzazione di mercato del 5.3% come si può vedere sempre in figura 12, tale declino è probabilmente dovuto al ruolo sempre più crescente degli investitori istituzionali esteri.

L'ultimo strumento utilizzato riguarda la regolamentazione della struttura di voto delle azioni, in Italia la struttura dominante è quella di "un azione, un voto" anche se sono ammesse azioni con diritto di voto inferiori o nulli, ma poiché tali azioni negli ultimi anni vennero viste con un certo sospetto poiché potevano essere un modo per espropriare gli azionisti del loro potere, cominciarono a diminuire sempre più passando da 120 a 17 aziende dal 1992 al 2017, e addirittura nel 2017 venne emanata una nuova legge che consentiva alle aziende di emettere azioni con potere di voto maggiorato, dette azioni a voto plurimo (cioè azioni che presentano un massimo di 3 voti per ogni azione posseduta) o azioni con voto maggiorato per anzianità (le aziende assegnano fino a due voti per ogni azione come segno di riconoscenza per aver mantenuto le azioni per almeno due anni).

Il motivo principale era dovuto al fatto di voler promuovere lo sviluppo e la liquidità del mercato azionario incentivando così i proprietari delle piccole e medie imprese ad affrontare l'IPO ovvero la prima quotazione in borsa da parte dell'impresa,

assicurandogli così la possibilità di non perdere il proprio controllo all'interno dell'azienda.

Tali strumenti nascono sostanzialmente per permettere da un lato di incoraggiare le aziende a quotarsi in borsa e dall'altro di promuovere investimenti a lungo termine, ridurre la volatilità del prezzo delle azioni e stabilizzare gli investitori con potere di monitoraggio, ma in realtà consentirono nel tempo agli azionisti di mantenere il loro controllo all'interno dell'azienda.

In conclusione, la struttura proprietaria delle imprese italiane si conferma profondamente ancorata a modelli di controllo concentrato, in cui l'identità dell'azionista – spesso una famiglia, una holding o un gruppo piramidale – gioca un ruolo centrale e persistente nel tempo. Sebbene vi siano stati tentativi di modernizzazione del sistema attraverso riforme legislative, privatizzazioni e l'apertura ai mercati internazionali, la trasformazione è stata più formale che sostanziale.

Gli strumenti di controllo, come i patti parasociali, le clausole statutarie e le strutture piramidali, continuano a essere utilizzati per consolidare il potere decisionale, anche in presenza di una crescente pressione verso una governance più trasparente e orientata al mercato anche se, negli ultimi anni, si osservano segnali di cambiamento: il declino dei gruppi piramidali, la maggiore presenza di investitori istituzionali esteri e l'introduzione di nuovi meccanismi di voto hanno iniziato a ridefinire alcune dinamiche di controllo. Questi fenomeni, pur non modificando radicalmente il modello italiano, aprono spazi per una graduale evoluzione, soprattutto tra le imprese più grandi e orientate all'internazionalizzazione.

In questo contesto, emerge con chiarezza il ruolo centrale delle imprese familiari, che rappresentano il fulcro del modello italiano, sia tra le aziende non quotate che tra quelle presenti in Borsa. Quindi nel successivo paragrafo ci si occuperà di analizzare più nel dettaglio il peso, le caratteristiche e le implicazioni legate al controllo familiare, evidenziandone vantaggi e rischi che si ripercuotono sulla governance aziendale.

4.3. Il ruolo delle imprese familiari e dei blocchi multipli

L'Italia nel corso degli anni si è distinta rispetto ai principali paesi industrializzati europei per avere una caratterizzazione imprenditoriale fortemente legata al modello familiare, questo suo tratto distintivo sebbene in un primo momento fu storicamente funzionale per la crescita del paese, nel secondo dopoguerra si rivelò sempre meno efficace nel riuscire a fronteggiare le sfide che con la globalizzazione cominciarono a presentarsi.

Le imprese italiane pur rimanendo centrali nell'economia nazionale si sono trovate spesso svantaggiate, questo è dovuto probabilmente alla dimensione ridotta delle imprese, alla scarsa propensione alla crescita e ad un orientamento prudente che hanno reso più complesso per l'Italia intraprendere un percorso di internalizzazione accedendo così a nuove tecnologie o a fonti di finanziamento più sofisticati.

Sulla base di queste affermazioni, si vuole verificare se l'impresa familiare come struttura proprietaria e di governance possa costituire o meno una determinante della performance aziendale e in particolare anche della valutazione che il mercato le attribuisce (Morresi, 2009).

Chiaramente questo modello nel corso del tempo ha suscitato un forte dibattito tra gli studiosi da un lato per i suoi potenziali vantaggi competitivi ma dall'altro anche per i vari rischi legati al controllo accentrato da parte di membri della stessa famiglia, per quanto riguarda i primi, la letteratura ne individua di diversi tra cui:

1. Il forte coinvolgimento dei familiari sia nella proprietà che nella gestione, in modo diretto ma anche come soggetti dedicati al monitoraggio del management aiuta mitigare il rischio di comportamenti opportunistici dei manager (Morresi, 2009).
2. Le relazioni stabili e di fiducia che si vengono a creare tra gli agenti inducono ciascuno di essi a un monitoraggio e a un impegno reciproco, consentendo un approccio di lungo periodo e fungendo anche da garanzia per gli stakeholders
3. Secondo diversi autori tra cui Zahra, Sirmon, Hitt e altri ancora, si creano inoltre delle risorse "inimitabili", viene generato per le imprese familiari una sorta di vantaggio competitivo, tali risorse sono riducibili a cinque dimensioni ovvero: capitale umano, capitale sociale, capitale finanziario, capitale informale, minori costi relativi alla struttura di governance (Morresi, 2009).
4. L'ultimo vantaggio è riconducibile allo sviluppo dell'altruismo e un miglior orientamento verso valori quali l'onestà, l'impegno e la reputazione familiare poiché tutto è finalizzato a trasmettere agli eredi i loro valori in cui si riflette la volontà di porre gli interessi dell'azienda sopra ogni cosa.

Come accennato prima accanto a questi vantaggi vi sono numerosi studi che evidenziano anche elementi critici che possono in un certo senso compromettere l'efficienza e la crescita delle imprese familiari e tra questi vi sono:

1. Una marcata avversione al rischio, vi è un atteggiamento di prudenza, orientato più alla conservazione che alla crescita dell'impresa, limitando magari la raccolta di capitale di rischio e di debito finanziario e di conseguenza anche la possibilità di espansione dell'impresa nei mercati internazionali (Morresi, 2009).
2. Problematiche riguardanti la successione, un momento molto critico è rappresentato infatti dal passaggio generazionale, poiché spesso avviene senza un'adeguata pianificazione, con il rischio di incombere magari nel nepotismo o in una successione con una persona che magari possiede scarse competenze.
3. Si possono verificare, secondo Jensen, rischi di free-riding, shirking o self-control, quando il controllo è condiviso tra più membri della famiglia si possono generare comportamenti opportunistici o inefficienti, rappresenta una sorta di distorsione dell'altruismo di cui si parlava prima (Jensen, Self-interest, altruism, incentives and agency theory, 1994).
4. L'ultima criticità riguarda la diversificazione del portafoglio, infatti spesso le famiglie mantengono un portafoglio scarsamente diversificato, poiché convogliano tutte le loro risorse nell'impresa, questo chiaramente comporta il venir meno secondo Jensen e Fama di una delle condizioni di applicabilità dei modelli di pricing del rischio (Morresi, 2009)

Per analizzare in modo più preciso i vantaggi e gli svantaggi enumerati sopra, è opportuno prendere in considerazione lo studio svolto da Morresi (Morresi, 2009) che si concentra sulla relazione tra proprietà familiari e performance aziendale in un campione di 191 imprese italiane non quotate, in un arco temporale che va dal 2000 al 2005 al fine di verificare la relazione tra proprietà aziendale e performance aziendale.

Nel suo studio Morresi identifica due dimensioni principali, la proprietà familiare e il coinvolgimento della famiglia nella gestione, la prima inerente al proposito se il controllo di fatto o di diritto sia esercitato dalla famiglia e il secondo si riferisce al fatto che vi siano o meno membri della famiglia presenti nel CdA o se ricoprono ruoli esecutivi come CEO o presidente.

Per quanto riguarda la performance, la variabile dipendente utilizzata da (Morresi, 2009) è relativa al Market to Book Value, indicatore utilizzato spesso per misurare la valutazione del mercato rispetto al valore contabile dell'azienda ed è stata utilizzata per controllare variabili come la dimensione, l'indebitamento, il ROA, il settore industriale e la capitalizzazione.

Tale studio si basa su alcune ipotesi principali ovvero:

- Le imprese familiari dovrebbero essere valutate meglio dal mercato per la loro capacità di estrarre valore e per la stabilità e il controllo
- Se un familiare è anche un CEO questo può peggiorare la performance a causa dell'effetto di entrenchment, legata al fatto che se anche quest'ultimo fosse inefficiente sarebbe complesso da rimuovere
- Se il controllo è familiare ma il management è esterno allora le imprese ottengono valutazioni più elevate
- Nelle imprese dove il CEO è un familiare ma non vi sono altri membri familiari nel Cda si osservano performance inferiori poiché vi è mancanza di controllo dall'interno

Partendo da questi presupposti dallo studio condotto emerge che la presenza di un controllo familiare non risulta essere un determinante significativo della performance; quindi, sostanzialmente non ha alcun impatto né positivo né negativo sul valore di mercato dell'impresa, ciò che viene invece messo in luce è che le imprese con un familiare come CEO o presidente vengono valutate in modo inferiore, al contrario però le imprese in cui la famiglia è presidente nel CdA senza ricoprire però ruoli esecutivi ottengono però risultati migliori a dimostrazione del fatto che una governance mista che abbia quindi un controllo familiare ma una gestione esterna e professionale sia la soluzione più efficiente (Morresi, 2009)

Quindi in sostanza non è sufficiente che un'impresa sia controllata da una famiglia per avere successo, è più il modo in cui tale controllo viene esercitato che fa in modo che l'ago della bilancia penda da un lato o da un altro, e inoltre la miglior configurazione risulta quella in cui la famiglia conserva il ruolo strategico ma delega la gestione operativa a professionisti esterni.

Faraci in questo ambito propone nel suo lavoro sulla governance delle imprese familiari un approccio più teorico, che non si limita a rilevare la presenza della famiglia nell'impresa ma piuttosto mira ad indagare la varietà delle modalità di coinvolgimento della famiglia nella proprietà, nel controllo e nella gestione (Faraci & D'Allura, 2021).

Secondo gli autori infatti l'impresa familiare non può essere definita in modo univoco poiché vi sono infinite combinazioni possibili tra presenza proprietaria e ruoli manageriali ricoperti dai membri della famiglia, possono esserci dei casi in cui ad esempio vi è impresa con proprietà familiare al 70% ma con un basso coinvolgimento gestionale o viceversa con elevato controllo tramite l'uso di patti parasociali ma con bassa quota di proprietà e questa eterogeneità secondo Faraci può dipendere direttamente dalle caratteristiche della famiglia proprietaria che può essere di prima generazione in cui vi sono solo marito e moglie, proprietà in cui vi sono solo fratelli e sorelle o quote distribuite tra i cugini oppure può esserci un mix tra le tre categorie (Faraci & D'Allura, 2021).

Uno dei vantaggi che sicuramente emerge da numerosi studi riguarda l'allineamento tra proprietà e controllo e gestione tipico delle imprese familiari e che molto spesso è stato visto come soluzione ai possibili conflitti di agenzia che emergono spesso nelle imprese non familiari, tuttavia Faraci (Faraci & D'Allura, 2021), non si trova d'accordo con questa affermazione ritenendo che tali costi di agenzia possano emergere anche nella famiglia stessa, in caso di successioni complesse, divergenze tra le generazioni o tra i membri della famiglia tra chi è solo proprietario e chi invece ha un ruolo più attivo all'interno dell'impresa stessa.

Un aspetto distintivo è rappresentato dalla natura degli incentivi dei manager familiari che non sono solo di natura economica ma piuttosto sono legati al commitment che il soggetto ha verso l'impresa e agli elementi di natura sociopolitica della relazione tra il soggetto e la proprietà a dimostrazione del fatto che la famiglia vede l'impresa non solo come una fonte di reddito ma essa è anche uno strumento attraverso cui una famiglia (imprenditoriale) si legittima nel territorio di riferimento, nella società civile e nella comunità d'affari in cui essa è presente (banche, fornitori, clienti, dipendenti, etc..) (Faraci & D'Allura, 2021).

Inoltre per quanto riguarda gli aspetti di governance le imprese familiari si caratterizzano per l'uso congiunto di strumenti formali e informali, infatti spesso le riunioni aziendali sono affiancate da incontri familiari non ufficiali che possono in certo senso facilitare la condivisione e la flessibilità decisionale rendendo i vari processi più agili e questo senza dubbio rappresenta un punto di forza del governo familiare anche se con il tempo e con l'aumento del numero delle generazioni risulta opportuna la formalizzazione dei processi.

L'ultimo aspetto analizzato si focalizza sul ruolo del CEO che può essere un familiare, un soggetto esterno o un fondatore, chiaramente le sue caratteristiche personali incidono fortemente sui comportamenti dell'impresa e sui suoi risultati, quindi come sostengono Hambrick e Mason (Hambrick & Mason, 1984), la scelta del CEO è una variabile chiave nella cosiddetta prospettiva "Upper Echelon", teoria che si basa sul fatto che le imprese non sono neutrali o oggettive nelle loro decisioni ma al contrario riflettono caratteristiche, valori ed esperienze dei loro leader.

Sulla scia della teoria dell'Upper Echelon, la letteratura ha individuato inoltre tre configurazioni principali delle imprese familiari ognuna di esse produce impatti differenti sui processi innovativi (Faraci & D'Allura, 2021).

La prima configurazione è quella della "family-centered firm", in cui la famiglia mantiene un controllo diretto e completo sull'impresa, e dove spesso questo controllo coincide anche con la gestione, qui il fulcro è quello di preservare le tradizioni familiari e si cerca di dare più che discontinuità, stabilità all'impresa tramite scelte strategiche opportune, l'innovazione quando presente tende ad essere incrementale ovvero

orientata al miglioramento continuo di processi già esistenti, si tende poco a focalizzarsi sulla creazione di soluzioni del tutto nuove, tale processo di innovazione è di tipo chiuso, poco aperto alla collaborazione con attori esterni, e la propensione al rischio è molto bassa (Faraci & D'Allura , 2021), secondo gli autori queste imprese sono in grado di occupare nicchie di mercato stabili e redditizie e si distinguono per la loro marcata longevità

Il secondo modello è detto “market oriented” caratterizzato da una maggiore apertura verso l'esterno e da un maggior coinvolgimento di manager non familiari, anche se la famiglia rimane sempre un riferimento importante delega gran parte delle responsabilità strategiche, quindi questa configurazione è più propensa al rischio secondo Tidd, Bessant e Pavitt le innovazioni che vengono introdotte possono essere radicali, infatti sul mercato possono essere introdotti nuovi prodotti o servizi e proprio grazie alla presenza di competenze manageriali esterne, l'impresa si muove verso forme di open innovation, tramite partnership e collaborazioni e infine l'autonomia decisionale è condivisa tra manager e proprietà e i processi iniziano ad essere maggiormente formalizzati (Faraci & D'Allura , 2021).

L'ultima configurazione è detta “investor-centered” in cui oltre alla famiglia è presente anche un investitore istituzionale nella compagine proprietaria, qui l'influenza della famiglia è del tutto marginale rispetto agli obiettivi di performance e crescita, l'approccio all'innovazione è orientato alla rottura con il passato, con innovazioni che sono di tipo disruptive capaci anche di ridefinire il posizionamento nel mercato dell'impresa, ovviamente in questo caso la propensione al rischio è molto elevata. Il team manageriale opera in totale autonomia ed è possibile attingere sia dal capitale della famiglia sia al capitale degli investitori istituzionali.

Quindi da una diversa combinazione di struttura di governance e tipo di management si generano delle configurazioni di aziende molto diverse tra loro che possono essere o meno propense al rischio, che possono avere un'apertura più o meno grande verso l'esterno e che in un certo senso può caratterizzare il modo di innovare e quindi il modo di crescere dell'impresa.

Da questo studio, ma anche da molti altri è emerso un paradosso: da un lato le imprese devono sapersi innovare per restare competitive sul mercato che come abbiamo detto precedentemente essendo ciclico, è in continua evoluzione e dall'altro devono preservare e valorizzare quella tradizione familiare che ne ha costituito la forza e il principale vantaggio competitivo.

Un esempio (Faraci & D'Allura , 2021) può essere in questo caso quello di Ferrero, quando Michele Ferrero subentrò al posto del padre alla guida dell'azienda si trovò di fronte ad un'enorme sfida ovvero quella di innovare un prodotto (la crema spalmabile Nutella) che aveva già raggiunto un enorme successo e a quel punto poteva percorrere

due strade o continuare a realizzare il prodotto così come era o poteva agire cercando di innovare.

Con coraggio scelse la strada più complicata, in cui però non modificò il prodotto di per sé, ma si focalizzò sull'innovazione del packaging e su una strategia di espansione nei mercati internazionali, tale decisione seppur vista inizialmente come rischiosa, si rivelò nel tempo vincente permettendo all'azienda di crescere ulteriormente.

A dimostrazione del fatto che non è necessariamente vero che un'impresa familiare sia un'impresa chiusa nella tradizione e non rivolta all'innovazione ma che con il giusto equilibrio si può cercare di mantenere una certa continuità e percorrere al contempo la strada del cambiamento, facendo in modo che non ci sia necessariamente una rottura tra passato e presente, il successo o meno di tale azione sta tutto nella capacità della famiglia imprenditoriale nel riconoscere quando e come aprirsi verso qualcosa di nuovo senza mai perdere la propria identità aziendale.

4.4. Coalizioni come meccanismo di controllo

Uno degli aspetti meno esplorati ma che mostra senza dubbio una certa rilevanza è rappresentato dalle coalizioni tra azionisti di controllo nel mitigare i costi di agenzia, come accennato nei paragrafi precedenti tale fenomeno ha subito un'evoluzione significativa nel tempo, assumendo sempre di più un ruolo cruciale all'interno delle imprese.

La letteratura su tale argomento è vasta ma molto spesso si concentra su contesti di tipo common law come nel caso di Stati Uniti e Regno Unito, e in misura minore nel contesto italiano, caratterizzato storicamente da imprese familiari, gruppi piramidali, e una scarsa apertura al mercato azionario. Tuttavia, recenti studi hanno dimostrato che la presenza di più blockholders, in grado di coordinarsi tra loro, può costituire in un certo senso una forma di controllo in grado di riequilibrare il potere all'interno delle imprese.

Infatti, il contesto italiano mostra che i principali problemi di agenzia non sono tra proprietario e management ma piuttosto tra socio di maggioranza e azionista di minoranza, questa condizione porta inevitabilmente a delle frizioni interne e ad un debole sistema giudiziario di tutela per gli investitori favorendo così l'estrazione di benefici privati del controllo da parte degli azionisti di controllo a discapito dei soci minori.

Ed è proprio per questo che il fenomeno di coalizioni tra azionisti non rilevanti assume un certo potere, si tratta infatti di accordi formali o informali tra secondo, terzo o

ulteriori azionisti, che individualmente non detengono quote sufficienti per influenzare le decisioni aziendali, ma che insieme raggiungono la cosiddetta massa critica, capace di limitare o contrastare il potere dell'azionista rilevante, tale controllo condiviso può dunque generare degli effetti positivi nel comportamento del socio di maggioranza che si trova sottoposto ad una continua sorveglianza e che lo portano a ridurre la possibilità di comportamenti opportunistici.

Per esplorare tali dinamiche è stato condotto uno studio particolarmente significativo da Rossi et al. (Rossi, Barth, & Cebula, 2018) che hanno analizzato un ampio campione di imprese italiane quotate tra il 2000 e il 2013 con l'obiettivo di verificare se in presenza di coalizioni tra soci minori tali costi di agenzia diminuissero.

Il loro studio si basa sui dati provenienti da fonti affidabili come la CONSOB, Datastream e bilanci aziendali, ed è stato condotto attraverso un modello di dati panel con il metodo GMM.

A questo proposito sono stati impiegati diversi indicatori, tra cui il rapporto tra vendite e attivo, la liquidità in bilancio e le spese generali e amministrative in rapporto al fatturato per catturare possibili inefficienze legate all'allocazione del capitale e del comportamento opportunistico del management.

I risultati mostrano che le coalizioni tra azionisti non dominanti contribuiscono significativamente a ridurre i costi di agenzia, soprattutto in quelle imprese dove il controllo è esercitato da una famiglia.

Si osserva inoltre che una maggiore concentrazione della proprietà tende ad aumentare i costi di agenzia, questo probabilmente perché al di sopra di una certa soglia il potere dell'azionista dominante è tale da portare quest'ultimo ad avere comportamenti opportunistici abusando della propria posizione e generando così fenomeni di entrenchment. Questo andamento tra concentrazione proprietaria e costi di agenzia risulta essere di tipo non lineare dimostrando che sia a livelli molto bassi sia a livelli molto alti di concentrazione proprietaria i costi di agenzia possono aumentare.

Al contrario, nelle imprese a controllo familiare i costi di agenzia si riducono grazie alla presenza di coalizioni che agiscono come meccanismo di equilibrio, creando un ambiente più trasparente, meno incline all'espropriazione di risorse e più diretto verso pratiche di buona governance.

Quindi il contesto italiano fortemente caratterizzato da imprese di tipo familiare sembrerebbe essere in grado di mitigare ancor di più questa problematica, mostrando che la combinazione tra presenza della famiglia e attivismo coordinato da parte degli altri soci sembrerebbe creare una configurazione ibrida in cui si conserva stabilità, ma si riducono anche i rischi legati al nepotismo o all'eccessiva opacità gestionale, inoltre

tali coalizioni tra soci di minoranza aumentano le probabilità che possibili decisioni se non condivise possano essere contestate o addirittura rinegoziate. Inoltre, la presenza di altri blockholders rafforza la contestabilità del controllo, rendendo meno probabile che l'azionista principale possa agire indisturbato. Questo contribuisce a rafforzare il funzionamento del mercato dei capitali italiano, dove operazioni come OPA ostili o scalate sono relativamente rare.

Bisogna sottolineare che non tutte le coalizioni sono uguali, esistono delle coalizioni di tipo attivo e collusive le prime agiscono come vigilanti nell'interesse della collettività societaria; le seconde, invece, possono generare effetti contrari, poiché i soci coalizzati potrebbero accordarsi per massimizzare benefici privati a discapito degli altri stakeholders.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, i risultati mostrano un aumento dei costi di agenzia, questo è probabilmente dovuto al loro peso relativamente modesto, rispetto ad altri paesi e alla passività che li porta a non esercitare un monitoraggio attivo, in più il loro focus risulta essere più nel breve termine e in più un monitoraggio attivo richiede costi informativi troppo elevati che spesso scoraggiano un coinvolgimento attivo nella governance.

Infine, un'ultima considerazione è stata fatta in relazione al debito che a differenza di quanto spesso accade nei paesi di tipo common law svolge un ruolo limitato nel monitoraggio e nel controllo dei problemi di agenzia in Italia.

Quindi l'indebitamento nel contesto italiano potrebbe essere usato non tanto come strumento di disciplina del manager ma quanto per trasferire il rischio sui creditori e sui soci di minoranza, consentendo al socio di controllo di mantenere un poter più saldo nell'azienda ed estrarre così benefici privati.

Questo sottolinea l'importanza, in Italia, di promuovere il ricorso al capitale proprio piuttosto che al debito bancario per aumentare la trasparenza e il controllo del mercato, inoltre, promuovere la formazione di coalizioni tra azionisti di minoranza può essere una strategia efficace per migliorare la governance aziendale e proteggere gli interessi di tutti i soci.

L'analisi delle coalizioni tra soci non di controllo offre un'importante chiave di lettura per comprendere l'evoluzione della governance in Italia. Essa offre spunti empirici e teorici per testare il loro impatto non solo sui costi di agenzia ma anche su variabili come performance aziendale (ROA e Tobin's Q), il livello di indebitamento (leverage_gen) e l'intensità degli investimenti (Invest rate).

Questa analisi consentirà di tradurre in evidenza quantitativa quanto sinora discusso in termini teorici e qualitativi, fornendo così un contributo originale al dibattito sulla governance nel contesto italiano contemporaneo.

5 Blockholders, investitori istituzionali e performance d'impresa: analisi empirica nel contesto italiano

Dopo aver delineato il contesto generale del mercato delle imprese italiane quotate e quelle che sono le loro caratteristiche principali, con particolare attenzione ai temi sulla corporate governance e alle differenze geografiche nelle strutture proprietarie in questo capitolo ci si concentra sull'analisi empirica della struttura proprietaria delle imprese, con un'attenzione particolare alla figura dei blockholders e degli investitori istituzionali all'interno delle imprese quotate italiane per comprendere quale sia il loro impatto sulla performance aziendale.

L'obiettivo che ci si prefigge di raggiungere è quello di comprendere in che modo la composizione dell'azionariato incida sul funzionamento e soprattutto sulle performance delle imprese italiane quotate, attraverso un dataset costruito su misura e un'analisi quantitativa andando ad indagare se la presenza di queste figure possa incidere positivamente o negativamente sull'efficienza e sui risultati dell'impresa.

In questo studio sono state individuate le principali caratteristiche strutturali, finanziarie e di governance delle imprese italiane, partendo dai dati raccolti, si vuole approfondire la relazione tra assetti proprietari e risultati aziendali, valutando se, ed eventualmente in che misura, questi attori possano influenzare le performance delle imprese in termini di redditività, crescita, valore e leva finanziaria.

Per far ciò nello studio vengono impiegati una serie di modelli statistici, tra cui analisi descrittive, correlazioni tra variabili e regressioni multivariate basandosi sulla letteratura presente su questo tema.

Tale lavoro si propone di offrire spunti di riflessione sia nel mondo accademico che per gli operatori di mercato, fornendo nuove evidenze su un tema rilevante ma ancora poco esplorato.

5.1. Dati e metodologia

La presente sezione descrive nel dettaglio le modalità di costruzione del database, utilizzato per svolgere l'analisi empirica e per la definizione operativa delle principali variabili oggetto di studio.

Il database utilizzato per l'analisi è stato inizialmente fornito dalla docente relatrice e consisteva in un campione di 188 imprese italiane quotate su mercati regolamentati osservate in un periodo temporale compreso tra il 2000 e il 2023, successivamente tale dataset è stato aggiornato in termini informativi per garantire una maggiore completezza e aderenza allo studio.

Il dataset contiene informazioni di tipo economico-finanziario, di proprietà e di governance aziendale, tuttavia non tutte le imprese presenti nel campione risultano essere osservabili per l'intero periodo considerato, poiché in alcuni casi, alcune aziende sono state oggetto di delisting (uscita dal mercato regolamentato) mentre in altri casi la quotazione è avvenuta in anni successivi al 2000, o ancora non è stato possibile risalire alle informazioni relative ad alcuni anni per determinate imprese, questo ha fatto sì che non tutte le imprese fossero osservabili per l'intero arco temporale generando così una copertura temporale non uniforme nel campione.

Per la costruzione delle variabili inerenti alla proprietà è stata effettuata una raccolta e codifica manuale attraverso le comunicazioni ufficiali pubblicate dalla CONSOB in una sezione specifica che ha permesso di risalire allo storico dell'azionariato per ciascuna impresa.

In particolare, si è proceduto come segue:

- L'azionista di controllo è stato identificato come il primo e unico soggetto con la quota maggiore di partecipazione azionaria in ciascuna impresa e per ciascun anno (nel caso di impresa familiare, non si è considerata l'eventuale presenza di coalizioni familiari)
- I blockholders sono stati definiti come soggetti con la seconda quota più alta, a condizione che questa fosse pari o superiore al 2% e che si trattasse di persone fisiche, membri delle famiglie, e holding private, è importante sottolineare che in tal caso è stato considerato blockholder la prima tra queste figure con la seconda quota più alta dopo l'azionista di maggioranza.
- Gli investitori istituzionali sono stati identificati come l'insieme delle entità riconducibili a soggetti finanziari (banche d'investimento, compagnie assicurative, fondi comuni di investimento, fondi pensione e società di gestione del risparmio SGR e SICAV/SICAF) anch'essi con partecipazione superiore o uguale al 2%, nel caso in cui fossero presenti più investitori istituzionali all'interno della stessa impresa le rispettive quote sono state sommate.

Per garantire l'omogeneità del campione, sono state escluse da tale studio le imprese a partecipazione pubblica attraverso l'eliminazione delle osservazioni tali per cui la variabile *private_own* risultasse pari a zero, a seguito di questa operazione il campione risulta essere costituito da 163 imprese, per un totale di 2.592 osservazioni.

Il dataset include imprese operanti in diversi settori con prevalenza in quelli industriali, manifatturiero e dei servizi, secondo classificazione adottata da Mediobanca, i dati sono stati successivamente elaborati con il software STATA, impostando uno studio su un data panel ovvero un'analisi dinamica di più aziende in diversi anni.

All'interno della Tabella 3 sono riportate alcune delle variabili utilizzate per elaborare le statistiche descrittive e per le analisi econometriche, sono stati riportati anche il tipo di variabile utilizzata e una breve descrizione per comprenderne al meglio il ruolo, tali variabili sono state selezionate tra quelle del dataset perché sono quelle che più comunemente vengono usate in letteratura per lo studio di tale fenomeno.

VARIABILE	TIPO	DESCRIZIONE
Variabili di identificazione e strutturali		
<i>firm_name</i>	Stringa	Nome della società
<i>nfirm</i>	Numerica	Codice identificativo univoco per ciascuna impresa
<i>year</i>	Anno	Anno di riferimento
<i>age</i>	Intero	Età dell'impresa (in anni)
<i>delisting</i>	Dummy (0/1)	1 se la società è stata delistata, 0 altrimenti
<i>private_own</i>	Dummy (0/1)	1 se la società è privata, 0 altrimenti
Variabili di struttura proprietaria / Corporate Governance		
<i>controlling_share</i>	Percentuale	Quota dell'azionista di maggioranza (primo azionista)
<i>blockholders</i>	Dummy (0/1)	1 se è presente un blockholder (persona fisica o società $\geq 2\%$), 0 altrimenti
<i>block_share</i>	Percentuale	Quota del blockholder (secondo azionista rilevante $\geq 2\%$)
<i>inst_inv</i>	Dummy (0/1)	1 se presenti investitori istituzionali, 0 altrimenti
<i>inst_share</i>	Percentuale	Quota aggregata posseduta dagli investitori istituzionali
<i>family30</i>	Dummy (0/1)	1 se una famiglia detiene almeno il 30% delle quote, 0 altrimenti
<i>family50</i>	Dummy (0/1)	1 se una famiglia detiene almeno il 50% delle quote, 0 altrimenti
<i>controlling30</i>	Dummy (0/1)	1 se l'azionista di controllo ha almeno il 30%, 0 altrimenti
<i>controlling50</i>	Dummy (0/1)	1 se l'azionista di controllo ha almeno il 50%, 0 altrimenti
<i>famceo</i>	Dummy (0/1)	1 se il CEO è imparentato con l'azionista di maggioranza; 0 altrimenti
<i>ceo_pres</i>	Dummy (0/1)	1 se CEO e presidente del CdA coincidono
<i>dual</i>	Dummy (0/1)	1 se l'impresa adotta un sistema di voto duale
<i>board</i>	Intero	Numero dei membri del Consiglio di Amministrazione
<i>remun_ind_perc</i>	Percentuale	Percentuale di membri indipendenti nel comitato di remunerazione
<i>patti_para</i>	Dummy (0/1)	1 se esiste un patto parasociale, 0 altrimenti
Variabili di performance aziendale		
<i>roa</i>	Percentuale	Return on Assets
<i>roe</i>	Percentuale	Return on Equity
<i>sd_roa_3y</i>	Percentuale	Deviazione standard del ROA su 3 anni (proxy volatilità)
<i>income_growth</i>	Percentuale	Tasso di crescita del reddito
<i>dividends</i>	Valore €	Ammontare dividendi distribuiti
<i>div_asset</i>	Percentuale	Dividendi rapportati al totale attivo
Variabili di struttura finanziaria		
<i>logasset</i>	Logaritmica	Logaritmo degli asset totali (dimensione aziendale)
<i>leverage_gen</i>	Percentuale	Leva finanziaria generale (debito su totale attivo)
<i>debt_fin</i>	Percentuale	Rapporto tra debiti finanziari e totale attivo
<i>int_debt_revenues</i>	Percentuale	Rapporto tra oneri finanziari e fatturato (proxy stress finanziario)
Variabili di mercato		
<i>market_cap</i>	Valore €	Capitalizzazione di mercato
<i>tobin_q</i>	Rapporto	Tobin's Q (rapporto tra valore di mercato e valore contabile)
<i>turnover</i>	Percentuale	Proxy della liquidità del titolo (azioni scambiate/totali)
<i>pe</i>	Rapporto	Price-Earnings Ratio
<i>beta</i>	Coefficiente	Esposizione sistematica al rischio di mercato

Tabella 3: Descrizione delle variabili del dataset

5.2. Statistiche descrittive

Questa sezione presenta le statistiche descrittive delle principali variabili economiche-finanziarie e di governance estrapolate dal dataset, in modo da fornire un primo quadro sintetico delle imprese analizzate e di quelle che sono le loro caratteristiche strutturali.

L'obiettivo di svolgere questo tipo di analisi è proprio quello di evidenziare i tratti salienti del campione, così da indagare il ruolo dei blockholders e degli investitori istituzionali all'interno delle imprese quotate e valutarne l'impatto su alcune dimensioni chiave come redditività, performance, composizione della proprietà, politiche di investimento e leva finanziaria.

I dati sono stati elaborati su STATA, mediante il comando *xtsum* che consente di calcolare le principali statistiche su data panel, distinguendo tra:

- Overall: valori complessivi calcolati su tutte le osservazioni disponibili
- Between: variazioni tra imprese, ovvero differenze medie tra le diverse società senza considerarne le variazioni interne nel corso del tempo
- Within: variazioni temporali all'interno della stessa impresa, trascurando le differenze tra le varie unità, utili per cogliere eventuali dinamiche evolutive

Per ogni gruppo sono stati riportati nell'apposita tabella, indicazioni su media, deviazione standard, valori minimi e massimi, nonché il numero di osservazioni.

Ad ogni tabella segue un breve commento che evidenzia quelli che sono stati i risultati più rilevanti.

Variabile		Media	Std. Dev	Min	Max	Osservazioni
Struttura proprietaria						
<i>block_share</i>	Overall	2,491225	5,84291	0	38,745	N=2590
	Between		4,773686	0	35,2375	n=163
	Within		2,999656	-20,15861	22,15431	T-bar=15,8896
<i>inst_share</i>	Overall	4,730604	7,122173	0	70,94	N=2578
	Between		4,643171	0	27,44237	n=162
	Within		5,290864	-22,71177	56,88289	T-bar=15,89136
<i>controlling_share</i>	Overall	52,72262	18,25104	0	99,96	N=2581
	Between		15,75074	9,195	86,62526	n=162
	Within		9,795286	-5,349428	126,414	T-bar=15,9321

Tabella 4: Statistiche descrittive variabili sulla struttura proprietaria

Variabile		Media	Std. Dev	Min	Max	Osservazioni
Variabili finanziarie						
roa	Overall	0,022206	0,152205	-1,825129	6,062551	N=2496
	Between		0,0592253	-0,1854526	0,4277219	n=159
	Within		0,1446319	-1,867228	6,020452	T-bar=15,6981
roe	Overall	0,0418056	0,3758559	-4,399815	2,605125	N=2483
	Between		0,175349	-0,5200729	0,9533934	n=159
	Within		0,3455013	-3,993737	2,787472	T-bar=15,6164
logasset	Overall	2,772262	0,6555656	0,6937269	4,969495	N=2496
	Between		0,6140717	1,506194	4,870283	n=159
	Within		0,1967652	1,849836	3,545901	T-bar=15,6981
leverage_fin	Overall	1,051084	1,934623	-13,94832	24,60674	N=2479
	Between		1,146822	-3,042095	9,329133	n=158
	Within		1,683376	-10,80597	21,80992	T-bar=15,6899
sd_roa_3y	Overall	0,0293982	0,0387065	0,0001893	0,3005273	N=1976
	Between		0,025715	0,0012156	0,1684964	n=152
	Within		0,0305292	-0,0906728	0,2439022	T-bar=13
income_growth	Overall	-0,0141501	4,928.719	-53,93098	56,75488	N=2319
	Between		1,251254	-4,950266	3,583753	n=159
	Within		4,791539	-51,57772	53,18747	T-bar=14,5849
fcf_asset	Overall	0,0194793	0,0623502	-0,4150431	0,4036654	N=2457
	Between		0,0417938	-0,1488214	0,1728754	n=159
	Within		0,0500115	-0,3880075	0,4480328	T-bar=15,4528

Tabella 5: Statistiche descrittive variabili finanziarie

Variabile		Media	Std. Dev	Min	Max	Osservazioni
Variabili di mercato						
tobin_q	Overall	1,356658	0,7715605	0,2327724	8,056504	N=2493
	Between		0,7530208	0,3682144	5,713496	n=159
	Within		0,4633925	-0,6268111	6,75366	T-bar=15,6792
turnover	Overall	0,7506515	1,104189	0	14,66247	N=2433
	Between		0,6776047	0,0097248	5,130949	n=156
	Within		0,852345	-4,055006	13,81302	T-bar=15,5962
beta	Overall	0,854995	0,4444428	-0,6285	3,0794	N=2221
	Between		0,3105336	0,0353571	1,595556	n=157
	Within		0,3343601	-0,7475189	2,627462	T-bar=14,1465
pe	Overall	24,99904	29,93112	0,1	367,6	N=1764
	Between		20,09632	6,466667	127,75	n=156
	Within		26,13291	-65,15096	294,919	T-bar=11,3077
market_cap	Overall	119,638	2881,784	4,08	32891,35	N=2457
	Between		2420,313	18,04929	14648,64	n=157
	Within		1410,154	-10136,25	19439,34	T-bar=15,6497
div_yield	Overall	1,895471	2,151972	0	19,26	N=2453
	Between		1,447944	0	7,843333	n=159
	Within		1,684105	-5,628815	17,34002	T-bar=15,4277

Tabella 6: Statistiche descrittive variabili di mercato

Come si evince dalla tabella 4 la quota mediamente detenuta da un blockholders è piuttosto contenuta pari al 2,5%, ma con alcuni casi in cui il valore supera il 30%, confermando una presenza non uniforme all'interno delle imprese, per quanto

riguarda gli investitori istituzionali in media detengono una quota leggermente superiore pari al 4,7% ma con valori massimi molto più alti fino al 70%, questo dimostra la forte eterogeneità che si può riscontrare tra le varie imprese in cui, in alcuni casi presentano dei ruoli marginali e in altre appresentano l'attore dominante, anche se bisogna puntualizzare che nel caso di più investitori istituzionali la loro quota è stata sommata e questo potrebbe aver amplificato il valore massimo della quota a differenza dei blockholders.

Un'ultima osservazione va fatta per l'azionista di controllo, che, come ci aspettava dal contesto delle imprese italiane, presenta una struttura molto concentrata dove in media si detiene una quota superiore al 50%.

Dalla tabella 5 possiamo esplorare quello che è più il contesto finanziario, in generale ROA e ROE sono piuttosto contenuti (2,2% e 4,1% rispettivamente), ma con deviazioni standard molto elevate, sintomo di forte dispersione dei risultati economici, con un quadro che presenta aziende molto profittevoli ma altre in perdita, la variabile logasset, che rappresenta una proxy della dimensione dell'impresa mostra una media intorno al 2,77 a conferma di un campione con aziende di dimensione medio-grandi.

Un'altra variabile che ricade all'attenzione è l'*sd_roa_3y* che rappresenta la volatilità della redditività nel triennio precedente, che presenta valori molto bassi, questo indica che in alcune imprese la redditività è instabile nel tempo, elemento da tenere in considerazione per l'analisi di rischio.

In ultima istanza la tabella 6 mostra quelle che sono le statistiche descrittive di alcune variabili di mercato tra cui il Tobin's Q, proxy della valutazione di mercato rispetto al valore contabile, mostra un valore pari a 1,3 a dimostrazione del fatto che la maggior parte delle imprese siano valutate con valori superiori al loro valore contabile, anche se si riscontra un'elevata variabilità tra quest'ultime, anche il turnover (indicatore di liquidità dei titoli) risulta abbastanza eterogeneo, in cui in alcuni casi si osservano volumi di scambio molto elevati, segno di interesse maggiore da parte degli investitori per alcune aziende.

Infine, l'indicatore beta ha una media intorno allo 0,9 questo suggerisce che molte aziende del campione hanno una volatilità simile o leggermente inferiore a quella dl mercato.

5.3. Matrice delle correlazioni

Al fine di comprendere in modo più approfondito le relazioni tra le variabili impiegate nell'analisi empirica, è stata condotta un'analisi delle correlazioni Pearson (tramite il comando *pwcorr*) tra i principali gruppi di variabili: quelle di mercato, di struttura finanziaria e di governance e struttura proprietaria. L'obiettivo principale è duplice: da un lato, identificare eventuali associazioni significative tra le variabili esplicative; dall'altro, verificare la presenza di fenomeni di multicollinearità che potrebbero compromettere la robustezza delle stime nei modelli di regressione.

Matrice correlazione variabili di mercato						
	market_cap	mtb	turnover	beta	pe	eps
market_cap	1					
mtb	0,1292	1				
turnover	0,0696	0,047	1			
beta	-0,0989	-0,061	0,1371	1		
pe	0,0247	0,1959	0,0409	-0,0232	1	
eps	0,1001	0,0453	0,0132	-0,1032	-0,1255	1

Tabella 7: Matrice di correlazione tra variabili di mercato

Matrice correlazione variabili finanziarie								
	logasset	fcf_asset	int_debt_rev	leverage_gen	equity	cash_asset	income_growth	roe
logasset	1							
fcf_asset	0,1385	1						
int_debt_rev	0,2542	-0,1662	1					
leverage_gen	0,1213	-0,1271	0,4761	1				
equity	0,5994	0,0689	0,2294	0,0637	1			
cash_asset	-0,0026	0,0515	-0,0462	-0,1889	-0,0294	1		
income_growth	0,0494	0,1842	-0,0304	-0,0763	0,0387	0,0541	1	
roe	0,0808	0,2848	-0,0756	-0,1588	0,0237	0,0842	0,1556	1

Tabella 8: Matrice di correlazione tra variabili finanziarie

Matrice correlazione variabili di governance										
	block_share	famceo	controlling_share	inst_share	age	ceo_pres	board	remun_ind_perc	dual	patti_para
block_share	1									
famceo	0,0797	1								
controlling_share	-0,2879	0,1225	1							
inst_share	-0,0325	-0,0408	-0,0982	1						
age	-0,0358	0,0297	0,0492	0,0938	1					
ceo_pres	0,0538	0,4899	0,0409	0,0085	-0,0904	1				
board	-0,0234	-0,1519	-0,0661	0,0045	0,1687	-0,1955	1			
remun_ind_perc	-0,0193	-0,1162	0,0354	0,0126	0,0865	0,0024	0,1926	1		
dual	-0,0346	0,1663	-0,0458	-0,0387	0,1701	0,1471	0,1117	-0,1088	1	
patti_para	0,1003	-0,0983	-0,2466	0,0085	0,0344	0,0066	0,0722	0,0418	-0,0131	1

Tabella 9: Matrice di correlazione tra variabili di governance e struttura proprietaria

Per facilitare l'interpretazione delle matrici di correlazione tra le variabili, si è proceduto alla colorazione differenziata delle celle in base all'intensità del coefficiente di correlazione, espresso in valore assoluto. In particolare, sono state evidenziate in verde tutte le correlazioni con valore inferiore al 30%, poiché ritenute deboli e indicatrici di bassa multicollinearità. Le celle colorate in giallo rappresentano invece correlazioni comprese tra il 30% e il 60%, che suggeriscono una correlazione moderata: queste variabili possono non essere problematiche, ma richiedono attenzione nel momento in cui vengono incluse contemporaneamente nei modelli di regressione. Tale analisi tramite codifica cromatica consente così di individuare con immediatezza eventuali criticità legate alla multicollinearità tra le variabili indipendenti impiegate nei modelli empirici successivi.

5.4. Regressioni Multivariate

Lo scopo di questa tesi è analizzare se esista una relazione tra la struttura proprietaria (rappresentata in particolare dalla presenza di blockholders) e le performance delle imprese italiane quotate in Borsa. Il contesto analizzato si caratterizza per un'elevata concentrazione proprietaria con una forte incidenza di imprese familiari.

Per rispondere a questa domanda, sono state condotte una serie di regressioni, variando la variabile dipendente al fine di valutare se l'impatto della quota detenuta dai blockholders (block_share) sia positiva o negativa, e soprattutto se risulti statisticamente significativa.

In tutte le tabelle riportate nel presente capitolo, le variabili sono presentate con una denominazione esplicita volta a facilitarne la lettura e l'interpretazione. Per

garantire coerenza con l'impostazione empirica, all'interno del testo i commenti ai risultati includono, tra parentesi, i nomi delle variabili così come appaiono nel database. Per mantenere una certa corrispondenza tra le denominazioni esplicative e le etichette originali, si rimanda all'Appendice A.

La prima serie di regressioni ha come variabile dipendente il Tobin's Q, un indicatore ampiamente utilizzato in letteratura per misurare il valore di mercato di un'impresa in rapporto al suo valore contabile. Le regressioni sono state stimate con un modello panel a effetti fissi (*fixed effects*), includendo errori robusti clusterizzati a livello di impresa (*vce(cluster nfirm)*), per tenere conto della correlazione seriale all'interno del panel.

Tutte le regressioni svolte includono controlli per la dimensione dell'impresa (*logasset*) e per l'anno (*i.year*), ogni modello base contiene inoltre la quota dell'azionista rilevante (*controlling_share*) e quella degli investitori istituzionali (*inst_share*), in questo caso inoltre si provveduto a winsorizzare la variabile del Tobin's Q al 1° e 99° percentile per attenuare l'influenza di outlier estremi, con il comando *winsor2*.

Il modello è stato costruito in modo incrementale, per esplorare come l'inclusione di variabili di governance e finanziarie possa influenzare l'effetto della variabile indipendente principale (*block_share*) che rappresenta la quota detenuta dagli azionisti con la seconda quota più alta.

La prima analisi utilizza come variabile dipendente il Tobin's Q per verificare se le caratteristiche proprietarie e finanziarie delle imprese influenzano la loro valutazione di mercato. In particolare, il focus è stato posto sull'impatto esercitato dalla presenza di azionisti con la seconda quota rilevante: i blockholders.

Il Tobin's Q è un indicatore utilizzato per valutare la performance di mercato di un'impresa in relazione al valore contabile dei suoi asset, ed è calcolato come segue:

$$Tobin's\ Q = \frac{Valore\ di\ mercato\ dell'impresa}{Valore\ contabile\ degli\ asset}$$

Un valore superiore a 1 suggerisce che il mercato attribuisce all'impresa una valutazione superiore rispetto al valore contabile dei suoi asset, interpretazione che riflette prospettive di crescita future, fiducia negli organi di governance o nella qualità del management. Al contrario, un valore inferiore a 1 può indicare che il mercato non riconosce pienamente il valore contabile, forse per via di inefficienze interne, problemi strutturali o scarsa fiducia nella gestione societaria.

Partendo dalla variabile di interesse principale (*block_share*) ovvero la quota detenuta dal secondo azionista più rilevante blockholder), si osserva un impatto positivo in più specificazioni. In particolare, il coefficiente assume significatività in alcune colonne del modello (ad esempio nella terza, quinta e sesta), ovvero diventa significativa solo quando si considerano insieme alla quota anche variabili relative alla governance e alla struttura finanziaria, a dimostrazione che da solo il blockholders non ha impatto diretto sul Tobin's Q.

IL fatto che il termine sia sempre positivo suggerisce che la presenza di un blockholder rilevante è apprezzata dal mercato, poiché rappresenta un efficace strumento di controllo e monitoraggio della gestione. Questo risultato rafforza l'idea che, in contesti di elevata concentrazione proprietaria, i blockholders possano svolgere un ruolo di monitoraggio contribuendo alla trasparenza e all'efficienza.

Anche la quota dell'azionista di maggioranza (*controlling_share*) mostra un impatto generalmente positivo ma non significativo, suggerendo che da solo non è percepito come fattore di creazione di valore. Al contrario, la variabile che rappresenta la partecipazione degli investitori istituzionali (*inst_share*), risulta sempre negativa e fortemente significativa. Questo dato è coerente con l'ipotesi secondo cui in Italia gli investitori istituzionali giocano un ruolo ancora marginale e spesso passivo nella governance, con un orientamento al breve termine che non stimola la crescita di lungo periodo.

La variabile di controllo (*logasset*) ovvero il logaritmo delle attività totali che rappresenta la dimensione dell'impresa, è sempre negativa ma non significativa. Questo potrebbe riflettere una certa sfiducia da parte del mercato nei confronti delle grandi imprese, forse perché considerate più complesse a livello strutturale, ma non essendo significativa questo non può essere affermato con certezza.

Passando alle variabili di governance, la variabile (*famceo*) che identifica la presenza di un CEO con legami familiari, presenta un andamento altalenante e non lineare. Nei modelli iniziali, questa variabile assume un segno negativo, suggerendo che la nomina di un CEO familiare possa essere percepita dal mercato come un potenziale rischio per la qualità della governance, probabilmente per motivi legati a nepotismo o scarsa meritocrazia. Tuttavia, in alcune specificazioni intermedie del modello, il coefficiente di questa variabile diventa positivo, lasciando ipotizzare che, in certi contesti, la presenza di un CEO appartenente alla famiglia fondatrice possa essere interpretata positivamente, come indice di stabilità e visione di lungo termine.

Tuttavia, nel modello completo che include simultaneamente sia le variabili di governance sia quelle finanziarie, il coefficiente torna ad assumere un segno negativo, anche se non raggiunge la significatività statistica. Questo suggerisce che, una volta tenuto conto della struttura finanziaria e dell'interazione con altri elementi di

governance, il mercato continua a percepire con scetticismo la figura di un CEO familiare, specialmente in contesti dove le dinamiche aziendali sono più complesse, ma non essendo mai significativa, tale variabile ha impatto neutro sul Tobin's Q.

A confermare questa interpretazione interviene il termine di interazione (*bs_famceo*) che rappresenta la presenza simultanea di un blockholder rilevante e di un CEO familiare. In tutti i modelli in cui è considerata, questa variabile presenta coefficiente negativo e significativo, indicando che l'effetto congiunto di un CEO familiare e di un blockholder attivo può generare tensioni o conflitti interni. È plausibile ipotizzare che il monitoraggio esercitato dal secondo azionista su un CEO legato alla famiglia possa limitare l'autonomia gestionale o accentuare attriti nella governance, e questo si traduce in una valutazione più bassa dell'impresa, ma questo non può essere affermato con certezza statistica non essendo la variabile mai significativa in nessuna specifica.

Similmente, anche la variabile (*ceo_pres*) che rappresenta la concentrazione del potere tra CEO e presidente nella stessa figura, mostra un cambio di segno nei diversi modelli (passando da negativo a positivo) senza mai raggiungere la significatività statistica. Ciò suggerisce una interpretazione ambigua, tuttavia la variabile è stata mantenuta nei modelli, per ragioni di coerenza strutturale, e garantire una comparabilità efficace tra le specificazioni analizzate.

Tra le variabili di governance, risultano invece sempre negative e significative sia (*dual*) la presenza di azioni con diritto di voto di tipo duale sia (*patti_para*) la presenza di patti parasociali ed entrambe sembrano essere penalizzate dal mercato, ma non essendo quest'ultima significativa questo non può essere confermato.

Dual è negativa e questo suggerisce che la presenza di una struttura azionaria a doppia classe di voto genera disallineamenti tra proprietà e controllo, riducendo la trasparenza e la fiducia del mercato. Questa asimmetria può portare a pratiche di espropriazione degli azionisti di minoranza e, conseguentemente, a una valutazione più bassa dell'impresa.

Sul fronte delle variabili finanziarie, il ROE (Return on Equity), mostra un impatto costantemente positivo e altamente significativo in tutte le specificazioni del modello. Questo risultato è perfettamente coerente con l'interpretazione teorica secondo cui una maggiore redditività è indice di una gestione efficiente del capitale, generando ritorni più elevati per gli azionisti e, di conseguenza, una valutazione di mercato superiore espressa da un aumento del Tobin's Q. Il mercato, infatti, tende a premiare tali imprese, percependole come più solide e promettenti nel lungo periodo.

Il rapporto di indebitamento generale (*leverage_gen*), mantiene sempre un coefficiente negativo e non significativo, questo potrebbe indicare che un maggiore ricorso al debito non è associato a una maggiore valorizzazione di mercato, ma non essendo

significativa questo non può essere affermato con certezza. Tuttavia, l'interazione tra quota dei blockholders e rapporto di indebitamento generale (*bs_levgen*) risulta negativa e significativa in alcune specificazioni. Questo suggerisce che l'effetto positivo dei blockholders può ridursi in presenza di elevati livelli di indebitamento, probabilmente perché la leva finanziaria limita il margine di manovra del secondo azionista, riduce la trasparenza nel controllo effettivo e poiché potrebbero subentrare nuovi soggetti (creditori) che sostituirebbero il ruolo di controllori svolto dai blockholders.

Infine, nelle colonne (7) e (8) del modello viene introdotto il termine quadratico della quota detenuta dai blockholders (*block_share_2*) con l'obiettivo di testare la presenza di una relazione non lineare tra la partecipazione del secondo azionista più rilevante e il valore di mercato dell'impresa. Questo approccio consente di verificare se l'effetto del blockholder sul Tobin's Q cambi in intensità o direzione oltre una certa soglia di partecipazione.

Analizzando i risultati, si osserva che nella colonna (7) il coefficiente del termine lineare quota del blockholder (*block_share*) è negativo, mentre quello del termine quadratico (*block_share_2*) è positivo. Questo andamento suggerisce una curva a U, indicando che livelli molto bassi di partecipazione del secondo azionista possono avere un impatto lievemente negativo o nullo sul valore dell'impresa, ma superata una certa soglia, la sua presenza diventa più forte e può contribuire in modo positivo alla governance e al valore di mercato, agendo come meccanismo di bilanciamento e controllo nei confronti dell'azionista di maggioranza.

Nella colonna (8) (che rappresenta il modello più completo, in cui vengono inserite congiuntamente tutte le variabili di governance e finanziarie) entrambi i termini, sia quota del blockholder che il termine quadratico, risultano positivi. Questo andamento conferma la non linearità della relazione e suggerisce che, in presenza di determinati assetti finanziari e di governance, anche livelli inizialmente contenuti della quota del secondo azionista possano essere percepiti positivamente dal mercato. La progressiva crescita della sua partecipazione rafforza ulteriormente il segnale di controllo, rafforzando la fiducia degli investitori.

Sebbene entrambi non risultino significativi singolarmente, i test F congiunti confermano la rilevanza statistica complessiva della loro presenza nel modello. Nello specifico, nella colonna (7) il test F restituisce un p-value pari a 0.0071, indicando una significatività marginale, ma comunque utile a suggerire un certo effetto aggregato. Nella colonna (8), il p-value scende ulteriormente a 0.0145, ciò giustifica pienamente l'inclusione del termine quadratico nella regressione e rafforza l'ipotesi teorica

secondo cui la relazione tra blockholders e performance di mercato non sia lineare, ma dipenda dalla soglia di partecipazione raggiunta.

VARIABILI	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato	Valore di mercato
Quota blockholder	0.0047	0.0044	0.0123*	0.0050	0.0143**	0.0197**	0.0025	0.0118
	(0.0050)	(0.0057)	(0.0067)	(0.0047)	(0.0070)	(0.0088)	(0.0148)	(0.0173)
Quota blockholder ²							0.0005	0.0003
							(0.0004)	(0.0004)
Interazione: Quota blockholder x CEO familiare			-0.0163**			-0.0175**	-0.0154*	-0.0168*
			(0.0078)			(0.0087)	(0.0086)	(0.0093)
Interazione: Quota blockholder × Rapporto di indebitamento generale					-0.0305**	-0.0244*		-0.0221
					(0.0140)	(0.0140)		(0.0155)
Quota azionista di controllo	0.0011	0.0006	0.0008	0.0010	0.0011	0.0010	0.0007	0.0009
	(0.0015)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0014)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0015)
Quota investitore istituzionale	-0.0001***	-0.0001**	-0.0001**	-0.0001***	-0.0001***	-0.0001**	-0.0001**	-0.0001**
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)
Logaritmo delle attività totali	-0.1319	-0.1186	-0.1159	-0.0754	-0.0812	-0.0570	-0.1163	-0.0571
	(0.1470)	(0.1690)	(0.1681)	(0.1379)	(0.1381)	(0.1567)	(0.1681)	(0.1563)
Return on equity (ROE)				0.0980***	0.0958***	0.0822**		0.0811**
				(0.0350)	(0.0356)	(0.0354)		(0.0355)
Rapporto di indebitamento generale				-0.2686	-0.1704	-0.2178		-0.2281
				(0.1946)	(0.2002)	(0.2209)		(0.2213)
CEO familiare		-0.0358	0.0070			-0.0127	0.0020	-0.0166
		(0.0719)	(0.0778)			(0.0784)	(0.0775)	(0.0783)
Patti parasociali		-0.0439	-0.0433			-0.0371	-0.0496	-0.0414
		(0.0457)	(0.0448)			(0.0446)	(0.0442)	(0.0440)
Struttura azionaria duale		-0.1107*	-0.1158**			-0.1169**	-0.1137*	-0.1158**
		(0.0588)	(0.0581)			(0.0576)	(0.0582)	(0.0576)
CEO con doppia carica (CEO=Presidente)		-0.0123	-0.0112			0.0077	-0.0051	0.0123
		(0.0744)	(0.0735)			(0.0730)	(0.0724)	(0.0720)
Constant	1.9542***	2.0304***	2.0017***	1.8670***	1.8473***	1.8811***	2.0213***	1.8983***
	(0.4196)	(0.4837)	(0.4838)	(0.3809)	(0.3781)	(0.4448)	(0.4829)	(0.4421)
Observations	2,488	2,229	2,229	2,468	2,468	2,22	2,229	2,22
R-squared	0.1284	0.1380	0.1431	0.1439	0.1472	0.1593	0.1444	0.1599
Number of nfirm	159	150	150	158	158	150	150	150
N	2488	2229	2229	2468	2468	2220	2229	2220
Within R2	0.128	0.138	0.143	0.144	0.147	0.159	0.144	0.160
Between R2	0.00186	0.0167	0.0308	0.0338	0.0286	0.102	0.0305	0.104
Overall R2	0.0269	0.0444	0.0505	0.0526	0.0543	0.0835	0.0480	0.0823
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

Tabella 10: Regressione con variabile dipendente Tobin's Q

La seconda analisi vede come variabile dipendente il ROA (return on asset), ciò che si è voluto verificare è se la presenza o meno dei blockholders possa avere un impatto positivo sulle performance dell'impresa stessa.

Il ROA è un indice di bilancio che misura la redditività di un'impresa in relazione alle risorse utilizzate per svolgere la propria attività economica. In altre parole, quanto guadagna l'impresa per ogni euro investito in attività totali e si calcola come segue:

$$ROA = \frac{UTILE\ NETTO}{TOTALE\ ATTIVO} \text{ o } \frac{EBIT}{TOTALE\ ATTIVO}$$

La variabile presente all'interno del dataset risultava avere una distribuzione fortemente asimmetrica con elevata varianza che poteva distorcere o alterare la significatività delle variabili indipendenti; dunque, tramite la procedura di winsorizzazione sono stati limitati i valori estremi (al 1° e al 99° percentile) non eliminandoli ma sostituendoli con un valore soglia, così da preservare l'intero campione e ridurre la presenza di outlier.

Dalla tabella emerge che la variabile che rappresenta la quota detenuta dal secondo azionista di maggioranza (*block_share*), mostra un coefficiente positivo e significativo nella colonna (3), dove si considerano solo le variabili di governance, e mantiene tale significatività anche nella colonna, che include oltre alle variabili di governance anche le variabili finanziarie. Questo risultato suggerisce che la presenza di un blockholder attivo sia associata a un miglioramento della redditività operativa, confermando l'idea che questi azionisti possano esercitare un ruolo di monitoraggio utile a ridurre i comportamenti opportunistici del management.

La variabile (*controlling_share*) che rappresenta la quota dell'azionista di controllo, è positiva e significativa nelle prime tre colonne, ma perde significatività nei modelli successivi. Tuttavia, acquista nuovamente una certa rilevanza nella colonna (7). Questo comportamento suggerisce che il controllo proprietario esercitato da un azionista dominante può inizialmente essere interpretato come positivo per la redditività, ma il suo impatto viene assorbito una volta che si tengono in considerazione altri aspetti della governance o della struttura finanziaria.

La variabile (*inst_share*) relativa alla quota detenuta da investitori istituzionali, è sempre negativa ma mai statisticamente significativa in tutte le specificazioni, comunque il segno negativo così come accadeva per il Tobin's Q potrebbe indicare che la partecipazione istituzionale è spesso passiva, poco coinvolta nella governance attiva, e quindi percepita più come un freno alla performance operativa che come una

risorsa strategica, ma in questo caso tale affermazione, non essendo tale variabile significativa, richiederebbe ulteriori verifiche.

Infine, il logaritmo delle attività totali (*logasset*) utilizzato come proxy per la dimensione dell'impresa, mostra un andamento costantemente positivo, diventando significativo nei modelli che includono le variabili finanziarie. Questo è coerente con l'idea che le imprese di dimensioni maggiori tendano a essere più efficienti nella gestione operativa, beneficiando di economie di scala, maggior accesso al credito o migliori capacità di gestione.

Le variabili di governance presentano un comportamento meno stabile e riflettono chiaramente la complessità del contesto italiano, la variabile che identifica la presenza di un CEO legato alla famiglia proprietaria (*famceo*), si mostra negativa ma non significativa nei primi modelli, suggerendo una percezione negativa legata a possibili forme di nepotismo o accentramento del potere. Tuttavia, nei modelli successivi (colonne 3, 6, 7 e 8) assume segno positivo, sebbene continui a non risultare significativa. Questo cambiamento indica che il ruolo del CEO familiare dipende molto dal contesto e dalla configurazione complessiva della governance ma tali ipotesi non vengono confermate.

Un dato più solido emerge dall'interazione (*bs_famceo*) ovvero la combinazione tra la presenza di un CEO familiare e la quota del blockholder. Questa variabile risulta sempre negativa e altamente significativa in tutte le specificazioni in cui è presente. L'effetto congiunto negativo sembra indicare la possibile insorgenza di conflitti interni tra il CEO legato alla famiglia e un azionista di minoranza rilevante, dovuto a divergenze strategiche o ad un'eccessiva interferenza nella gestione operativa. Il risultato suggerisce che, invece di produrre un effetto di bilanciamento, questa combinazione tende a generare frizioni, penalizzando la redditività.

Le variabili che indicano rispettivamente la presenza di patti parasociali (*patti_para*) e l'esistenza di azioni con diritto di voto duale (*dual*), non sono mai significative. Tuttavia, mostrano un cambio di segno interessante: negative nei modelli di sola governance e positive nei modelli completi. Questo potrebbe suggerire che il loro impatto venga ridimensionato una volta che si considerano anche aspetti finanziari più strutturali ma tutto questo andrebbe esplorato in maniera più approfondita, poiché entrambe non hanno significatività statistica.

La variabile che rappresenta la concentrazione delle cariche tra CEO e presidente (*ceo_pres*), è sempre positiva ma mai significativa ma è stata comunque mantenuta nei modelli per garantire coerenza e comparabilità tra le specificazioni.

Passando alle variabili finanziarie, il quadro risulta decisamente più solido e coerente:

- *ROE* (Return on Equity) è sempre positivo e altamente significativo, a indicare che una maggiore redditività del capitale proprio si traduce in una maggiore efficienza nella gestione delle risorse e viene premiata dal mercato.
- Il rapporto di indebitamento generale (*leverage_gen*) è invece negativo e molto significativo in tutte le specificazioni. Ciò suggerisce che un'eccessiva leva finanziaria penalizza la redditività, probabilmente perché associata a costi finanziari elevati o a una maggiore vulnerabilità a shock esterni.
- La variabile che indica la liquidità su totale attivo (*cash_asset*) è positivo e significativo, indicando che una maggiore liquidità è generalmente percepita come un segnale di solidità e capacità di far fronte alle esigenze operative.
- La variabile *free cash flow sul totale attivo* (*fcf_asset*) è anch'essa positiva e fortemente significativa, a conferma che la disponibilità di risorse liquide genera valore, soprattutto se reinvestita in modo efficiente.
- La variabile crescita dell'utile netto (*income_growth*) mostra un impatto positivo e altamente significativo, coerente con l'idea che le imprese in crescita tendano ad avere migliori ritorni sulle attività.
- L'interazione che misura l'effetto congiunto della presenza di un blockholder e della disponibilità di free cash flow (*bs_fcf_asset*), è positiva e debolmente significativa. Questo può indicare che il blockholder, in certi casi, riesca a indirizzare efficacemente le risorse disponibili, contribuendo a migliorare la redditività aziendale ed evitando che tali risorse possano essere impiegate per uso privato da parte del management.

Infine, nelle colonne (7) e (8) viene testata l'ipotesi di una relazione non lineare tra la quota del secondo azionista e la performance operativa, introducendo il termine quadratico della quota del blockholder (*block_share_2*). In entrambe le colonne, la quota del blockholders (*block_share*) risulta positivo mentre il termine quadratico (*block_share_2*) risulta prima positivo e poi negativo ma mai significativi singolarmente. Tuttavia, i test F congiunti confermano la rilevanza statistica complessiva di queste due variabili: nella colonna (7) il p-value è pari a 0.0142, mentre nella colonna (8) è 0.0488, permettendo in entrambi i casi di rigettare l'ipotesi nulla con un livello di confidenza soddisfacente, questi risultati suggeriscono che la relazione tra la presenza del secondo azionista e la redditività non sia lineare.

VARIABILI	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
Quota blockholder	0.0006 (0.0009)	0.0010 (0.0010)	0.0024*** (0.0009)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0011** (0.0005)	0.0021 (0.0018)	0.0017 (0.0011)
Quota blockholder ²							0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Interazione: Quota blockholder × CEO familiare			-0.0028*** (0.0010)			-0.0016*** (0.0005)	-0.0028*** (0.0011)	-0.0017*** (0.0005)
Interazione: Quota blockholder × Free cash flow su totale attivo					0.0035* (0.0020)	0.0054* (0.0028)		0.0052* (0.0027)
Quota azionista di controllo	0.0006** (0.0003)	0.0005* (0.0003)	0.0006** (0.0003)	0.0002 (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0006** (0.0003)	0.0002 (0.0002)
Quota investitore istituzionale	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Logaritmo delle attività totali	0.0061 (0.0121)	0.0149 (0.0171)	0.0153 (0.0165)	0.0243*** (0.0092)	0.0242*** (0.0092)	0.0219** (0.0107)	0.0153 (0.0165)	0.0219** (0.0107)
Return on equity (ROE)				0.0384*** (0.0086)	0.0382*** (0.0086)	0.0385*** (0.0099)		0.0386*** (0.0100)
Rapporto di indebitamento generale				-0.0912*** (0.0175)	-0.0902*** (0.0176)	-0.0964*** (0.0171)		-0.0958*** (0.0173)
Liquidità su totale attivo				0.0716*** (0.0185)	0.0708*** (0.0184)	0.0665*** (0.0201)		0.0681*** (0.0205)
Free Cash Flow su totale attivo				0.3919*** (0.0388)	0.3743*** (0.0429)	0.3659*** (0.0476)		0.3676*** (0.0477)
Crescita dell'utile netto				0.0020*** (0.0003)	0.0020*** (0.0003)	0.0019*** (0.0003)		0.0019*** (0.0003)
CEO familiare		-0.0024 (0.0072)	0.0049 (0.0077)			0.0005 (0.0054)	0.0048 (0.0077)	0.0008 (0.0054)
Patti parasociali		-0.0017 (0.0062)	-0.0016 (0.0060)			0.0016 (0.0041)	-0.0017 (0.0058)	0.0020 (0.0041)
Struttura azionaria duale		-0.0039 (0.0055)	-0.0048 (0.0056)			0.0026 (0.0040)	-0.0048 (0.0056)	0.0026 (0.0040)
CEO con doppia carica (CEO=Presidente)		0.0052 (0.0073)	0.0054 (0.0071)			0.0049 (0.0058)	0.0055 (0.0072)	0.0046 (0.0058)
Constant	-0.0113 (0.0381)	-0.0284 (0.0525)	-0.0333 (0.0500)	-0.0450 (0.0294)	-0.0442 (0.0292)	-0.0374 (0.0342)	-0.0329 (0.0501)	-0.0390 (0.0346)
Observations	2,491	2,231	2,231	2,271	2,271	2,045	2,231	2,045
R-squared	0.0478	0.0511	0.0605	0.4771	0.4783	0.4967	0.0605	0.4969
Number of nfirm	159	150	150	158	158	150	150	150
N	2491	2231	2231	2271	2271	2045	2231	2045
Within R2	0.0478	0.0511	0.0605	0.477	0.478	0.497	0.0605	0.497
Between R2	0.0129	0.00874	0.0102	0.471	0.469	0.466	0.00965	0.465
Overall R2	0.0388	0.0402	0.0420	0.462	0.463	0.467	0.0413	0.466
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

Tabella 11: Regressione con variabile dipendente ROA

L'Investment Rate cioè il tasso di investimento, (*invest_rate*), definito come il rapporto tra Capex e Total Assets, rappresenta la propensione dell'impresa a destinare risorse verso nuovi investimenti:

$$Invest_{rate} = \frac{Capex}{Total\ Asset}$$

Poiché la sua distribuzione presentava ampia dispersione e outlier, per migliorarne le proprietà statistiche è stata winsorizzata ai quartili 1% e 99%, limitando l'impatto di valori estremi e rendendo l'analisi più robusta.

In questo modello la variabile che misura la quota detenuta dal secondo azionista più rilevante (*block_share*), risulta positiva in quasi tutte le colonne del modello, diventando significativa sia quando si includono le sole variabili di governance con l'interazione (colonna 3), sia quando si considerano esclusivamente le variabili finanziarie con l'interazione (colonna 5). Questo effetto positivo si mantiene anche nel modello completo (colonna 6), dove il coefficiente cresce ulteriormente in significatività, tale risultato conferma l'idea che i blockholders agiscano da stimolo all'investimento, promuovendo una gestione più attiva delle risorse aziendali.

La variabile relativa all'azionista di controllo (*controlling_share*) è invece sempre negativa, suggerendo che al crescere del potere dell'azionista di controllo l'impresa tende a investire meno, il che potrebbe riflettere una tendenza degli azionisti di maggioranza a privilegiare la conservazione del controllo piuttosto che espandere l'attività dell'impresa. Questo comportamento appare significativo in alcune specificazioni, come nelle colonne (2), (3) e (7).

La quota di investitori istituzionali (*inst_share*), mostra un comportamento più instabile, (nei modelli precedenti il suo andamento è sempre stato negativo): positivo solo quando il modello include esclusivamente variabili di governance (colonna 2 e 3), ma negativo in tutte le altre specificazioni, suggerendo un ruolo marginale o neutro di tali attori nelle scelte di investimento nel contesto italiano.

Il logaritmo dell'attività totali (*logasset*) indicatore della dimensione aziendale, è negativo in tutte le colonne, e significativo nella maggior parte dei casi, suggerendo che le imprese più grandi investono proporzionalmente meno rispetto al totale delle loro attività, probabilmente a causa di vincoli organizzativi, rigidità interne o semplicemente perché operano in mercati più maturi.

La variabile che rappresenta la presenza di un CEO con legami familiari (*famceo*), in questo caso a differenza del caso con ROA e Tobin's Q risulta stabile e mostra un

andamento positivo e sempre significativo, suggerendo che il mercato associa tale figura a un orientamento favorevole all'investimento, forse per motivi legati a visione di lungo termine, continuità gestionale o conoscenza approfondita dell'impresa.

La variabile di interazione che rappresenta la contemporanea presenza di un CEO familiare e della quota del blockholder (*bs_famceo*), è invece negativa e altamente significativa in tutte le specificazioni. Questo suggerisce che, mentre un CEO familiare può favorire l'investimento, la combinazione con un blockholder rilevante può generare conflitti interni, con conseguente riduzione della propensione a investire.

Le variabili relative alla presenza di patti parasociali (*patti_para*) e di struttura azionaria duale (*dual*) non risultano mai significative. Tuttavia, si nota che la prima è sempre negativa, mentre la seconda è prevalentemente positiva, tranne nella colonna (3), dove la presenza della variabile di interazione con sembra modificarne il segno, probabilmente questo cambio di segno riflette la complessità della struttura di governance delle imprese italiane.

Infine, la variabile relativa a un CEO con doppia carica (*ceo_pres*) è sempre negativa ma mai significativa, suggerendo che la concentrazione di potere tra CEO e presidente non produce effetti evidenti sulla politica degli investimenti, almeno nel campione analizzato.

Sul piano delle variabili finanziarie, emergono risultati chiari e coerenti:

- Il rapporto di indebitamento generale (*leverage_gen*) è negativo e molto significativo in tutte le colonne, confermando che un alto livello di indebitamento può frenare la propensione a investire, probabilmente per via di vincoli di bilancio, maggiori costi del capitale o pressioni da parte dei creditori.
- La variabile relativa alla liquidità sul totale attivo (*cash_asset*) è positivo e significativo, suggerendo che una maggiore disponibilità di liquidità favorisce gli investimenti
- Il free cash flow sul totale attivo (*fcf_asset*) è invece negativo e sempre significativo, un risultato che può sembrare controintuitivo. Tuttavia, è coerente con il fatto che in contesti di agency problem, il free cash flow viene visto come un possibile sintomo di inefficienze e sprechi, soprattutto in assenza di un adeguato controllo da parte degli azionisti.
- Il ROE è sempre positivo e altamente significativo, indicando che le imprese più redditizie reinvestono di più i loro profitti.
- La variabile di interazione tra la quota del blockholder e la liquidità del totale attivo (*bs_cash_asset*), utilizzato solo nella colonna (5), presenta un coefficiente negativo, suggerendo che in presenza di un blockholder attivo, la liquidità potrebbe essere gestita con maggiore prudenza o destinata a usi più

conservativi, ma non risulta significativa, dimostrando di non avere alcun effetto in tale modello.

Nelle colonne finali viene testata l'ipotesi di una relazione non lineare tra la quota del secondo azionista e il tasso di investimento, mediante l'inclusione del termine quadratico *block_share_2*. In entrambe le specificazioni (colonne 7 e 8), sia la quota dei blockholders (*block_share*) sia il termine quadratico (*block_share_2*) risultano positivi ma non significativi singolarmente. Tuttavia, i test F congiunti confermano la significatività dell'effetto complessivo:

- Colonna (7): p-value = 0.0023
- Colonna (8): p-value = 0.0156

Questi risultati consentono di rigettare l'ipotesi nulla di irrilevanza congiunta e suggeriscono una relazione crescente e non lineare tra la quota del secondo azionista e il tasso di investimento. In altre parole, all'aumentare della partecipazione del blockholder, l'investimento tende a crescere, ma questo effetto potrebbe non essere costante, la forma quadratica positiva può indicare che il mercato percepisce favorevolmente una crescente partecipazione del secondo azionista fino a livelli anche elevati, in quanto associata a un maggior impegno e vigilanza nei confronti della gestione.

VARIABILI	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento	Tasso di investimento
Quota blockholder	0.0012 (0.0008)	0.0010 (0.0010)	0.0024*** (0.0008)	0.0010 (0.0008)	0.0016* (0.0009)	0.0026*** (0.0009)	0.0013 (0.0017)	0.0015 (0.0016)
Quota blockholder ²							0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)
Interazione: Quota blockholder × CEO familiare			-0.0029*** (0.0009)			-0.0029*** (0.0007)	-0.0028*** (0.0010)	-0.0028*** (0.0009)
Interazione: Quota blockholder × liquidità su totale attivo					-0.0037 (0.0043)	-0.0024 (0.0032)		-0.0037 (0.0036)
Quota azionista di controllo	-0.0003 (0.0002)	-0.0004* (0.0002)	-0.0004* (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0004* (0.0002)	-0.0004 (0.0002)
Quota investitore istituzionale	-0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Logaritmo delle attività totali	-0.0207* (0.0110)	-0.0268** (0.0120)	-0.0263** (0.0121)	-0.0162 (0.0128)	-0.0158 (0.0128)	-0.0265** (0.0119)	-0.0264** (0.0122)	-0.0264** (0.0119)
Return on equity (ROE)				0.0150*** (0.0040)	0.0151*** (0.0040)	0.0194*** (0.0050)		0.0192*** (0.0050)
Rapporto di indebitamento generale				-0.0936*** (0.0202)	-0.0934*** (0.0200)	-0.1059*** (0.0202)		-0.1070*** (0.0203)
Liquidità su totale attivo (cash/asset)				0.0765*** (0.0280)	0.0862*** (0.0304)	0.0815** (0.0356)		0.0813** (0.0355)
Free Cash Flow su totale attivo				-0.2694*** (0.0467)	-0.2660*** (0.0463)	-0.2969*** (0.0480)		-0.2967*** (0.0480)
CEO familiare		0.0171** (0.0078)	0.0247*** (0.0080)			0.0195*** (0.0061)	0.0241*** (0.0082)	0.0188*** (0.0064)
Patti parasociali		-0.0037 (0.0057)	-0.0035 (0.0057)			-0.0016 (0.0054)	-0.0042 (0.0060)	-0.0022 (0.0055)
Struttura azionaria duale		0.0007 (0.0066)	-0.0001 (0.0066)			0.0017 (0.0055)	0.0001 (0.0066)	0.0019 (0.0055)
CEO con doppia carica (CEO=Presidente)		-0.0071 (0.0056)	-0.0069 (0.0054)			-0.0067 (0.0048)	-0.0062 (0.0056)	-0.0059 (0.0050)
Constant	0.2014*** (0.0319)	0.2217*** (0.0370)	0.2164*** (0.0377)	0.2080*** (0.0377)	0.2051*** (0.0375)	0.2386*** (0.0379)	0.2189*** (0.0382)	0.2411*** (0.0382)
Observations	2,437	2,187	2,187	2,404	2,404	2,165	2,187	2,165
R-squared	0.1410	0.1442	0.1535	0.2328	0.2339	0.2583	0.1544	0.2594
Number of nfirm	158	149	149	157	157	149	149	149
N	2437	2187	2187	2404	2404	2165	2187	2165
Within R2	0.141	0.144	0.153	0.233	0.234	0.258	0.154	0.259
Between R2	0.0264	0.0315	0.0281	0.0641	0.0646	0.0730	0.0273	0.0721
Overall R2	0.0786	0.0800	0.0823	0.138	0.138	0.152	0.0805	0.150
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

Tabella 12: Regressione con variabile dipendente Invest rate

La terza regressione ha come variabile dipendente il rapporto di indebitamento generale (*leverage_gen*) ottenuta come rapporto tra i debiti finanziari (a breve e lungo termine) e il totale dell'attivo. Questo indicatore cattura il peso del finanziamento tramite capitale di terzi rispetto al totale delle risorse impiegate dall'impresa.

Nella letteratura economico-finanziaria, livelli elevati di leva finanziaria sono spesso associati a una maggiore esposizione al rischio, ma possono anche riflettere una strategia di ottimizzazione del costo del capitale, nella quale l'impresa sfrutta il debito per aumentare la redditività del capitale proprio (effetto leva). Tuttavia, un ricorso eccessivo all'indebitamento può compromettere la stabilità finanziaria e ridurre la flessibilità gestionale.

In contesti caratterizzati da elevata concentrazione proprietaria o da presenza dominante di azionisti familiari (come quello italiano) la leva finanziaria può assumere connotazioni differenti. In tali contesti, infatti, l'indebitamento potrebbe non svolgere una funzione disciplinante nei confronti del management (come spesso ipotizzato nei modelli anglosassoni), ma essere utilizzato come strumento per consolidare il controllo da parte degli azionisti di maggioranza o per scaricare il rischio sui creditori e sui soci di minoranza.

La variabile che rappresenta la partecipazione del secondo azionista per importanza (*block_share*), mostra un coefficiente negativo e statisticamente significativo soltanto nelle colonne (2) e (3), ovvero nei modelli che includono unicamente le variabili di governance e le loro interazioni e nel modello completo (5). Questo risultato suggerisce che, in presenza di una maggiore quota detenuta dal secondo azionista, l'impresa tende a ridurre il ricorso al debito. Dunque, il fatto che *block_share* mostri un impatto negativo e significativo solo in presenza di variabili di governance conferma la tesi discussa nel capitolo precedente in cui solo un blocco azionario attivo, (e alle volte in coalizione), può svolgere una funzione di vigilanza efficace sul ricorso al debito. In assenza di tale coalizione, il monitoraggio si indebolisce e potrebbe fallire nel contenere la leva.

La variabile relativa alla quota del principale azionista (*controlling_share*), è sempre negativa ma mai significativa, il che non consente di trarre conclusioni affidabili sul suo reale impatto. La quota detenuta dagli investitori istituzionali (*inst_share*) è invece generalmente positiva, ma anch'essa non raggiunge la significatività statistica. Questo potrebbe suggerire che, sebbene gli istituzionali possano preferire strategie orientate alla crescita attraverso leva, il loro peso in questo caso non ha ancora raggiunto significatività.

Per quanto riguarda la dimensione dell'impresa, catturata tramite il logaritmo del totale attivo (*logasset*), si osserva un coefficiente positivo e significativo solo nel modello base (colonna 1), ma tale effetto si riduce e diventa non significativo man

mano che il modello si arricchisce di ulteriori variabili. Inizialmente, quindi, le imprese più grandi sembrano ricorrere maggiormente al debito, ma questo effetto viene assorbito da altre caratteristiche strutturali e di governance.

Passando alle variabili di governance, la variabile che rappresenta la presenza del CEO familiare (*famceo*) risulta sempre negativa e debolmente significativa. Questo suggerisce che le imprese guidate da familiari adottano una gestione più conservativa, evitando il ricorso eccessivo al debito, forse per preservare il controllo familiare o per avversione al rischio. Al contrario, le variabili sulla presenza dei patti parasociali (*patti_para*), sulla struttura azionaria duale (*dual*) e sulla presenza di un CEO che è anche presidente (*ceo_pres*), pur alternando il segno, non risultano mai significative: ciò suggerisce che questi meccanismi, se considerati da soli, non incidono in modo sistematico sulla leva finanziaria.

Un'attenzione particolare va posta alla variabile che rappresenta la percentuale di membri indipendenti presenti all'interno del comitato di remunerazione (*remun_ind_perc*). Questa variabile è utilizzata come proxy della qualità della governance, in quanto un'elevata presenza di membri indipendenti è generalmente associata a una maggiore capacità di monitoraggio e minor rischio di decisioni opportunistiche da parte del management ma non risulta avere effetti sulla leva finanziaria.

Questa insieme all'interazione tra la quota del blockholder e la presenza di un CEO familiare (*bs_ceo_pres*) pur non risultando mai significative singolarmente, sono state incluse poiché hanno contribuito (in particolare nelle colonne 2 e 3) ad aumentare la significatività del coefficiente della quota del blockholder (*block_share*), rafforzando l'idea che siano in grado di mediare dinamiche di controllo e monitoraggio.

La variabile *roa* (proxy della redditività operativa) è negativa e altamente significativa (colonne 4, 5, 7), confermando la relazione teorica per cui le imprese più redditizie tendono ad autofinanziarsi maggiormente e a ridurre il ricorso all'indebitamento.

Un risultato interessante emerge anche per la variabile dividendi su totale attivo (*div_asset*) dividendi su totale attivo, che mostra un coefficiente negativo e significativo, questo può essere interpretato come un segnale che le imprese che distribuiscono più dividendi tendono a ricorrere di meno al debito.

La variabile tangibilità che è dato dal rapporto tra attività fisse e attive totali (*tangibility1*), assume un coefficiente positivo e statisticamente significativo nelle colonne 5 e 7. Questo è coerente con la teoria secondo la quale le imprese che dispongono di più asset tangibili hanno maggiori garanzie da offrire ai creditori e quindi possono accedere più facilmente al debito.

La variabile no-debt tax shield (*ndebt_tax_sh*) dato dal rapporto tra ammortamenti e attivo totale, è invece negativa ma non significativa: ciò suggerisce che quest'ultima non sembra avere un ruolo decisivo nella determinazione del livello di leva finanziaria in questo campione.

Infine, per testare una possibile relazione non lineare tra la presenza del secondo azionista e l'indebitamento aziendale, nelle colonne (7) e (8) è stato inserito il termine quadratico *block_share_2*. In entrambi i modelli, la quota del blockholder (*block_share*) si conferma negativo e il suo termine quadratico (*block_share_2*) positivo, suggerendo un'eventuale curvatura nella relazione: inizialmente il blockholder può agire come freno alla leva, ma oltre un certo livello la sua influenza potrebbe ridursi o addirittura favorire un aumento del debito. Tuttavia, i test F congiunti restituiscono valori di $p = 0.1822$ (colonna 7) e $p = 0.4477$ (colonna 8), valori superiori alla soglia convenzionale del 10%. Pertanto, non si può affermare l'esistenza di una relazione non lineare significativa tra la quota del blockholder e il rapporto di indebitamento generale, e l'inclusione del termine quadratico in questo modello non trova giustificazione statistica robusta.

VARIABILI	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale	Rapporto di indebitamento generale
Quota blockholder	-0.0012 (0.0016)	-0.0030* (0.0016)	-0.0033** (0.0014)	-0.0011 (0.0017)	-0.0026* (0.0014)	-0.0059 (0.0039)	-0.0067* (0.0035)
Quota blockholder ²						0.0001 (0.0001)	0.0002 (0.0001)
Interazione: Quota blockholder × CEO Presidente			0.0015 (0.0027)		0.0001 (0.0026)	0.0017 (0.0026)	0.0005 (0.0026)
Quota azionista di controllo	-0.0006 (0.0007)	-0.0005 (0.0008)	-0.0005 (0.0008)	-0.0003 (0.0007)	-0.0005 (0.0008)	-0.0006 (0.0008)	-0.0005 (0.0008)
Quota investitore istituzionale	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Logaritmo delle attività totali	0.0721* (0.0393)	0.0111 (0.0400)	0.0110 (0.0402)	0.0607 (0.0475)	-0.0240 (0.0437)	0.0108 (0.0402)	-0.0244 (0.0436)
Return on Asset (ROA)				-0.5255*** (0.1009)	-0.5922*** (0.0939)		-0.5942*** (0.0934)
Dividendi su totale attivo				-0.6202*** (0.2094)	-0.4041** (0.1571)		-0.4123** (0.1589)
Tangibilità (attività fisse/attivo totale)				0.0896 (0.0864)	0.2389*** (0.0757)		0.2412*** (0.0763)
No-debt tax shield (Ammortamenti/totale attivo)				-0.1409 (0.4329)	-0.5751 (0.3977)		-0.5636 (0.3935)
CEO familiare		-0.0382* (0.0229)	-0.0386* (0.0230)		-0.0265 (0.0210)	-0.0392* (0.0228)	-0.0274 (0.0206)
Patti parasociali		0.0162 (0.0116)	0.0166 (0.0119)		0.0112 (0.0108)	0.0150 (0.0120)	0.0088 (0.0109)
Struttura azionaria duale		-0.0124 (0.0211)	-0.0119 (0.0213)		-0.0247 (0.0198)	-0.0113 (0.0209)	-0.0238 (0.0191)
CEO con doppia carica (CEO=Presidente)		0.0130 (0.0201)	0.0095 (0.0206)		0.0052 (0.0199)	0.0107 (0.0208)	0.0071 (0.0199)
% membri indipendenti nel comitato remunerazioni		-0.0094 (0.0228)	-0.0104 (0.0229)		-0.0022 (0.0197)	-0.0086 (0.0231)	0.0005 (0.0197)
Constant	0.0941 (0.1032)	0.2685** (0.1090)	0.2699** (0.1096)	0.1056 (0.1179)	0.3167*** (0.1165)	0.2760** (0.1116)	0.3261*** (0.1180)
Observations	2,484	2,07	2,07	2,422	2,019	2,07	2,019
R-squared	0.0582	0.0790	0.0796	0.1626	0.2386	0.0813	0.2426
Number of nfirm	158	144	144	157	142	144	142
N	2484	2070	2070	2422	2019	2070	2019
Within R2	0.0582	0.0790	0.0796	0.163	0.239	0.0813	0.243
Between R2	0.0138	0.0136	0.0144	0.117	0.0605	0.0177	0.0674
Overall R2	0.0220	0.0363	0.0387	0.121	0.135	0.0457	0.147
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Tabella 13: Regressione con variabile dipendente Leverage_gen

Nell'ultima regressione viene usata come variabile dipendente *Dlogasset* ovvero una proxy dell'espansione dimensionale dell'impresa, utilizzata per calcolare il tasso di crescita delle imprese. Il motivo principale per cui si è preferito utilizzare la variabile *Dlogasset* piuttosto che *Logasset* semplice è che si voleva misurare non la dimensione assoluta dell'impresa, ma il suo tasso di crescita.

La differenza dei logaritmi:

$$Dlogasset = \log(asset)_t - \log(asset)_{t-1}$$

è una trasformazione nota che approssima il tasso di crescita percentuale degli asset tra due periodi consecutivi:

$$\Delta \log(Asset) = \log(Asset_t) - \log(Asset_{t-1}) \approx \frac{Asset_t - Asset_{t-1}}{Asset_{t-1}}$$

Questo consente di catturare dinamiche di espansione o contrazione aziendale, piuttosto che fotografare semplicemente quanto è grande un'impresa in un dato momento.

A partire dal modello base (colonna 1), la variabile della quota del blockholder *block_share* si dimostra sempre positiva e significativa, suggerendo che la presenza di un secondo azionista rilevante favorisce dinamiche espansive. Tale relazione si mantiene robusta anche nei modelli più complessi, confermando il ruolo attivo dei blockholders come stimolo alla crescita. L'unica eccezione si registra nella colonna (2), in cui si considerano esclusivamente variabili di governance: qui la significatività si perde temporaneamente, ma viene recuperata nei modelli successivi con l'introduzione delle interazioni. Questo comportamento suggerisce che l'effetto positivo del blockholder sulla crescita raggiunge la sua espressione massima solo quando si tiene conto delle dinamiche interattive della governance.

La variabile della quota dell'azionista di controllo *controlling_share* è sempre positiva, questo effetto è statisticamente significativo nel modello base, ma torna a essere rilevante anche nei modelli che includono le variabili finanziarie e le relative interazioni (colonne 4 e 5). Tale andamento suggerisce che la presenza di un azionista di controllo può essere percepita come un segnale di stabilità o di leadership strategica, capace di favorire l'espansione dell'impresa. Tuttavia, l'effetto non si mantiene in tutti i modelli, perché in quelli più completi (dove si includono simultaneamente anche altre forme di governance) l'impatto diretto dell'azionista di controllo tende a essere assorbito da altri fattori più determinanti.

La variabile sulla quota dell'investitore istituzionale (*inst_share*), invece, è costantemente negativo e altamente significativo, indicando che una maggiore presenza di investitori istituzionali tende a frenare la crescita dimensionale. Probabilmente questo ha a che fare con una visione più prudente o orientata al breve periodo.

Passando alle variabili di governance, la variabile (*famceo*) sulla presenza di un CEO legato alla famiglia mostra segno positivo, ma mai significativo. Questo potrebbe indicare che, sebbene la guida familiare non ostacoli la crescita, non rappresenta nemmeno una spinta decisiva per l'espansione dimensionale dell'impresa, dimostrando di avere un impatto neutro sulla crescita in questo modello.

Le variabili sulla presenza dei patti parasociali (*patti_para*) e sulla presenza di una struttura azionaria duale (*dual*) sono anch'esse non significative, con segni oscillanti tra negativo e positivo nei vari modelli, suggerendo che queste variabili di governance non influenzano in maniera sistematica la crescita degli asset.

La variabile che indica la concentrazione di potere tra CEO e presidente (*ceo_pres*), è sempre negativa ma non significativa, mentre la variabile della percentuale di indipendenti nel comitato di remunerazione (*remun_ind_perc*) mostra un effetto positivo e fortemente significativo in tutti i modelli. Questo risultato evidenzia il ruolo cruciale della trasparenza e indipendenza nei processi decisionali legati agli incentivi, e come tali meccanismi possano favorire strategie di crescita sostenibile.

L'interazione tra la quota del blockholder e la presenza di un CEO familiare (*bs_famceo*) non è significativa questo suggerisce che l'effetto congiunto tra secondo azionista e CEO familiare potrebbe generare tensioni che inizialmente frenano la crescita, ma vengono assorbite una volta controllato per le variabili finanziarie.

Tra le variabili finanziarie, il logaritmo del fatturato (*logrevenues*) è sistematicamente positiva e altamente significativa, a conferma che le imprese che registrano un aumento dei ricavi sono anche quelle che più crescono in termini di attivo. Questo risultato è perfettamente coerente da un punto di vista teorico e rafforza la solidità del modello.

La variabile che rappresenta la crescita dell'utile netto (*income_growth*) è positivo e molto significativo in tutte le specificazioni, come previsto infatti le imprese con crescita dei ricavi investono di più, anche il ROE (redditività) è sempre positivo e significativo, sottolineando che le imprese più redditizie sono quelle che crescono maggiormente.

Infine, l'interazione tra la quota del blockholder e il rapporto di indebitamento generale (*bs_levgen*) è negativa e non significativa, dunque è stata eliminata nelle

colonne successive perché comprometteva la significatività della variabile *block_share*, considerata centrale per l'analisi. Questo suggerisce che l'interazione tra leve finanziarie e presenza di un secondo azionista può generare effetti complessi.

Nelle ultime due specificazioni del modello viene introdotto il termine quadratico della quota del blockholders (*block_share_2*), con l'obiettivo di valutare un possibile comportamento non lineare nella relazione tra secondo azionista e crescita dimensionale. In entrambi i modelli la quota del blockholder rimane positiva mentre il termine quadratico è positivo e poi diventa negativo, suggerendo che all'aumentare della quota detenuta dal secondo azionista, la spinta alla crescita inizialmente positiva potrebbe rallentare o invertirsi oltre una certa soglia.

Tuttavia, i test F congiunti restituiscono risultati non del tutto convincenti:

- Colonna (7): p-value = 0.0738 → significatività debolmente (livello del 10%)
- Colonna (8): p-value = 0.1965 → non significativo

Nel complesso, l'effetto positivo della presenza del blockholder sulla crescita aziendale si conferma, ma non emerge con chiarezza una dinamica non lineare nel modello quadratico.

VARIABILI	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)	Crescita dimensionale (Δ log Attività)
Quota blockholder	0.0017* (0.0009)	0.0012 (0.0008)	0.0017** (0.0008)	0.0016** (0.0006)	0.0029** (0.0012)	0.0013* (0.0007)	0.0017 (0.0016)	0.0014 (0.0016)
Quota blockholder ²							0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Interazione: Quota blockholder × CEO familiare			-0.0011 (0.0007)			-0.0006 (0.0006)	-0.0011 (0.0008)	-0.0006 (0.0007)
Interazione: Quota blockholder × Rapporto di indebitamento generale					-0.0042 (0.0027)			
Quota azionista di controllo	0.0007** (0.0003)	0.0003 (0.0002)	0.0003 (0.0002)	0.0006** (0.0003)		0.0001 (0.0002)	0.0003 (0.0002)	0.0001 (0.0002)
Quota investitore istituzionale	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)	-0.0001*** (0.0001)
Logaritmo del fatturato	0.0388*** (0.0104)	0.0397*** (0.0117)	0.0394*** (0.0117)	0.0311*** (0.0111)	0.0317*** (0.0110)	0.0396*** (0.0125)	0.0394*** (0.0117)	0.0396*** (0.0125)
Return on equity (ROE)				0.0144** (0.0070)	0.0144** (0.0071)	0.0198*** (0.0068)		0.0198*** (0.0068)
Rapporto di indebitamento generale				-0.0130 (0.0388)	0.0009 (0.0362)	0.0379 (0.0260)		0.0381 (0.0260)
Crescita dell'utile netto				0.0007* (0.0004)	0.0007* (0.0004)	0.0008 (0.0005)		0.0008 (0.0005)
Free Cash Flow su totale attivo				0.0368 (0.0564)	0.0265 (0.0583)	0.0721 (0.0584)		0.0723 (0.0585)
CEO familiare		0.0010 (0.0101)	0.0042 (0.0107)			0.0056 (0.0105)	0.0042 (0.0107)	0.0057 (0.0106)
Patti parasociali		0.0009 (0.0079)	0.0009 (0.0079)			-0.0006 (0.0078)	0.0008 (0.0078)	-0.0005 (0.0078)
Struttura azionaria duale		0.0057 (0.0062)	0.0054 (0.0063)			0.0075 (0.0064)	0.0055 (0.0063)	0.0075 (0.0063)
CEO con doppia carica (CEO=Presidente)		-0.0021 (0.0084)	-0.0021 (0.0083)			-0.0047 (0.0078)	-0.0020 (0.0085)	-0.0048 (0.0080)
% membri indipendenti nel comitato remunerazioni		0.0290*** (0.0090)	0.0291*** (0.0090)			0.0231*** (0.0082)	0.0292*** (0.0090)	0.0230*** (0.0083)
Constant	-0.2166*** (0.0553)	-0.2209*** (0.0699)	-0.2208*** (0.0701)	-0.1690*** (0.0634)	-0.1776*** (0.0622)	-0.2257*** (0.0726)	-0.2207*** (0.0702)	-0.2259*** (0.0728)
Observations	2,332	1,962	1,962	2,271	2,271	1,922	1,962	1,922
R-squared	0.0648	0.0770	0.0777	0.0753	0.0770	0.0917	0.0777	0.0917
Number of nfirm	159	144	144	158	158	144	144	144
N	2332	1962	1962	2271	2271	1922	1962	1922
Within R2	0.0648	0.0770	0.0777	0.0753	0.0770	0.0917	0.0777	0.0917
Between R2	0.000916	0.000533	0.000502	0.00383	0.00447	0.00272	0.000507	0.00271
Overall R2	0.0217	0.0336	0.0339	0.0312	0.0317	0.0396	0.0339	0.0397
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

Tabella 14: Regressione con variabile dipendente $dlog(asset)$

6 Conclusioni e implicazioni future

Questa tesi ha approfondito il legame tra la struttura proprietaria delle imprese italiane quotate e le loro performance economico-finanziarie, con un'attenzione particolare alla figura dei blockholders, ovvero i secondi azionisti più rilevanti. Per farlo è stato utilizzato il modello data panel a effetti fissi, prendendo in considerazione diversi indicatori chiave: come il valore di mercato (Tobin's Q), la redditività (ROA), l'indebitamento (*leverage_gen*), e indicatori relativi alla crescita dell'impresa (*InvestRate/dlogasset*), tenendo conto anche delle variabili di governance e finanziarie, oltre che di eventuali dinamiche non lineari.

L'approccio adottato si è ispirato anche a modelli empirici presi in letteratura, in particolare agli studi di (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016) e (Bortolotti, Cambini, Rondi, & Spiegel, 2011).

I risultati mostrano che i blockholders in generale hanno un ruolo centrale nel guidare le dinamiche aziendali, anche se il loro impatto non è sempre immediato o uniforme come lo stesso (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016) sottolinea infatti nella sua analisi il loro effetto non è univocamente positivo o negativo ma dipende fortemente dal contesto e dalle variabili che vengono prese in considerazione.

Nel caso della valutazione di mercato, la presenza di un secondo azionista rilevante è spesso associata a un effetto positivo e, in alcuni modelli, questo legame risulta anche statisticamente significativo. Ciò indica che quando i blockholders riescono a esercitare un controllo effettivo, il mercato percepisce positivamente la loro funzione di monitoraggio, premiando l'impresa con una valutazione più alta.

Dal punto di vista della redditività operativa, i blockholders sembrano contribuire al miglioramento dell'efficienza gestionale: il loro effetto è quasi sempre positivo e significativo, confermando l'idea che la loro presenza possa favorire un uso più attento e responsabile delle risorse aziendali.

Particolarmente interessante è stata l'analisi della leva finanziaria in questo caso, la quota del secondo azionista mostra spesso un impatto negativo, questo suggerisce che i blockholders possono agire da freno all'indebitamento, limitando il rischio di un uso opportunistico del debito da parte degli azionisti di maggioranza o del management.

Anche per quanto riguarda la crescita dell'impresa, la presenza di blockholders è generalmente associata a un effetto positivo. Le aziende con un secondo azionista attivo sembrano infatti più propense a espandersi, perché beneficiano di un controllo interno più bilanciato, capace di supportare decisioni strategiche di lungo termine.

Nel complesso, l'analisi conferma che i blockholders rappresentano una figura importante nella governance delle imprese italiane, anche se spesso se presi singolarmente risultano avere un impatto non significativo o debole, al contrario il loro effetto risulta essere più evidente quando sono considerati in interazione con altri elementi del sistema di governance come i CEO familiari o con elementi inerenti alla struttura finanziaria.

In determinati contesti la loro presenza può contribuire a creare valore, rafforzare la redditività e sostenere la crescita. Tuttavia, il loro effetto positivo può ridursi quando emergono conflitti interni o mancanza di coordinamento con gli altri attori della governance.

Alla luce dei risultati ottenuti, un interessante sviluppo per future analisi potrebbe consistere nell'ampliare il database per identificare eventuali coalizioni tra blockholders. Comprendere se esistono alleanze stabili tra secondi azionisti permetterebbe di valutare con maggiore precisione il reale effetto del loro potere congiunto sulla governance e sulle performance aziendali. Attualmente, il modello considera la quota del secondo azionista in modo isolato, ma in contesti come quello italiano, fortemente caratterizzati da imprese familiari, è plausibile che alcuni blockholders condividano interessi strategici o legami personali con la proprietà dominante.

Un'estensione in questa direzione consentirebbe, ad esempio, di distinguere tra blockholders familiari e non familiari, analizzando se e come questi ultimi si comportano in modo diverso a seconda della composizione della governance. Questo potrebbe spiegare perché, in alcune specificazioni del modello, la presenza simultanea di un CEO familiare e di un blockholder produce effetti negativi, non per conflitti interni, ma perché il mercato percepisce l'esistenza di un blocco di potere, una forma di *entrenchment* che riduce la trasparenza e l'apertura alla disciplina di mercato.

Infine, altre prospettive di ricerca potrebbero riguardare l'effetto delle coalizioni sulla struttura finanziaria, nonché un'analisi dei casi in cui l'ingresso o l'uscita di un blockholder ha modificato le scelte strategiche dell'impresa (es. investimenti, politiche di remunerazione o indebitamento).

Tali studi magari potrebbero offrire un nuovo livello di dettaglio e potrebbero aiutare a comprendere a scoprire dinamiche più complesse presenti all'interno delle imprese italiane.

Bibliografia

- Aldous, M., Fliers, P., & Turner, J. (2023). Was Marshall right? Managerial failure and corporate ownership in Edwardian Britain. *Journal of Economic History*, 131–165.
- Alvarez, R., Jara, M., & Pombo, C. (2018). Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 38-64.
- Alvarez-Macotella, O., & Siems, M. (2017). The G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015: A Critical Assessment of their Operation and Impact. *Journal of Business Law*, 310-328.
- Barclay, M., Holderness, C., & Pontiff, J. (1993). Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed- End Funds. *Journal of Financial Economics*, 263-291.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66-78.
- Becht, M. (1997). Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure. *Oxford University Press*, 1-118.
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 113-139.
- Betrand, M., & Mullainathan, S. (2000). Do CEOs set their own pay? The ones without principals do. *nation bureau of economic research*, 1-56.
- Black, B. (2001). The legal and istitutional preconditions for strong securities markets. *UCLA law Review*, 781-855.
- Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 171-199.
- Bortolotti, B., Cambini, C., Rondi, L., & Spiegel, Y. (2011). Capital Structure and Regulation: Do Ownership and Regulatory Independence Matter? *Journal of Economics & Management Strategy*, 517–564.
- Coffee, J. (2001). The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal Company, Inc.*, 1-82.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 1155–1177.
- Denis, D., & Sarin, A. (1999). Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations. *Journal of Financial Economics*, 187-223.
- Dervida, R., Grujić, M., & Occhi, J. (2024). Corporate governance practices in continental Europe and Anglo-Saxon countries: a comparative study. *Journal of Social Sciences and Humanities*, 63-87.
- Edmans, A. (2014). Blockholders and Corporate Governance. *European Corporate Governance Institute*, 1-54.
- Elmi, S. (2019). An Analysis of the Impact of UK Stewardship Code on UK Asset Managers: Financial Performance and Quality of Engagement. *Oxford Brookes Business School Oxford Brookes University*, 147–157.
- Europea, B. C. (2004). *Rapporto Annuale Banca Centrale Europea*. BCE.
- Faccio, M., & Lang, L. (2001). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 365-395.
- Faraci, R., & D'Allura, G. (2021). Governance, internazionalizzazione e innovazione. *Governance e crescita nelle imprese familiari italiane.*, 1-169.
- Financial Reporting Council . (2010). The UK Stewardship Code. London, UK: Financial Reporting Council.

- Hambrick, D., & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 193–206.
- Holderness, C. G. (2007). The Myth of Diffuse Ownership in the United States. *The Review of Financial Studies*, 1377–1408.
- Holderness, C. G. (April 2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *FRBNY Economic Policy Review*, 317–346.
- Holderness, C., Kroszner, R., & Sheehan, D. (1999). Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression. *The Journal of Finance*, 435–469.
- Holderness, C., & Sheehan, D. (1988). The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. *Journal of Financial Economics*, 317–346.
- Jensen, M. (1994). Self-interest, altruism, incentives and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 40–45.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360.
- Khan, H. (2011). A Literature Review of Corporate Governance. *International Conference on E-business, Management and Economics* (p. vol 25, pp. 1-5). Singapore: IACSIT Press.
- Khurshed, A., Lin, S., & Wang, M. (2009). Institutional block-holdings of UK firms: do corporate governance mechanisms matter? *The European Journal of Finance*, 1–36.
- Les, H., & Foreman-Peck, J. (2014). Ownership dispersion and listing rules in companies large and small: a reply. *Business History*, 509–516.
- Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 163–184.
- Mikkelsen, W., & Ruback, R. (1985). An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process. *Journal of Financial Economics*, 523–553.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of financial economics*, 293–315.
- Morresi, O. (2009). Impresa familiare e performance : una verifica empirica sulle imprese italiane quotate. *Finanza marketing e produzione*, 7–30.
- Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2004). Private Benefits, Block Transaction Premia, and Ownership Structure. *International review of financial analysis*, 227–244.
- Nieto, L. M. (1992). The Cadbury Report 1992: Shared Vision and Beyond. 1–42.
- Pagano, M., & Volpin, P. (2005). The Political Economy of Corporate Governance. *The American Economic Review*, 1005–1030.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 1–49.
- Rondi, L., & Abrardi, L. (2023). The case of Italy, in K. Gugler and E. Peev (Eds.) *The European Corporation: Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms*. Cambridge University Press, 175–205.
- Rossi, F., Barth, J., & Cebula, R. (2018). Do shareholder coalitions affect agency costs? Evidence from Italian-listed companies. *Research in International Business and Finance*, 46(181–200), 181–200.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 461–488.
- Stella, S. L. (s.d.). *Studio legale Stella*. Tratto da <https://www.studiolegalestella.it/corporate-governance-modelli-a-disposizione-societa-di-capitali/>
- Stulz, R. (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 25–54.

Turner, J. (2024). Three centuries of corporate governance in the United Kingdom. *Economic History Review*, 3-29.

Lista delle figure

Figura 1: Variazioni cumulative medie nella proprietà degli insider (Pannello A), nella frazione di amministratori esterni indipendenti (Pannello B) e nel numero di amministratori (Pannello C) dall'anno precedente alle grandi variazioni fino a tre anni dopo. Fonte: Denis & Sarin, 1999.....	21
Figura 2: Effetto della presenza di large shareholders e large shareholders nel consiglio di amministrazione sulla sensibilità della retribuzione totale del CEO rispetto alla performance aziendale. Fonte: Bertrand & Mullainathan, 2000.....	31
Figura 3: Impatto della figura del Large shareholder sulla remunerazione del CEO tramite opzioni Fonte: Bertrand & Mullainathan, 2000.....	32
Figura 4: Relazione tra Shapley Value e Proprietà Fonte: Basu, Paeglis & Rahnamaei, 2016.	38
Figura 5: Correlazione tra dispersione della proprietà e potere degli insider (con Tobin's Q come variabile dipendente) Fonte: Basu, Paeglis & Rahnamaei, 2016.	39
Figura 6: Separazione tra proprietà e potere di voto nei diversi contesti di governance aziendale. Fonte: Becht, 1997.....	43
Figura 7: Proprietà ultima delle società quotate in Europa al 20% di soglia. Fonte: Faccio & Lang, 2001.	45
Figura 8: Confronto della proprietà aggregata da parte di blockholders tra imprese statunitensi e non statunitensi. Fonte: Holderness C.G., The myth of diffuse ownership in the United States, 2007.	51
Figura 9: Analisi della proprietà azionaria ordinaria dei titolari di blocchi presso imprese statunitensi e non statunitensi. Fonte: Holderness C.G., The myth of diffuse ownership in the United States, 2007.	52
Figura 10: Diagramma a dispersione della proprietà di azioni ordinarie di grandi blocchi presso società pubbliche negli Stati Uniti e in altri 22 paesi. Fonte: Holderness C.G., The myth of diffuse ownership in the United States, 2007.	53
Figura 11: Concentrazione proprietaria nel Regno Unito 1855-1995 Fonte: Turner, 2024...	57
Figura 12: Concentrazione di proprietà di società italiane non quotate dal 1993 al 2016. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.	67
Figura 13: Identità dell'azionista di controllo. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.	68
Figura 14: Concentrazione della proprietà delle aziende quotate tra il 1994 e il 2017. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.	70
Figura 15: Modelli di controllo delle società quotate italiane dal 1996 al 2017. Fonte: Rondi & Abrardi, 2023.....	72

Lista delle tabelle

<i>Tabella 1: Statistiche sulla concentrazione del potere di voto (C3) nelle società quotate europee</i>	48
<i>Tabella 2: Statistiche sul controllo per rango di blocco di voto in Europa</i>	48
<i>Tabella 3: Descrizione delle variabili del dataset</i>	86
<i>Tabella 4: Statistiche descrittive variabili sulla struttura proprietaria</i>	87
<i>Tabella 5: Statistiche descrittive variabili finanziarie</i>	88
<i>Tabella 6: Statistiche descrittive variabili di mercato</i>	88
<i>Tabella 7: Matrice di correlazione tra variabili di mercato</i>	90
<i>Tabella 8: Matrice di correlazione tra variabili finanziarie</i>	90
<i>Tabella 9: Matrice di correlazione tra variabili di governance e struttura proprietaria</i>	91
<i>Tabella 10: Regressione con variabile dipendente Tobin's Q</i>	96
<i>Tabella 11: Regressione con variabile dipendente ROA</i>	100
<i>Tabella 12: Regressione con variabile dipendente Invest rate</i>	104
<i>Tabella 13: Regressione con variabile dipendente Leverage_gen</i>	108
<i>Tabella 14: Regressione con variabile dipendente dlog(asset)</i>	112

Appendice A – Legenda delle variabili

In questa appendice si riporta una tabella esplicativa che mette in relazione i nomi delle variabili utilizzate nei modelli econometrici con la loro descrizione, al fine di agevolare la lettura delle tabelle di regressione e facilitare la comprensione dei risultati presentati. Le variabili sono suddivise in variabili dipendenti e variabili indipendenti.

LEGENDA	
Variabili indipendenti	
Nome variabile (database)	Significato esplicativo
block_share	Quota blockholder
block_share_2	Quota blockholder ²
bs_famceo	Interazione: Quota blockholder × CEO familiare
bs_levgen	Interazione: Quota blockholder × Rapporto di indebitamento generale
bs_fcf_asset	Interazione: Quota blockholder × Free cash flow su totale attivo
bs_cash_asset	Interazione: Quota blockholder × Liquidità su totale attivo
bs_ceopres	Interazione: Quota blockholder × CEO Presidente
controlling_share	Quota azionista di controllo
inst_share	Quota investitore istituzionale
logrevenues	Logaritmo dell fatturato
logasset	Logaritmo delle attività totali
roe	Return on equity (ROE)
leverage_gen	Rapporto di indebitamento generale
cash_asset	Liquidità su totale attivo
fcf_asset	Free Cash Flow su totale attivo
income_growth	Crescita dell'utile netto
roa	Return on Asset (ROA)
div_asset	Dividendi su totale attivo
tangibility1	Tangibilità (attività fisse/attivo totale)
ndebt_tax_sh	No-debt tax shield (Ammortamenti/totale attivo)
famceo	CEO familiare
patti_para	Patti parasociali
dual	Struttura azionaria duale
ceo_pres	CEO con doppia carica (CEO=Presidente)
remun_ind_perc	% membri indipendenti nel comitato remunerazioni
Variabili dipendenti	
Tobin_q	Valore di mercato
roa	ROA
invest_rate	Tasso di investimento
leverage_gen	Rapporto di indebitamento generale
dlogasset	Crescita dimensionale ($\Delta \log$ Attività)