

POLITECNICO DI TORINO

Facoltà di Ingegneria

Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Gli assetti proprietari delle società quotate:
un'analisi empirica sul ruolo della managerial ownership nel
processo di creazione di valore dell'impresa quotata italiana**



Relatore:

prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Ernesto Voli

Luglio 2018

Abstract

La tesi si divide in due macro sezioni. La prima introduce inizialmente nozioni generali di corporate governance e struttura proprietaria in modo da aiutare il lettore nella comprensione del proseguito dell'elaborato e da prendere sin da subito familiarità con i concetti fondamentali. Successivamente, per semplificare la comprensione delle diverse forme di struttura proprietaria sono esposti esempi dei principali assetti proprietari in giro per il mondo. In particolare, la prima sezione è stata divisa in due grandi sotto sezioni: la prima riguarda la differenza tra struttura proprietaria altamente diffusa e basso grado di concentrazione della proprietà, in questa parte si contrappongono gli assetti proprietari delle società americane e inglesi a quelli dell'Europa Continentale; la seconda scende ulteriormente nel dettaglio e analizza le particolarità delle *ownership structure* dei singoli paesi. Nello specifico per quanto riguarda la proprietà diffusa si confronta la figura dell'*investor retail* del mercato azionario statunitense con quella dell'investitore istituzionale del Regno Unito; relativamente a quella concentrata si riportano i tratti principali del ruolo svolto dagli insider in Italia, quello svolto dalle Banche in Germania e quello svolto dallo Stato in Francia.

La seconda macro sezione si focalizza sullo studio della relazione tra *insider ownership*, la quota di partecipazione dell'azionista insider all'equity, e performance ottenute dalle imprese nel contesto delle società italiane quotate non finanziarie. In particolare, tale legame viene studiato attraverso un'analisi econometrica implementata dal software *Stata*. Nell'ultimo capitolo sono esposti i tratti essenziali dell'analisi: la fonte dei dati, la scelta del modello, le variabili che compongono il dataset, le variabili fondamentali della regressione e infine si riportano i risultati ottenuti.

Indice

Introduzione	8
Capitolo I - La Corporate Governance: inquadramento storico e teorico	10
1.1 La Corporate Governance: alcune definizioni	10
1.2 Storia della Corporate Governance.....	11
1.3 Dalla Corporate Governance alla struttura proprietaria.....	15
1.4 Civil Law vs Common Law.....	16
1.5 I sistemi giuridici.....	18
1.5.1 Sistema monistico.....	18
1.5.2 Sistema dualistico	19
1.5.3 Sistema tradizionale	20
Capitolo II - La struttura proprietaria: concetti fondamentali.....	21
2.1 Il contributo di Jensen e Meckling	21
2.2 Teoria dell'impresa: al di là della "scatola nera"	22
2.3 Dalla teoria dei diritti di proprietà alla teoria dell'agenzia	23
2.4 Teoria dell'agenzia	25
2.5 Modello di Jensen e Meckling (C.Jensen & H. Meckling, 1976)	27
2.5.1 I costi di agenzia dell'outside equity.....	27
2.5.2 Caso benchmark: il manager-imprenditore detiene il 100% dell'equity	27
2.5.3 Caso 1: il manager-imprenditore vende una quota α dell'azienda ...	29
2.5.4 Costi di agenzia del capitale	31
2.5.5 Costo di agenzia del debito	31
2.5.6 Caso 2: il manager possiede il 100% dell'equity e decide di emettere obbligazioni.....	32

2.6	Strutture finanziarie ottime	33
2.6.1	Stay (or go) private	34
2.6.2	Stay (or go) public.....	34
2.7	Managerial ownership e valore: le quattro prospettive fondamentali	35
2.7.1	La teoria dell'endogeneity.....	38
2.7.2	La teoria della reverse causality	40
2.7.3	L'innegabile importanza dei fattori cross-country.....	41
	Capitolo III - La struttura proprietaria diffusa.....	44
3.1	Il capitalismo manageriale degli Usa.....	44
3.2	La separazione della proprietà dal controllo nelle società americane	46
3.3	Il sistema manageriale anglosassone	47
3.3.1	Gli albori del diritto societario anglosassone.....	47
3.4	Differenze tra approccio americano e inglese: Law-oriented versus Governance-oriented	49
3.5	Meccanismi normativi e di governance	50
3.6	Retail vs Institutional Investors.....	51
3.7	I principali meccanismi di governance	52
3.8	Lo studio di La Porta e la precisazione di Holderness	55
	Capitolo IV - Corporate governance e assetti proprietari nell'Europa continentale	57
4.1	Il confronto con gli Usa	57
4.2	Il mercato del controllo.....	58
4.3	Norme e Istituzioni	59
4.3.1	Regole esterne all'impresa	59
4.3.2	Regole interne all'impresa	60
4.4	Il grado di concentrazione della struttura proprietaria nelle società dell'Europa continentale.....	61

4.4.1	Tre gruppi piramidali: LVMH, Telecom Italia e Volkswagen AG	63
4.5	Riforme di Corporate governance in Germania, Francia e Italia	67
4.5.1	Provvedimenti atti a conferire maggior potere agli azionisti	68
4.5.2	Disposizioni in materia di obblighi di informativa	72
4.5.3	Direttive legate al rafforzamento del Public Enforcement	74
4.6	L'analisi finale: Usa vs Europa continentale.....	75
4.7	Il sistema renano e quello latino.....	77
4.7.1	Il ruolo fondamentale dei lavoratori e delle Banche nel sistema renano	77
4.7.1.1	L'origine dell'impresa moderna in Germania	79
4.7.2	Il sistema latino.....	80
	Capitolo V - Gli assetti proprietari in Italia	83
5.1	I fattori specifici del contesto italiano.....	83
5.2	Sforzi e tentativi di regolamentazione	84
5.3	Privatizzazione e sviluppo del mercato azionario.....	87
5.4	Modifiche legislative in ambito di corporate governance	88
5.5	Gli assetti proprietari: la situazione attuale	90
5.6	Studi sull'evoluzione della struttura proprietaria nelle imprese quotate italiane	92
5.7	Relazione tra struttura proprietaria e performance ottenute dalle società quotate italiane: i precedenti contributi.....	94
	Capitolo VI- L'analisi empirica: la relazione tra insider ownership e performance delle imprese italiane quotate	97
6.1	L'analisi econometrica sulle imprese quotate italiane	97
6.2	L'obiettivo e i dati	98
6.3	La composizione del dataset	99
6.4	Il modello	101
6.4.1	Le variabili fondamentali del modello.....	102

6.4.2	Statistiche descrittive	106
6.5	L'analisi dei risultati.....	108
	Conclusioni	118
	Bibliografia	120

Introduzione

Negli ultimi anni, soprattutto con l'avvento della crisi finanziaria, la comunità internazionale ha compreso quanto sia importante che le società quotate siano gestite in modo adeguato e trasparente. Gli scandali societari che hanno coinvolto alcune grandi aziende note a livello mondiale hanno ampliato l'attenzione nei confronti della corporate governance. Inoltre, a rafforzare l'interesse su tale tematica, ha contribuito l'incremento di velocità nell'evoluzione dei mercati in cui le imprese operano, conseguente la globalizzazione del sistema finanziario e a numerosi innovazioni in tema di regolamentazioni. Pertanto, è sempre più sentita dall'opinione pubblica, dagli attori operanti sui mercati finanziari, e dalle istituzioni l'esigenza di trovare meccanismi di controllo, interni ed esterni, volti a perseguire un congruo bilanciamento tra gli interessi degli azionisti di maggioranza, del management e degli altri stakeholder, anche per ripristinare la fiducia della collettività nei mercati finanziari e, di conseguenza, l'efficienza di questi ultimi. Dunque il buon governo di impresa sembra essere la base per il funzionamento dei mercati, favorendo la stabilità, la credibilità e stimolando la crescita e la generazione di ricchezza. Ma cosa significa buon governo di impresa? A questa domanda proveremo a rispondere nella prima parte di questo elaborato analizzando alcune delle *best practices* e riscontrandone gli effetti sui mercati finanziari. Iniziamo prima col capire, attraverso la sua storia, il motivo per il quale negli ultimi anni sia divenuto di primaria importanza il tema della corporate governance.

Successivamente, nella parte finale dell'elaborato, l'attenzione si concentra sugli assetti proprietari ed in particolare si svolge un'analisi empirica con l'obiettivo di indagare quale sia la relazione tra struttura proprietaria e performance delle società. In altre parole, si cerca di comprendere se vi sia un legame, e in caso di risposta affermativa, di quale tipo, tra il grado di concentrazione della struttura proprietaria delle società ed il valore economico di queste ultime. Le precedenti ricerche ed analisi non sono convenute ad una soluzione univoca che determini questa relazione, ragione per la quale, esiste oggi un acceso dibattito che rende ancor più interessante la ricerca di una spiegazione.

Corporate Governance is "the system by which companies are directed and controlled" (Cadbury Committee, 1992)".



Capitolo I - La Corporate Governance: inquadramento storico e teorico

1.1 La Corporate Governance: alcune definizioni

Una definizione univoca di corporate governance, globalmente accettata, non è forse ancora stata concordata nonostante i numerosi tentativi che a partire dagli anni settanta del ventesimo secolo hanno reso il governo d'impresa un tema molto dibattuto. Questo per via, principalmente, del disaccordo tra i diversi autori riguardo la portata del suddetto argomento. Per questo motivo inizieremo a introdurre il mondo della corporate governance fornendo, non una, ma diverse definizioni, che studiosi del diritto societario e organizzazioni hanno elaborato nel corso degli anni, con l'intento di spiegare una disciplina che causa la globalizzazione, le recenti crisi finanziarie, la dimensione crescente delle imprese, ha concentrato su di sé un'attenzione sempre crescente. Il modo forse più naturale per introdurre il significato di corporate governance è racchiuso nella definizione di Adrian Cadbury:

«the system by which companies are directed and controlled¹».

Da questa affermazione risulta chiaro il concetto di corporate governance: un sistema di regole attraverso le quali le imprese sono gestite e controllate. Una definizione forse invece più esplicativa è quella fornita dalla OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico):

«Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined²».

1 (Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776)

2 (J. Johnston & R. Shelton, OECD Principles of Corporate governance)

A differenza della precedente questa sottolinea le relazioni tra gli attori presenti nella governance aziendale. Quindi tra il consiglio di amministrazione (*board of directors*), la direzione aziendale (*management*), gli azionisti (*shareholders*) e il resto delle parti interessate. Inoltre, specifica che la configurazione della corporate governance definisce i doveri e gli obblighi di tutti i membri della società, fissa gli obiettivi e il metodo per raggiungerli. Infine, il sociologo Mathiesen si pronuncia sull'argomento in questo modo:

«Corporate Governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate managers will deliver a competitive rate of return».

Rispetto alle altre definizioni, questa è interessante in quanto pone l'accento su come la governance aziendale potrebbe aiutare i proprietari delle società, attraverso meccanismi di incentivo, ad ottenere le prestazioni finanziari desiderate dai manager. Indirettamente, quindi, esplicita uno dei problemi centrali, quello della separazione tra proprietà e controllo, al quale si cerca di porre un freno proprio attraverso le norme e i principi dettati dalla corporate governance.

1.2 Storia della Corporate Governance

Il concetto di corporate governance fu introdotto da Adam Smith, quando il 7 marzo 1776 pubblicò *The Wealth of Nations*: «Quando la proprietà e la gestione dell'impresa non coincidono pienamente, ci saranno potenziali conflitti d'interessi tra i proprietari e i gestori/amministratori³». Nella sua opera Smith, riferendosi alle società per azioni, esprime chiaramente l'esistenza di problemi di agenzia sottolineando la divergenza di interessi tra i proprietari e gli amministratori di un'organizzazione. Dopo del fondatore dell'economia liberale si interessarono al problema in maniera ancora più ampia gli studiosi Bearle e Means che attraverso

³ (Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776)

la loro opera *The Modern Corporation and Private Property*⁴ furono i primi convinti assertori dell'esistenza nella grande impresa di un secondo soggetto attivo, oltre all'imprenditore, che tutela, con le sue azioni strategiche, interessi non sempre coincidenti con quelli della proprietà (Armour & N. Gordon). Nel 1976, Jensen e Meckling pubblicano un articolo nel quale teorizzano il problema di agenzia dando inizio all'investigazione sopra la corporate governance in ambito economico.

Senza dubbio, il tema del governo d'impresa acquistò maggior rilievo a seguito di una serie di scandali finanziari a livello mondiale. Nel 1991 ci fu in Inghilterra la bancarotta del *Bank of Credit and Commerce International* e lo scandalo dell'*Affair Maxwell*, insieme a altri casi di minor risonanza per l'opinione pubblica. A seguito di ciò, la Borsa di Londra insieme ad altre istituzioni costituirono il *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, che elaborò l'informe *Cadbury*, reso pubblico nel 1992, principalmente riferito agli aspetti finanziari del governo d'impresa. Questa relazione era finalizzata a diffondere le regole per il buon governo delle imprese quotate ma non solo. L'intento era quello di promuovere un rapporto aperto e trasparente tra il *board of directors* - massimo organo societario per la tutela degli interessi confluenti in azienda – e gli investitori, soprattutto per gli aspetti riguardanti la dimensione patrimoniale, finanziaria e reddituale. A tale scopo il *Cadbury report* si concentrava sulle funzioni di controllo e di reporting finanziario del consiglio di amministrazione e sul ruolo degli auditor. Successero a questo ultimo numerosi decreti, come nel 1995 quello *Greenbury*, relativo alle remunerazioni degli amministratori, e successivamente nel 1998 il *report Hampel* che attualizza e riformula le raccomandazioni dei due modelli precedenti (*Cadbury e Greenbury*). In ultimo tutti questi codici vennero riuniti nel *Combined Code* che da allora venne poi ripetutamente aggiornato.

⁴ *The Modern Corporation and Private Property* è un libro scritto da Adolf Berle e Gardiner Means pubblicato nel 1932 sulle basi del diritto societario degli Stati Uniti. Esplora l'evoluzione degli assetti proprietari delle società e sottolinea come nel mondo moderno coloro che detengono la proprietà delle società sono stati separati dal controllo.

La crisi asiatica nel 1997, che annovera tra le sue principali cause la concentrazione del controllo delle imprese a livello internazionale, e un anno dopo la crisi in Russia influenzò i mercati mondiali. Questi fatti portarono ad un'aspra critica dell'opinione pubblica nei confronti del *Fondo Monetario Internazionale* e della *Banca Mondiale*⁵, incaricati di vigilare sulla finanza mondiale e di prevenire, e in seguito affrontare, la crisi. In questo contesto si creò il Foro di Stabilità Economica Internazionale con sede a Washington, nato con l'obiettivo di analizzare le situazioni che si sarebbero presentate a livello mondiale, al fine di riuscir ad evitare possibili crisi future nei differenti paesi. Questa istituzione era convinta che uno dei fattori principali che determinò il fallimento di numerose organizzazioni a livello mondiale era da identificarsi con la scarsa qualità della corporate governance esistente in esse. Da allora, anche al fine di evitare future crisi che avrebbero avuto implicazioni mondiali, venne riconosciuta la necessità di adottare pratiche di "buona" corporate governance nelle imprese. Proprio per raggiungere tale obiettivo, nell'aprile del 1999 la Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), approvò a Parigi i principi per l'amministrazione delle società, che constava di cinque aree: diritti degli azionisti, trattamento equo degli azionisti, la funzione dei gruppi di interesse sociale, comunicazione e trasparenza informativa, e le responsabilità del consiglio di amministrazione. Nonostante il consolidamento di queste norme, nel 2001, l'impresa americana Enron dichiara bancarotta innescando una reazione a catena nelle società quotate americane determinando una grave crisi nei sistemi di corporate e di governo.

Ci furono forti aumenti dei prezzi delle azioni, che crearono incentivi a gonfiare il valore delle imprese per incassare gli introiti delle *stock options* e poi "fuggire". Inoltre, l'abbassamento del livello di pressione da parte della SEC (consorzio costituito in forma di Società Consortile per Azioni) determinò pochi controlli da parte dei revisori e debole *enforcement*. In questo contesto, i manager misero in atto qualsiasi azione pur di aumentare il valore della società. Gli scandali

⁵ Il Fondo Monetario internazionale è un'organizzazione internazionale a carattere universale formata dai governi di 189 Paesi e assieme alla Banca Mondiale fa parte delle organizzazioni internazionali dette di Bretton Woods, dal nome della località che il 27 dicembre 1945 ne sancì la creazione. Nasce per migliorare e consolidare la cooperazione internazionale tra gli Stati membri in materia di economi e commercio.

acquisirono una gravità tale da compromettere la fiducia, tanto delle imprese come delle istituzioni e dei mercati finanziari, che condusse l'esecutivo a formulare una nuova legislazione: la *Sarbanes-Oxley Act*⁶ del 2002. I principi ivi indicati si focalizzavano principalmente sul funzionamento delle società, includendo standard di corporate governance, l'obbligo di eleggere una nuova autorità di controllo per controllare i revisori, nuove forme di informazione, regole di conflitti d'interesse, restrizioni sui pagamenti informali ai managers e norme per aumentare il potere dei piccoli azionisti.

Nel 2007 i paesi più industrializzati del mondo subirono una delle più grandi crisi degli ultimi trenta anni. Molte furono le cause, ma la più nota è quella legata alle ipoteche *subprime*, ovvero, prestiti che nel contesto statunitense, vengono concessi ad un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse del mercato, in quanto ha avuto problemi pregressi nella sua storia di debitore.

Nel 2008, varie entità bancarie statunitensi e europee furono nazionalizzate o venne dichiarata bancarotta a causa di problemi di liquidità e drammatiche perdite dei loro valori di borsa. A seguito di questa crisi vi furono diversi problemi legati principalmente all'insufficiente supervisione del consiglio d'amministrazione, ad un'inadeguata gestione del rischio, a complessità e mancanza di trasparenza nelle strutture di corporate e organizzativa.

Come risultato delle lezioni apprese a seguito della crisi, nel 2010 il Comitato di Supervisione Bancaria di Basilea⁷ pubblica una versione aggiornata simile ad una guida per il miglioramento della corporate governance nelle organizzazioni bancarie. Infine nel 2014 la OCSE pubblica un ultimo documento di revisione dei principi di corporate.

⁶ La Sarbanes-Oxley Act è una legge federale degli Stati Uniti emanata il 30 luglio 2002 che definisce requisiti nuovi o ampliati per tutte le società pubbliche statunitensi, i consigli di amministrazione, le società di gestione e contabilità pubblica.

⁷ Il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è stato costituito nel dicembre 1974 dai governatori delle banche centrali del G10 per sviluppare la collaborazione tra le autorità di vigilanza bancaria.

1.3 Dalla Corporate Governance alla struttura proprietaria

Definire il campo di azione della corporate governance è un'operazione alquanto complessa in quanto nel corso degli anni si sono arricchiti tanto il dominio quanto i livelli di analisi e gli ambiti interpretativi. Nonostante l'ampiezza dell'argomento, la letteratura ha cercato di identificare la manifestazione comune di alcune variabili allo scopo di definire dei modelli che valgono quali archetipi per i differenti contesti aziendali. Le differenti combinazioni di tali variabili, come il contesto storico sociale, il sistema politico, amministrativo, giuridico, economico e finanziario ha condotto gli studiosi di diritto societario all'individuazione di due macro modelli di corporate governance definiti come *Insider system of corporate governance* ed *Outsider system of corporate governance*, ai quali si affianca un modello minore definito modello *emergente* o *di transizione*. Il modello Insider, proprio dei paesi dell'Asia e dell'Europa continentale è caratterizzato da una *Ownership* altamente concentrata, da un'eccessiva ingerenza del sistema bancario, da un controllo esercitato principalmente dalle famiglie, da mercati dei capitali fortemente illiquidi e da una scarsa rilevanza di investitori istituzionali. Il modello Outsider differisce da quello Insider in maniera sostanziale, in primis con riferimento alla struttura proprietaria che risulta altamente polverizzata, caratterizzata in generale da una forte presenza di investitori istituzionali. Da ciò discende in maniera diretta la maggiore liquidità del mercato e la più alta presenza di manager professionisti delegati alla gestione. Tra i modelli di tipo Insider il più antico è quello giapponese. In Giappone il sistema proprietario è fortemente chiuso nelle mani delle famiglie seguendo logiche patriarcali ed evitando la partecipazione e la delega gestionale a soggetti esterni a quella cerchia ristretta. Il sistema politico segue una logica interventista basata sul controllo. Talune caratteristiche del sistema orientale, come ad esempio la centralità degli intermediari finanziari (banche), sono rintracciabili anche nei sistemi economici dell'Europa continentale, come quelli di matrice tedesca, italiana e francese dove si è in presenza di minore liquidità ed efficienza del mercato dei capitali. Quando si descrivono modelli di tipo Outsider si intende far riferimento ai paesi dove trae origine la grande corporation manageriale ed in particolare agli Stati Uniti d'America e all'Inghilterra. Tra il modello *Insider* e quello

Outsider si identifica un terzo modello di governance, il cosiddetto *Transition Governance Model*, riscontrabile nelle economie dell'Est Europa (Polonia, Ungheria e ex Unione Sovietica). Questo modello è caratterizzato da un mercato dei capitali debole ma emergente e dal passaggio da una proprietà detenuta dallo Stato a una più diffusa (Bezo, Brahim, & Dibra, 2015). L'affermazione di uno o dell'altro modello di governance nei diversi paesi, ha però origini più lontane che vanno ricercate nelle due macro-famiglie da cui si sono sviluppati tutti i sistemi giuridici mondiali.

1.4 Civil Law vs Common Law

In base al regime giuridico dominante, le norme e gli assetti di corporate governance possono essere introdotti dal legislatore o dall'iniziativa privata. Per questo e altre differenze, distinguiamo due macro-modelli di ordinamento giuridico: Civil Law e Common Law. Il primo è il sistema giuridico sviluppatosi nell' Europa continentale e derivante dal diritto romano che si è poi affermato grazie a Napoleone e Bismark. Si basa su norme, codici, leggi e altri atti normativi di organi pubblici. Nasce per proteggere lo Stato e rafforzare il governo nazionale e i suoi diritti, e non per facilitare la contrattazione finanziaria e la negoziazione. In tale modello, la legge costituisce il quadro di riferimento per non violare gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder, il mercato finanziario ha poca rilevanza, e spesso la proprietà si trasferisce come accordo tra le parti. Esso considera il diritto giurisprudenziale subordinato e secondario al diritto legislativo. Mentre, per Common law si intende un modello di ordinamento giuridico, di origine anglosassone, basato sui precedenti giurisprudenziali e formato da giudici che risolvono delle dispute specifiche. In pratica, il diritto è creato dallo stesso giudice in relazione ad un conflitto già insorto e sottoposto alla sua decisione. In questo sistema è la sentenza che crea il diritto, in quanto la regola dettata dal giudice in un caso concreto deve poi valere per tutte le successive controversie aventi lo stesso ambito oggettivo, anche se con soggetti differenti. Questo regime è tipico dei paesi anglosassoni caratterizzati da un ampio ricorso al mercato finanziario e dalla presenza di grandi imprese con capitale polverizzato, in cui vi è il problema della separazione tra proprietà e controllo. In sostanza la principale differenza tra i due sistemi risiede nel diverso peso esercitato dal mercato

finanziario che comporta un grado differente di intervento sia degli organismi di vigilanza che delle autorità pubbliche. Come infatti, si evince dallo studio di La Porta, López-de-Silanes, Shleifer e Vishny, la regolamentazione sarà maggiormente presente nei paesi in cui il mercato finanziario è meno sviluppato e non può garantire le dovute tutele (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Robert, 1998).

1.5 I sistemi giuridici

Per capire più a fondo i meccanismi e le norme che regolano la corporate governance è necessario penetrarvi all'interno comprendendo come sono strutturati i sistemi di amministrazione e controllo delle società per azioni. A seconda del diverso grado di separazione degli organi istituzionali e le loro conseguenti differenti modalità di interazione permettono di individuare tre modelli: il sistema monistico, quello dualistico e infine il tradizionale.

1.5.1 Sistema monistico

Questo sistema è particolarmente diffuso nei paesi anglosassoni ed è tipico dei modelli market-oriented. Si definisce monistico per la presenza di un solo organo di governo, il consiglio di amministrazione (Board of Directors) che dopo esser nominato dall'assemblea, svolge sia il ruolo di gestione dell'azienda sia la funzione di controllo della gestione attraverso l'*Audit Committee*. Il modello monistico è andato in contro a numerose critiche circa l'effettivo rigore del controllo, in quanto in questo sistema i controllanti (Board of Directors) nominano i controllori (Audit Committee) cadendo nel paradosso di dover ricercare una separazione tra le funzioni e i ruoli del controllori e dei controllati in un sistema in cui gli amministratori ricoprono di fatto entrambe le cariche.



Figura 1: sistema monistico in sintesi

1.5.2 Sistema dualistico

Sviluppatosi in Germania, e affermatosi in gran parte dell'area mitteleuropea, a differenza del modello monistico prevede la presenza di due organi. Il controllo della gestione è affidato al consiglio di sorveglianza (*supervisory board*) che, nominato dall'assemblea ha i compiti di approvare il bilancio, nominare, controllare e revocare il consiglio di gestione (*management board*) che è invece l'organo con responsabilità esecutive, al quale viene affidata in modo esclusivo la gestione dell'impresa. Il consiglio di gestione si compone di minimo due membri mentre quello di sorveglianza di un numero non inferiore a tre. In questo ultimo non possono essere eletti né i membri del *management board*, né coloro che sono collegati alla società o alle società da questa controllate o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita che ne compromettano l'indipendenza (art. 2409 duodecies, 10° comma, c.c.). Il sistema dualistico è quello che meglio realizza la separazione tra proprietà e controllo grazie allo spostamento di alcune competenze dall'assemblea dei soci all'organo di sorveglianza.

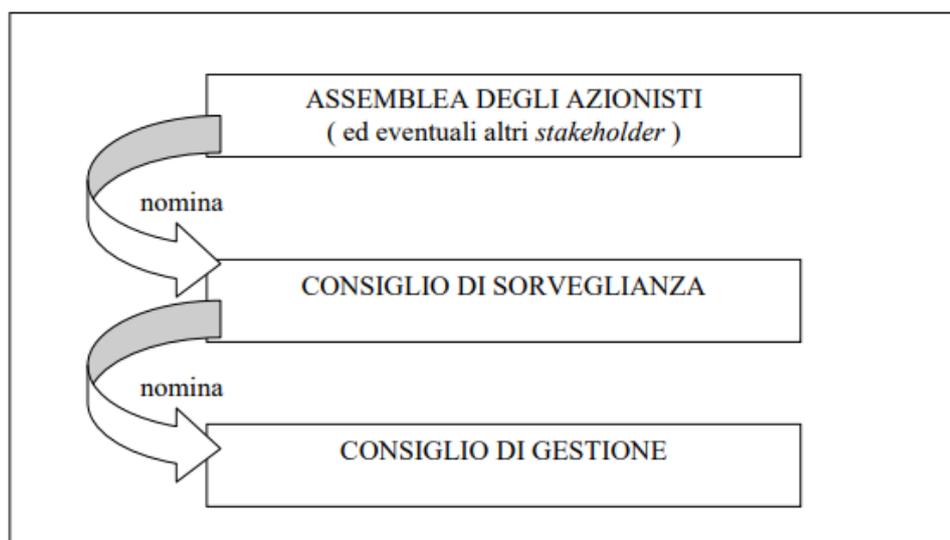


Figura 2:sistema dualistico in sintesi

1.5.3 Sistema tradizionale

Tipico della realtà italiana, può essere definito come un sistema dualistico orizzontale. Infatti rispetto al modello dualistico viene ripresa la configurazione strutturale, ovvero la presenza di due organi indipendenti, uno per il controllo, l'altro per la gestione, ma se ne distacca per le modalità di nomina degli organi. In particolare prevede la presenza di un Consiglio di Amministrazione con funzioni amministrative e di un Collegio Sindacale con funzioni di controllo sull'amministrazione, entrambi di nomina assembleare.

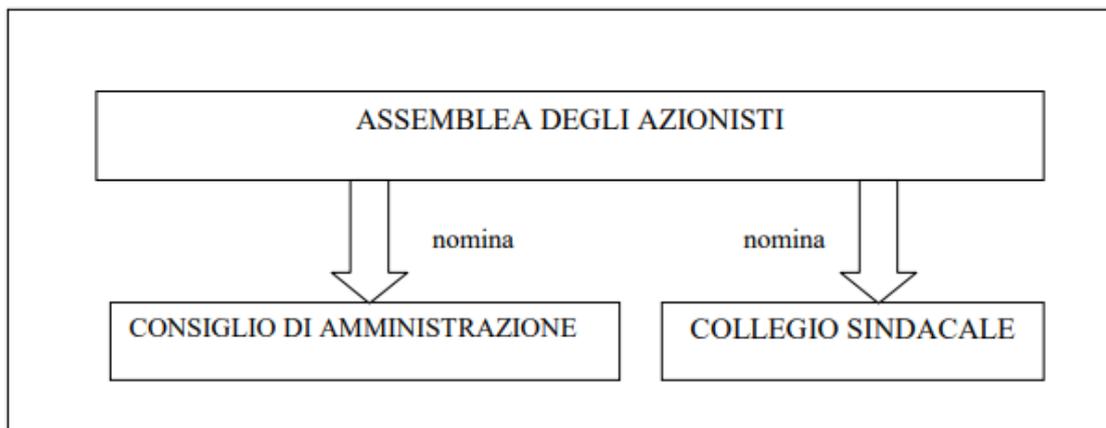


Figura 3:sistema tradizionale in sintesi

Capitolo II - La struttura proprietaria: concetti fondamentali

2.1 Il contributo di Jensen e Meckling

In questo capitolo analizziamo le teorie dei diritti di proprietà, dell'agenzia e della struttura finanziaria con l'obiettivo di introdurre tutti quei concetti legati alla teoria della struttura proprietaria che verranno contestualizzati nel proseguo dell'elaborato⁸. Oltre ad analizzare la teoria di queste tre aree, questo capitolo ha implicazioni su problematiche a esse legate come la *separazione tra proprietà e controllo*, il tema della *responsabilità sociale*, la determinazione della *struttura ottima del capitale*, la teoria delle organizzazioni, la relazione tra partecipazione manageriale al capitale sociale e performance aziendali. Per comprendere le dinamiche dietro queste teorie ci aiuteremo attraverso l'opera *Theory of the Firm* di Michael C. Jensen e William H. Meckling, la quale rappresenta uno dei primi trattati sull'impresa che inizia a vedere oltre le solite teorie di massimizzazione del profitto di inizio novecento, mettendo in luce le relazioni e le problematiche, che dipendono da una scelta di finanziamento piuttosto che dal ricorso ad un'altra, tra i diversi soggetti partecipanti ad una organizzazione (C. Jensen, A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms, 2000). Tale modello è in grado di spiegare:

- Perché un imprenditore o manager, in una società in cui la struttura finanziaria sia costituita anche da *outside equity* e debito, scelga un insieme di attività tali che il valore totale dell'impresa sia minore rispetto al caso in cui fosse il solo proprietario della stessa, indipendentemente dal fatto che sia in un mercato di monopolio o di concorrenza perfetta.
- Perché il suo fallimento di massimizzare il valore dell'impresa concilia perfettamente con l'efficienza;

⁸ Non si usa il termine struttura del capitale, in quanto con tale espressione spesso si denota la quantità di obbligazioni, equity, etc., di un'impresa. Invece questa teoria intende sottolineare maggiormente un'altra dimensione, ossia cosa implica la diversa proporzione tra insider-management e azionisti- outsider, che non hanno cioè un ruolo nel management all'interno di una società.

- Perché la cessione di azioni ordinarie è una fonte redditizia di capitale sebbene i manager non massimizzino letteralmente il valore dell'impresa;
- Perché le azioni privilegiate possono costituire un problema;
- Perché i report di contabilità potrebbero essere fornite volontariamente a creditori e azionisti e perché revisori indipendenti potrebbero essere contattati dal management per verificare l'accuratezza e la correttezza di tali report;
- Perché alcune imprese decidono di affidarsi al debito come una fonte di finanziamento esterna;
- Perché i settori altamente regolamentati come i servizi pubblici o le banche avranno un rapporto debito-equity maggiore, per livelli di rischio equivalenti, rispetto all'impresa media non regolamentata.

2.2 Teoria dell'impresa: al di là della “scatola nera”

La teoria dell'impresa traendo spunto dalla teoria dei sistemi, era solita vedere l'impresa come un *black box*, ovvero, un sistema che, similmente ad una scatola nera, è descrivibile essenzialmente nel suo comportamento esterno cioè solo per come reagisce in uscita (*output*) a una determinata sollecitazione in ingresso (*input*), ma il cui funzionamento interno è non visibile o ignoto. Tale definizione nasce dalla considerazione che nell'analisi di un'impresa ciò che è veramente importante a livello macroscopico ovvero a fini pratici è il comportamento esterno, specie in un contesto di interconnessione di più sistemi, piuttosto che il funzionamento interno il cui risultato è appunto proprio il comportamento esterno. L'impresa è una “scatola nera” gestita rispetto a input per ottenere certi output, che ha come fine la massimizzazione dei profitti, o più esattamente del valore attuale. Questa era la visione che si aveva sino alla trattazione di Michael Jensen e William H. Meckling dell'impresa. Infatti, non abbiamo una letteratura precedente che spieghi come gli obiettivi individuali dei singoli soggetti, partecipanti ad un'organizzazione, possano esser messi in equilibrio per ottenere questo risultato. I limiti della visione dell'impresa come una scatola nera erano però già stati menzionati, tra gli altri, da Adam Smith e Alfred Marshall. Intorno agli anni sessanta del novecento iniziarono ad essere evidenziate continue preoccupazioni legate alle tematiche di responsabilità sociale delle società, la

separazione tra proprietà e controllo, e divennero sempre maggiori i tentativi⁹ atti a costruire una teoria dell'impresa, che sostituisse i modelli precedenti basati sulla sola massimizzazione del profitto e del valore, spinti dalla convinzione che, questi ultimi, fossero inadeguati nello spiegare la condotta dei manager nelle grandi società. Alcuni di questi tentativi di riformulazione del problema hanno addirittura rigettato il modello fondamentale della massimizzazione del profitto. Entrare all'interno di un'organizzazione significa interpretare i rapporti e i comportamenti che muovono i diversi individui partecipanti ad un'impresa, in primo luogo specificare i diritti di proprietà di ciascuno e le relazioni tra che intercorrono tra i vari soggetti.

2.3 Dalla teoria dei diritti di proprietà alla teoria dell'agenzia

Il fallimento di alcune importanti società quotate, negli Stati Uniti come nel Regno Unito, agli inizi degli anni settanta incentra l'attenzione degli studiosi sui temi del governo d'impresa. Questi avvenimenti riaccendono il dibattito sulla corporate governance in generale, ma più nel particolare sul funzionamento del consiglio di amministrazione. Per tale motivo, assume, in questo periodo, molto risalto lo studio *Directors: Myth and Reality* di Myles Mace, riguardante la composizione e il funzionamento dei consigli di amministrazione delle grandi società. Tale studio, dimostra come la nomina dei consiglieri di amministrazione avvenisse spesso per autoreferenzialità, o comunque attraverso criteri che anziché valutare il contributo di un soggetto in termini di competenze e capacità in grado di fornire per migliorare il consiglio stesso, basavano la scelta su altri criteri maggiormente orientati a valutare il prestigio personale di un individuo. Nello stesso modo, gli stessi membri del consiglio di amministrazione vivevano la nomina al consiglio più come un riconoscimento pubblico del proprio prestigio piuttosto che come un incarico da assumere con dovere e attenzione.

Gli investitori, consapevoli di questa preoccupante situazione, manifestavano malcontento verso i consiglieri di amministrazione e verso il sistema di governo,

⁹ Vedi Williamson (1964, 1970, 1975), Marris (1964), Baumol (1959), Penrose (1958), and Cyert and March (1963).

giudicato inefficace. Allora per fare in modo che il consiglio stesso fosse più attento nel valutare l'operato dei consiglieri esecutivi, si incrementò la responsabilità degli amministratori rispetto alle decisioni approvate dal consiglio di amministrazione, sia attraverso l'introduzione nel *board of directors* di una maggiore percentuale di amministratori esterni indipendenti (ovvero che non hanno intrattenuto negli ultimi periodi relazioni economiche con la società), sia istituendo sottocomitati per il controllo interno (*Audit committee*) (Mace, 1971). Gli amministratori dotati di requisiti di indipendenza favoriscono la fuoriuscita delle informazioni dalla cerchia degli amministratori interni, necessitando di un adeguato flusso informativo che gli permetta di disporre delle conoscenze necessarie al fine di adempiere al proprio incarico di responsabili della gestione della società. L'istituzione di un sottocomitato interno, che vigila sul consiglio di amministrazione permette di rendere il consiglio di amministrazione un organo maggiormente oggettivo, in grado di effettuare un controllo efficace dell'operato del top management.

Durante questo periodo, le istituzioni europee, in vista di un mercato libero europeo, si adoperano per raggiungere un accordo tra gli stati membri, con l'obiettivo di uniformare il vigente stato dell'arte riguardo il tema del governo di impresa. In particolare discutono circa l'introduzione di un modello di governo dualistico, come quello diffuso in Germania, con l'intenzione di abbandonare il più diffuso consiglio di amministrazione ad un solo livello tipico del sistema anglosassone.

In questo contesto, nel 1976 i due studiosi americani di diritto societario *Michael Jensen e William H. Meckling*, definiscono i lavori di *Coase* e di *Alchian e Demsetz* come ricerche nelle quali l'impresa è concettualizzata come un insieme di "finzioni giuridiche che fungono da nesso per un insieme di relazioni tra individui, in cui i contratti di lavoro, oltre a soddisfare gli interessi individuali degli agenti aiutano anche a massimizzare il valore dell'impresa" (C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, 2000). L'importanza del libro *The nature of the Firm* (Coase, 1937) risiede nel sottolineare il tema dei diritti di proprietà come base costituente del sistema impresa attraverso la stipulazione di contratti espliciti e impliciti che impattano sul

comportamento dei soggetti che compongono un'organizzazione. Ma, poiché all'interno di qualsiasi contratto è impossibile ipotizzare di riuscire a prevedere ogni possibile situazione, sono i manager che si assumono l'onere di prendere tutte quelle decisioni non espressamente definite da contratto. È proprio questa incompletezza contrattuale a generare i *diritti residuali di controllo* (ovvero il diritto unilaterale di prendere decisioni e di decidere sull'impiego degli asset in tutti i casi da un contratto e di impedirne l'accesso agli estranei). Secondo *Hart*: «*In un mondo di contratti incompleti vi è un'allocazione ottima di diritti residui di controllo, nella misura in cui la proprietà va insieme ai diritti residui di controllo, vi è pertanto una ottima allocazione della proprietà delle risorse*» (Hart, 1988). Dall'incompletezza contrattuale consegue la necessità di ricercare metodologie e sistemi capaci di allineare gli interessi dei manager con quelli degli altri stakeholder, ovvero, sistemi di incentivazione e monitoraggio del management. Proprio partendo da questi presupposti Jensen e Meckling elaborarono la teoria dell'agenzia.

2.4 Teoria dell'agenzia

Secondo la teoria dell'agenzia sviluppata da Jensen e Meckling, la relazione di agenzia intercorre quando, a seguito di un contratto, un soggetto (definito principale) delega un altro soggetto (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione o attività; proprio al fine del conseguimento dell'attività delegata, all'agente viene trasferito il potere decisionale necessario. Il contratto di agenzia, però, presenta alcuni rischi, dovuti al comportamento opportunistico delle parti, che tendono a massimizzare la propria utilità (tale comportamento opportunistico non è eliminabile, può essere tuttavia limitato). In particolare vi possono essere due tipi di opportunismo:

- L'agente fornirà ex-ante al principale informazioni incomplete o erranee sulle proprie capacità e competenze per farsi assumere (*selezione avversa*);
- L'agente, una volta assunto, si comporta in modo scorretto approfittando dell'asimmetria informativa e per via dell'incompletezza del contratto (*azzardo morale*)

La teoria dell'agenzia suppone che i comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili, e che è praticamente impossibile che esso operi nell'interesse del principale; questo genera dei costi detti *costi di agenzia*. Il principale può limitare questa divergenza di interessi sostenendo questi costi, e quindi, stabilendo appropriati incentivi per l'agente in modo da ridurre l'asimmetria informativa e controllare le azioni dell'agente. I costi di agenzia inglobano:

- Spese di *monitoring* del principale, che comprendono tutte quelle attività eseguite per dimostrare agli investitori l'integrità dell'impresa, quali controlli formali, imposizioni di vincoli di bilancio, revisioni interne e contratti di incentivazione.
- Spese di *bonding* dell'agente, ovvero, quell'insieme di azioni esercitate dall'insider per convincere gli azionisti che ha un forte legame con l'impresa. Rientrano tra queste, accettare schemi di retribuzioni molto rischiosi che dipendano dalle sue performance; comprare ogni volta una quota della nuova emissione di azioni dell'azienda, in modo da detenere una quota aziendale alta; pagare revisori esterni.
- La perdita residua (*residual loss*), ovvero, l'inevitabile riduzione del benessere degli azionisti a causa della divergenza di interessi con il management.

Più in generale i costi di agenzia sorgono in qualsiasi situazione sia richiesto lo sforzo congiunto di più persone sebbene non ci sia una chiara relazione principale-agente. Visto in questa ottica, il problema principale-agente, conduce a una chiara relazione tra i costi di agenzia e i problemi dello *shirking*¹⁰ e del monitoraggio sollevati da *Alchian* e *Demsetz* nei loro elaborati sulla teoria dell'impresa. Prima di caratterizzare il problema specifico di agenzia tra proprietario e manager è, dunque, utile sottolineare la generalità dei problemi di agenzia. Il problema di indurre un agente a massimizzare il benessere di un principale è abbastanza diffuso. Infatti, esiste in qualsiasi

10 Significa letteralmente eludere lo sforzo, si verifica quando più persone lavorano congiuntamente e a causa dell'asimmetria informativa, solo chi elude lo sforzo sa di averlo fatto, in questo modo le persone che lavorano in una squadra, per massimizzare la propria funzione di utilità tendono a ritirarsi dallo sforzo.

organizzazione e per qualsiasi sforzo congiunto, a ogni livello aziendale, nelle università, nelle cooperative, nei governi, ecc. In questo elaborato si focalizza l'attenzione solo sull'analisi dei costi di agenzia generati dagli accordi contrattuali tra i proprietari e il top management delle società. La relazione tra azionisti e manager di una società esemplifica a pieno un rapporto di agenzia, e dunque, tutte le problematiche connesse alla separazione tra proprietà e controllo delle moderne società ad azionariato diffuso. Anzi, si può ritenere che siano proprio i costi di agenzia generati dalle organizzazioni a guidare la teoria della struttura di proprietà dell'impresa. Proveremo a spiegare le implicazioni di questi rapporti attraverso il modello di *Jensen e Meckling* dove si assume che solo azioni e obbligazioni possano essere emesse come crediti. Andremo ad esaminare gli incentivi affrontati da ciascuna delle parti e gli elementi che concorrono alla determinazione della forma contrattuale di equilibrio che caratterizza la relazione tra il manager (agente), l'*outside equity* e i detentori del debito (principali).

2.5 Modello di Jensen e Meckling (C.Jensen & H. Meckling, 1976)

2.5.1 I costi di agenzia dell'outside equity

In questa sezione analizziamo come la sola presenza di un outside equity faccia sorgere costi di agenzia. Effettuiamo questa analisi confrontando i comportamenti di un manager che possiede il 100% dell'equity e in un secondo momento quelli che derivano dall'aver venduto una parte della quota ad altri azionisti.

2.5.2 Caso benchmark: il manager-imprenditore detiene il 100% dell'equity

Consideriamo una società gestita da un proprietario-manager, con un progetto di crescita neutrale al rischio, che detiene il 100% delle partecipazioni. Questi tenderà a prendere decisioni che massimizzino la sua utilità che deriva da:

- *benefici monetari* (BM) costituiti dall'aver accesso al reddito residuo dell'impresa, cioè, quanto riesce a guadagnare in termini monetari sotto forma di profitti e dividendi;
- *benefici non monetari* (BNM) che derivano dal potere e dal prestigio del suo ruolo nell'impresa.

Sia V il valore dell'impresa ed e lo sforzo che l'imprenditore pone nel progetto. Lo sforzo e genera un costo C .

Il manager sceglierà il livello di sforzo che gli consentirà di massimizzare l'utilità che a lui deriva dal mix di BM e BNM al netto del costo necessario per ottenerli. Essendo il solo proprietario dell'impresa avrà diritto all'intero profitto residuo, ed essendo anche il solo manager della stessa sarà fruitore unico dei benefici non monetari che derivano dalla gestione. Per questo motivo, il mix ottimo tra benefici monetari e non monetari si ottiene quando le utilità marginali di tutti i BNM sono uguali tra loro e uguali all'utilità marginale dei BM:

$$U(\text{BNM})=U(\text{BM})$$

Supponiamo che l'imprenditore voglia realizzare un nuovo progetto, il cui costo è minore della ricchezza che il manager possiede, ovvero, ha risorse interne sufficienti per finanziare da solo il progetto senza ricorrere a fonti esterne. L'imprenditore deciderà di prestare lo sforzo che massimizza la sua utilità, che è rappresentata dal profitto residuo meno il costo del suo impegno:

$$\text{Max } U_M = V(e) - C(e)$$

Massimizzando la funzione, otteniamo:

$$\frac{dU}{de} = \frac{dV(e)}{de} - \frac{dC(e)}{de} = 0$$

$$\frac{dV(e^*)}{de} = \frac{dC(e^*)}{de}$$

Dove e^* è il livello efficiente dello sforzo.

In questo primo caso, l'imprenditore ha accesso a tutto il beneficio dello sforzo.

2.5.3 Caso 1: il manager-imprenditore vende una quota α dell'azienda

Se invece il proprietario-manager vende una quota α dell'impresa, di conseguenza diminuirà la sua parte di dividendi, e gli azionisti esterni, che hanno acquistato parte dell'azienda, avranno diritto ad una quota α dei BM. In questa nuova situazione, il manager-imprenditore, non sopportando interamente i costi dei benefici non monetari, tenderà a massimizzare la sua funzione di utilità che non coinciderà più con quella dell'impresa. Per tale motivo, dalla divergenza dei suoi interessi con quelli dell'*outside equity*, nasceranno i costi d'agenzia. Supponiamo che l'imprenditore vende una quota α dell'impresa ad azionisti esterni, restando proprietario di una quota $V - \alpha$. In questo caso prestando uno sforzo pari a X , otterrà dei BM pari a $X - \alpha$, ma a differenza del caso precedente, ora non sopporta da solo tutto il peso dei costi dei BNM, ma ne sostiene una parte proporzionale alla quota che detiene. L'utilità marginale dei BNM è, dunque, maggiore dell'utilità marginale netta dei BM:

$$U(BNM) > U(BM)$$

Questo significa che l'imprenditore massimizza il proprio benessere aumentando la quota dei BNM privati a scapito dei BM, avrà, quindi, incentivo a praticare *consumption on the job*, ovvero, a utilizzare le risorse dell'impresa per ottenere dei BNM privati e non per finanziare le attività produttive che apportano maggiori BM a tutti. L'attingere a delle risorse aziendali per accrescere i BNM anziché i

profitti dell'impresa conduce ad un'inefficienza *ex-post* che riduce i profitti residuali.

Inoltre, l'imprenditore, avendo meno incentivi ad impegnarsi per aumentare il valore dell'impresa, prediligerà la scelta di progetti a minor profittabilità e che richiedano meno sforzo. Se l'imprenditore è proprietario del 100% dell'impresa, sarà incentivato a sforzarsi molto in quanto consapevole di essere l'unico percettore del ritorno dell'investimento. Quest'altra situazione porta ad avere anche un'inefficienza *ex-ante*, conseguente ad una scelta sub-ottimale dei progetti d'investimento e ad un minore valore per l'impresa. Supponendo che il manager voglia effettuare un investimento maggiore della sua disponibilità, è costretto a ricorrere alle fonti esterne per poterlo finanziare, e decide di emettere azioni per una quota $\alpha < 1$ e la sua quota di partecipazioni nell'impresa V diviene $(1 - \alpha) < 1$.

La funzione di utilità dell'imprenditore sarà:

$$\text{Max } U_M(e) = \text{Max}[(1 - \alpha)V(e) - C(e)]$$

Massimizzando la funzione, otteniamo:

$$\frac{dU}{de} = \frac{d(1 - \alpha)V(e)}{de} = \frac{dC(\bar{e})}{de}$$

$$e^* > \bar{e}$$

Dove \bar{e} rappresenta la quantità di sforzo compatibile con la quota α di V . Questa breve dimostrazione permette di capire le cause che originano i costi d'agenzia del capitale. Infatti, in questo caso la sola presenza di outside equity, conduce ad uno sforzo \bar{e} inferiore a quello e^* del caso benchmark derivante da una quota di

partecipazione nell'impresa, per l'imprenditore, non più proporzionale al flusso dei dividendi che gli spettano.

2.5.4 Costi di agenzia del capitale

Lo sforzo subottimale dell'imprenditore-manager è noto agli azionisti outsider e agli investitori che potrebbero comprare una quota dell'azienda. I potenziali azionisti di minoranza realizzano che gli interessi del manager divergono dai propri, quindi il prezzo che saranno disposti a pagare per le azioni rifletterà i costi di monitoraggio e l'effetto di questa divergenza. Per questo motivo, non sono disposti a pagare il prezzo pieno delle azioni, ma le compreranno solo ad un prezzo inferiore al loro reale valore generando così *underpricing*. La differenza tra prezzo e reale valore delle azioni varierà in funzione del gap informativo, dell'asimmetria informativa generata dalle caratteristiche dell'impresa e del mercato.

L'*underpricing* genera una caduta del valore dell'impresa che ricade tutta sull'imprenditore in quanto incasserà meno di quanto avrebbe voluto. Questi sarà disposto a sopportare l'onere del minor prezzo di vendita delle azioni nel caso in cui si aspetta che questo onere sia inferiore all'aumento di benessere (dato dalla somma di benefici monetari e benefici non monetari) che ottiene dalla vendita della quota α . La differenza tra il valore reale e quello incassato rappresenta i costi d'agenzia del capitale.

2.5.5 Costo di agenzia del debito

Nel caso in cui un imprenditore avesse bisogno di finanziare l'impresa ha la possibilità di farlo non solo disperdendo la proprietà della sua impresa ma anche di optare per la sola fonte di finanziamento del debito. Naturalmente una struttura finanziaria costituita da debito non è esente da costi di agenzia. Le problematiche principali legate a questa forma di finanziamento sono l'aumento dei costi di bancarotta e dell'incentivo dei manager ad investire in attività rischiose, che inducono il creditore a limitare la quantità di liquidità che sono disposti a fornire e ad alzare il tasso di interesse portando ad un inevitabile riduzione del valore dell'impresa. Per questo motivo, i creditori pongono in atto attività di *monitoring* che gli permettano di ridurre l'asimmetria informativa. Tra i creditori più esigenti

configurano le banche che esercitano il controllo attraverso le più svariate azioni: contratti di finanziamento sempre più complessi, dove aggiungono clausole di garanzia che riducono la discrezionalità nella scelta di un progetto e garantiscono flussi d'informazione riguardanti l'esecuzione e i risultati dello stesso; documentazione completa di tutti i progetti passati, presenti e futuri; per diminuire i problemi e i costi di bancarotta e di ristrutturazione aumentano il tasso di interesse e sostengono spese legali e giudiziarie. Queste attività hanno un costo e costituiscono proprio i costi di agenzia del debito. Il debito, d'altro canto apporta anche dei benefici in quanto riduce il ricorso all'*outside equity*, genera un vantaggio fiscale attraverso gli scudi fiscali, migliora i conflitti tra insider e outsider equity, riduce l'asimmetria informativa attraverso *il monitoring* e ha un effetto disciplinante sui manager inducendoli a massimizzare il proprio sforzo, a non investire in progetti con VAN negativo che apporterebbero benefici solo a se stessi e non all'impresa, a non indulgere in benefici non monetari.

2.5.6 Caso 2: il manager possiede il 100% dell'equity e decide di emettere obbligazioni

Il terzo caso presentato da Jensen e Meckling mostra vantaggi e svantaggi del ricorso al debito nell'intento di incontrare la struttura finanziaria che minimizza i costi di agenzia e, per contro, massimizza il valore dell'impresa. Rispetto al caso benchmark, non varia la quota di partecipazioni posseduta dall'imprenditore-manager, che anche in questo caso continua a possedere il 100% dell'equity, ma a differenza dell'altra situazione decide di ricorrere al debito attraverso l'emissione di obbligazioni D ad un tasso r . Il suo livello di sforzo sarà:

$$\text{Max } U_M(e) = V(e) - C(e) - D(1 + r)$$

Massimizzando la funzione, otteniamo:

$$\frac{dU}{de} = \frac{dV(e)}{de} - \frac{dC(e)}{de} = 0$$

$$\frac{dV(e^*)}{de} = \frac{dC(e^*)}{de}$$

Dove e^* è il livello efficiente di sforzo. Come si può notare lo sforzo che massimizza l'utilità dell'imprenditore è uguale al caso benchmark in quanto D non dipende dal livello dello sforzo. Questo significa che viene meno, rispetto al caso precedente in cui compare l'outside equity, l'incentivo a sforzarsi meno, in quanto l'imprenditore resta l'unico proprietario dell'azienda ed il percettore ultimo di tutto il beneficio che si genera, originando un comportamento *efficiente ex-post*. Lo svantaggio del ricorso al debito rispetto al caso benchmark risiede nella scelta del progetto, infatti il manager, essendo insensibile alla rischiosità del progetto, sceglierà quelli con rendimenti attesi maggiori, scaturendone un'*inefficienza ex-ante*. In questo modo scarica il rischio sui finanziatori, la cui probabilità di vedersi rimborsato il loro credito è tanto più bassa quanto maggiore è il suo beneficio atteso. I finanziatori, anticipando tale comportamento, riducono D o aumentano r .

2.6 Strutture finanziarie ottime

La struttura finanziaria ottima, secondo Jensen e Meckling, è quella che minimizza i costi d'agenzia, che stimola i comportamenti efficienti e giusti e che riesce a far crescere l'impresa. La struttura finanziaria deve essere un mix equilibrato delle tre le fonti di finanziamento:

1. Frazione di *Inside equity*, capitale dell'imprenditore;
2. Frazione di *Outside equity*, capitale degli azionisti;
3. Frazione di debito.

Naturalmente non si può parlare delle stesse proporzioni delle fonti di finanziamento per tutte le imprese né che alcune fonti siano migliore in assoluto di altre, ma il giusto mix dipende da:

- Caratteristiche specifiche dell'impresa e del settore;

- Possibilità dell'insider di agire con discrezionalità e degli outsider di esercitare il controllo.
- Opportunità di investimento dell'impresa. Quando ci sono numerose possibilità per investire, il manager ha meno tempo di trovare un modo per generare dei benefici non monetari privati, ha meno discrezionalità nell'agire ed incentivo ad intraprendere azioni nascoste ed opportunistiche.

Jensen e Meckling propongono una serie di soluzioni generali che sebbene non abbiano validazione universale, consigliano quando sia preferibile mantenere alta la quota dell'imprenditore e quando, invece, optare per una struttura proprietaria maggiormente dispersa.

2.6.1 Stay (or go) private

Si consiglia di mantenere alta la quota di proprietà dell'inside equity e ricorrere al debito anziché fare ricorso all'*outside equity* se:

- ✓ Il margine di discrezionalità manageriale è alto, e dunque, il manager ha facilità nell'intraprendere azioni che favoreggino se stesso a danno dell'impresa perché il suo operato non è controllabile;
- ✓ L'impegno del manager è determinante per il successo del progetto;
- ✓ Le opportunità di investimento e di crescita sono basse;
- ✓ L'impresa dispone di alta liquidità.

2.6.2 Stay (or go) public

Si consiglia di ricorrere al finanziamento dell'*outside equity* se:

- ✓ Il margine di discrezionalità del manager è più basso e quindi è più facile controllare l'operato del manager;
- ✓ Il contributo e l'impegno del manager sono meno importanti nel determinare il successo dell'impresa;
- ✓ Le opportunità di investimento sono molteplici.

2.7 MANAGERIAL OWNERSHIP E VALORE: le quattro prospettive fondamentali

Oltre ad aver introdotto dei concetti fondamentali di corporate governance, *Jensen e Meckling* nel loro elaborato, hanno teorizzato, come si evince dalle loro conclusioni, un legame positivo tra *managerial ownership* e valore, evidenziando come l'impegno del manager nel creare valore aumenti proporzionalmente alla frazione di azioni da lui possedute. Dati i conflitti d'interesse presenti nel rapporto tra il management e la proprietà, i problemi di *free-riding* e di controllo sull'attività di gestione, l'attribuzione di azioni ai manager ha generalmente rappresentato uno strumento per ridurre i connessi costi di agenzia e asimmetria informativa. Infatti, il conferimento di azioni che trasforma i manager in soggetti *risk-bearing*, che condividono cioè il rischio di impresa degli azionisti, delinea una relazione direttamente proporzionale (monotonica e sempre crescente) tra struttura proprietaria e valore d'impresa. In questo modo, si allineano gli obiettivi di manager e azionisti, migliorando le performance aziendali, minimizzando i costi di agenzia e contribuendo alla creazione di valore (Murphy, 1990). Dunque, secondo il filone di pensiero prevalente sino alla metà degli anni ottanta, la proprietà di quote azionarie sarebbe in grado di svolgere un ruolo fondamentale di incentivo nella formulazione di profittevoli strategie aziendali, nel rendere più efficiente e disciplinare l'attività del management, di conseguenza, nel migliorare i risultati dell'impresa. In realtà, non tutte le verifiche empiriche riscontrano un legame sempre crescente tra *managerial ownership* e valore. È possibile, infatti, individuare quattro principali prospettive teoriche che sintetizzano i legami fra partecipazione azionaria del management e valore:

1. Un legame positivo fra *managerial ownership* e valore (C.Jensen & H. Meckling, 1976);
2. Assenza di nessi (Demsetz H. , *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 1983);
3. Un legame negativo fra *managerial ownership* e valore (Stulz, 1988);
4. Un legame non-monotonico (Morck, Shleifer, & W. Vishny, *MANAGEMENT OWNERSHIP AND MARKET VALUATION*, 1988). In questo caso, si intende una relazione approssimabile a una funzione

quadratica oppure cubica, alternativamente positiva e negativa a seconda del diverso grado di partecipazione azionaria.

Per ridurre i problemi di agenzia *Jensen e Meckling* osservarono la necessità di far condividere al manager il rischio di impresa, ipotizzando un legame positivo e crescente tra partecipazione azionaria e valore d'impresa. La maggiore partecipazione al capitale sociale dell'impresa ha un impatto positivo sulle performance in quanto permette di allineare gli interessi economici tra manager e azionisti. In contrapposizione, *Demsetz* ha rivendicato l'assenza di una relazione tra partecipazione azionaria del manager e valore d'impresa. Demsetz e Lehn (Harold Demsetz, 1985) hanno riscontrato empiricamente tale posizione teorica, sottolineando la mancanza di un legame sistematico e diretto fra variazioni nella partecipazione manageriale all'equity e variazioni nelle performance d'impresa. Secondo questi autori, *managerial ownership* e valore sarebbero due variabili indipendenti non legate da alcuna relazione. *Stulz* invece, ha rilevato una relazione negativa, anche se non sempre verificabile, fra partecipazione azionaria del manager e valore. In altri termini, ci sarebbero costi che superano i benefici connessi alla partecipazione manageriale all'equity, ovvero, se per livelli bassi di *managerial ownership* il comportamento manageriale viene disciplinato, evitando condotte opportunistiche, dal timore del licenziamento o da una riduzione dello stipendio, nel momento in cui diventa notevole la disponibilità di azioni in suo possesso, aumenta il potere discrezionale del manager e la sua capacità di intraprendere comportamenti orientati verso finalità personali e opportunistiche. Infatti, *Stulz* ha affermato che un'elevata concentrazione di azioni nelle mani del management provoca l'accentramento del potere decisionale e discrezionale, da cui potrebbero derivare, a causa di *managerial entrenchment*, comportamenti opportunistici a danno degli investitori e, di conseguenza, la distruzione di valore per l'impresa. Shleifer e Vishny (Shleifer & W. Vishny, 1989) hanno definito *managerial entrenchment* l'insieme di meccanismi di autodifesa e espropriazione che il management mette in atto orientando le strategie di sviluppo aziendali sulla base delle proprie competenze e dei propri interessi, ma non necessariamente a vantaggio dell'impresa. Infatti, il management che dispone di un'elevata quota di azioni ha la possibilità di sottrarsi o respingere qualunque tentativo di scalata ostile, mantenendo il suo

posto di lavoro anche in presenza di inefficiente allocazione del controllo; è la possibilità di sottrarsi a tale meccanismo che può condurre a comportamenti opportunistici¹¹. In questo caso, l'aumento della quota manageriale al capitale sociale comporterebbe una riduzione del valore d'impresa. In altre parole, un elevato livello di *managerial ownership*, pur allineando gli interessi fra proprietà e manager, crea superiori problemi di espropriazione di ricchezza a danno di azionisti di minoranza e creditori. Nel 1990 anche Jensen e Murphy (C. Jensen & J. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, 1990) hanno riscontrato empiricamente l'esistenza di questo legame. Di conseguenza, se da un lato parte della letteratura (*Jensen, Meckling*) ha suggerito come la concentrazione azionaria rappresenti un fondamentale meccanismo di incentivo per i manager, che porta verso una convergenza d'interessi fra proprietà e management favorendo l'efficiente svolgimento dell'attività di governo, dall'altro diverse ricerche (*Fama, Jensen; Stulz; Shleifer, Vishny*) hanno rilevato il rischio di altri tipi di comportamenti opportunistici in presenza di un'elevata partecipazione manageriale al capitale aziendale. La perfetta sovrapposizione fra manager e azionista, come si verifica prevalentemente in imprese in fase start-up così come nelle PMI, potrebbe causare problemi di diversa natura (*entrenchment*). Il manager potrebbe assumere, infatti, comportamenti inefficienti contro i creditori e a sfavore dell'impresa quale entità a sé stante. Proprio la presenza di letteratura che ipotizza due effetti opposti, effetto convergenza di interessi ed effetto espropriazione legato al grado di partecipazione manageriale al capitale dell'impresa, ha in seguito originato una nuova corrente di pensiero che postula la possibilità di una relazione non lineare tra struttura proprietaria e valore.

In altre parole, se si assume la volontà dei manager ad allocare le risorse dell'impresa nel proprio interesse, un aumento della *managerial ownership*, facendo convergere gli interessi di manager e azionisti, permette di risolvere tali conflitti. L'effetto convergenza di interessi aumenta il valore dell'impresa in corrispondenza della crescita di *managerial ownership*, scaturendone un legame

¹¹ Stulz assume la validità di un *takeover model* in cui, partendo da un livello basso di concentrazione azionaria, il premio di controllo che si dovrà pagare per assumere il comando di un'impresa, aumenterà con l'aumentare delle azioni in possesso del management.

positivo. D'altro modo, questo effetto positivo può essere annullato e superato dai costi che derivano da un significativo livello di partecipazione manageriale al capitale di rischio, ovvero dal manifestarsi dell'effetto espropriazione. Infatti, quando il management possiede una frazione rilevante di partecipazioni, acquista anche un controllo notevole sull'impresa che gli permette di agire con ampi margini di discrezionalità appropriandosi di benefici superiori a quelli dovuti, a danno degli azionisti di minoranza e degli altri stakeholder. In questo secondo caso la relazione tra *managerial ownership* e valore non può essere che negativa, in quanto un'elevata partecipazione manageriale al capitale permette al manager di espropriare benefici e ricchezza a suo vantaggio e non negli interessi della crescita aziendale. Combinando l'effetto convergenza d'interessi e l'effetto espropriazione è possibile spiegare, per bassi livelli di *managerial ownership*, un legame positivo fra partecipazione manageriale al capitale e valore, mentre, per elevati livelli di *managerial ownership*, un legame negativo fra partecipazione manageriale al capitale e valore. In altri termini, una relazione che risulta essere prima crescente e poi decrescente tra *managerial ownership* e performance aziendale, bilanciata da due forze o effetti che determinano un ipotetico livello ottimale di partecipazione azionaria. Il principale antecedente di questa tesi è il lavoro di Morck (1988) con cui gli autori hanno rivendicato l'esistenza di una relazione non monotonica fra *managerial ownership* e valore, con una relazione approssimabile a una funzione cubica. In altri termini, hanno mostrato, attraverso un modello induttivo, una relazione crescente fino a un livello di partecipazione manageriale pari al 5%; successivamente, per un livello compreso fra il 5% e il 25%, una relazione decrescente; infine, oltre il 25%, di nuovo crescente. Gli autori suggeriscono che fino a un livello di partecipazione manageriale del 5% e oltre un livello del 25% di *managerial ownership* è possibile riscontrare un effetto convergenza di interessi, mentre fra il 5% e il 25% è possibile verificare la prevalenza dell'effetto espropriazione (entrenchment).

2.7.1 La teoria dell'endogeneity

Nel 2001 gli studiosi Demsetz e Villalonga (Demsetz & Villalonga, 2001) analizzarono i lavori delle quattro teorie precedenti riscontrando analisi empiriche contraddittorie, sottolineando come i contrastanti riscontri in letteratura non

permettono ancora di definire una relazione chiara tra *managerial ownership* e valore. In questo modo, traendo spunto da tali controversie, Demsetz e Villalonga, così come Himmelberg, condussero un lavoro di ricerca finalizzato all'accertamento di problemi di *endogeneity* (reciproca causazione) fra *managerial ownership* e valore. Per *endogeneity* si intende la presenza di covariazione anche in assenza di causazione; la covariazione fra *managerial ownership* e valore sarebbe provocata da una o più ulteriori variabili che agiscono casualmente sia sulla *managerial ownership* sia sul valore (fare figura). In altre parole, si assiste ad una relazione definita come spuria (ingannevole e apparente) tra le due variabili, le quali covariano a causa della loro relazione con altre variabili ad esse casualmente connesse, non avendo nessun legame causale tra loro. Si tratta di un'affermazione forte, in quanto significa che lanciare una regressione con un indicatore di performance quale variabile dipendente e indici quali la *managerial ownership* come variabili indipendenti condurrebbe a coefficienti distorti a causa della presenza di una correlazione spuria fra variabili; il che significa che ogni analisi sul legame fra *managerial ownership* e valore sarebbe priva di significato e frutto di una correlazione spuria fra variabili. Demsetz e Villalonga nello spiegare la relazione tra struttura proprietaria e performance aziendali non negano di certo l'importanza dei problemi di agenzia tra manager e azionisti, ma sottolineano la rilevanza dell'eterogeneità del contesto esterno e delle caratteristiche specifiche di ciascuna impresa nel dare una spiegazione a questa relazione. Persuasi dell'idea che *managerial ownership* e performance siano indotti da fattori determinanti comuni quali la dimensione dell'azienda, la rischiosità dell'impresa, la volatilità del prezzo del titolo sul mercato, il peso di attività tangibili, di spese in R&S oppure la disponibilità di cash flow. A questi fattori si devono poi aggiungere tutte quelle risorse che non si possono osservare e misurare, rappresentate dalle risorse intangibili, come capacità di innovazione di gestione, competenze particolari, che aggiungono valore ad una *firm*, unitamente al ruolo esercitato da variabili di contesto, quelle forze esterne associate al sistema legale e giudiziario oltre che al mercato finanziario, dei prodotti e del lavoro manageriale in cui ciascuna impresa risulta essere inserita. Per chiarire ancora meglio il significato che Demsetz e Villalonga attribuiscono all'*endogeneity*, i due studiosi forniscono un

esempio esplicativo. Si considerino due imprese che agiscono nello stesso settore, che abbiano caratteristiche uguali e che differiscano solo per il livello di risorse intangibili. Dato che queste risorse sono difficili da monitorare e osservare, gli azionisti dell'impresa con maggior livello di intangibili richiederanno una più elevata partecipazione del management al capitale sociale in modo da evitare problemi di opportunismo e in modo da allineare gli interessi tra management e proprietà. Nello stesso tempo, si suppone, che l'impresa otterrà buone performance in quanto il mercato, apprezzando le risorse intangibili, attribuirà all'impresa un elevato *market-to-book* ratio (un valore di mercato maggiore di quello contabile). In questo esempio, il livello di risorse intangibili, non osservabile empiricamente, induce una relazione positiva tra *managerial ownership* e valore, nonostante tale legame sia spurio, ovvero non determinato da una reale causazione. Sono gli intangibili a determinare un aumento di *managerial ownership* e, contestualmente, del valore dell'impresa. Per questo motivo risulta difficile identificare l'influenza della struttura proprietaria sul valore, poiché si tratta di variabili a loro volta determinate da altri fattori esogeni e solo parzialmente osservabili.

2.7.2 La teoria della reverse causality

Nel 2002 gli studiosi Bhagat e Jefferis (Bhagat & Jefferis, 2002) esposero la propria visione circa la relazione tra *managerial ownership* e performance aziendali. Distaccandosi da Demsetz, Villalonga e Himmelberg sottolinearono come in realtà la relazione fra partecipazione manageriale al capitale e valore è anche influenzata da problemi di causazione reciproca (reverse causality), ovvero, come evidenziato nella figura, se la *managerial ownership* influenza le performance aziendali è vera anche la relazione inversa, ovvero le performance aziendali influenzano la *managerial ownership*. Si può definire questa situazione anche di mutua relazione ovvero simultaneità, nel senso che da un lato la *managerial ownership* influenza il valore dell'impresa ma, simultaneamente e contestualmente, anche il valore dell'impresa influenza il livello di partecipazione manageriale al capitale azionario.

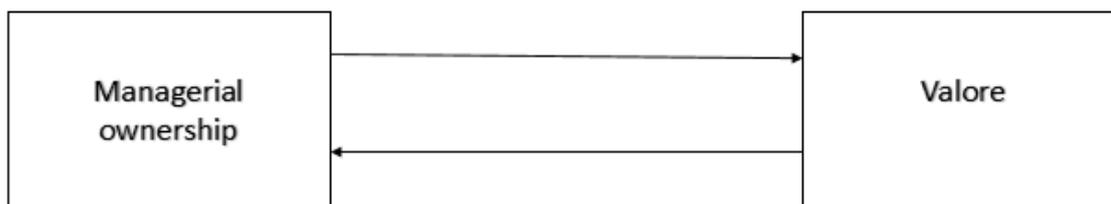


Figura 4: la causazione reciproca

In questo caso viene meno la distinzione fra variabile causa e variabile effetto, ed entrambe si influenzano reciprocamente. Per tale motivo, esiste un rapporto di complementarità tra queste due variabili, sono l'una la causa dell'altra, ovvero, alternativamente, variabili che possono essere sia dipendenti che indipendenti in una regressione. Questo significa che, così come una quantità maggiore di azioni in possesso del manager allinea gli interessi tra manager e azionisti e migliora le performance aziendali, nello stesso tempo saranno anche i manager a volere una maggiore partecipazione azionaria al capitale di un'impresa che presenta ottime performance. Le informazioni privilegiate a cui può accedere solo il management di un'impresa, sapranno consigliare circa le potenzialità future dell'impresa e laddove si prospettino ottime performance, forniranno un incentivo ai manager per aumentare la partecipazione al capitale sociale dell'impresa. Questa relazione reciproca induce a pensare ad un modello di due equazioni in cui il valore è variabile dipendente mentre la *managerial ownership* è variabile indipendente, e viceversa. Dunque, in sintesi, a parere di *Bhagat e Jefferis*, tutte le analisi empiriche della *managerial ownership* sul valore non possono prescindere dalla considerazione di un legame reciproco che, altrimenti potrebbe alterare la conoscenza sulla reale rilevanza della partecipazione del manager all'azionariato.

2.7.3 L'innegabile importanza dei fattori cross-country

Unitamente a queste considerazioni, prima *Demsetz e Lehn* e successivamente *La Porta* mettono in luce un ulteriore fattore di complessità nel tentativo di spiegare la controversa situazione tra partecipazione manageriale al capitale sociale e performance aziendali. La considerevole diversità nella struttura proprietaria di imprese statunitensi, asiatiche e europee sottolinea la necessità di

inserire nel modello variabili *country-specific*. La relazione tra *managerial ownership* e valore sembra non poter prescindere da fattori di contesto esterno quali, per esempio il livello di efficienza del mercato finanziario e dei prodotti, del sistema legale e giudiziario. Infatti, le ricerche pubblicate nel 1999 da La Porta sul tema della corporate governance hanno segnalato la presenza di profonde differenze nella concentrazione proprietaria delle imprese, determinate da fattori esterni, dipendenti dal diverso grado di efficienza del mercato finanziario e dalla presenza di un sistema di leggi e regole a tutela degli investitori accompagnato da un coerente sistema giudiziario di *enforcement* (risulta fondamentale non solo il sistema di leggi che caratterizza uno Stato, ma anche il grado di *enforcement* in esso presente, cioè la capacità di avere giudici e tribunali in grado di sanzionare, con efficacia e tempestività, comportamenti contrari alla norma) a supporto dell'intero sistema. Infatti adeguate leggi e norme, unitamente a una struttura di *enforcement* che ne vincola al rispetto, tutelando gli investitori, permette all'impresa di reperire maggiori risorse finanziarie e favorisce complessivamente l'economia di un'intera nazione. La Porta ha dimostrato empiricamente come l'assetto di governance di un'impresa sia strettamente connesso al grado di protezione che il sistema di leggi e la loro applicazione, assicura agli investitori. Ad esempio nei paesi che offrono poche tutele agli azionisti si registra una struttura proprietaria maggiormente concentrata, in quanto risulta fondamentale riuscire ad avere il comando dell'impresa per salvaguardare i propri interessi. *Pindado e De La Torre* (Pindado & De La Torre, 2011) sono fortemente convinti che la relazione fra *managerial ownership* e valore assume una configurazione diversa in base a fattori *country-specific*, questo significa che mentre nei paesi anglosassoni nel tentativo di spiegare la suddetta relazione siano considerati fondamentali legami del tipo non-monotonici, questi appaiono meno rilevanti in Europa, mentre in Giappone e Cina si riscontra prevalentemente una relazione sempre positiva. I due studiosi spagnoli affermano come la natura e l'intensità della relazione tra *managerial ownership* e valore, dipenda da caratteristiche sistematiche e strutturali del sistema di corporate governance nazionale. In Spagna, rispetto agli Stati Uniti e ai paesi anglosassoni, il livello di concentrazione azionaria è molto più elevato, l'efficacia del controllo del CdA è inferiore, così come inferiore è il livello di

sviluppo del sistema finanziario, espresso in termini di liquidità del mercato dei capitali, l'attività del *market for corporate control* è praticamente inesistente e il sistema legale e di *enforcement* non offre una valida protezione agli investitori. *Gluger e Weigand* (Gluger & Weigand,2003) sottolineano come fattori di specificità nazionali siano anche in grado di modificare la natura endogena della relazione fra *managerial ownership* e valore, affermando che se problemi di *endogeneity* appaiono importanti in paesi anglosassoni, risultano parzialmente rilevanti in paesi europei come la Germania. Dunque, come sostenuto da Pindado e De La Torre, Gluger e Weigand, e Bhagat e Jefferis, nel valutare la relazione fra *managerial ownership* e valore e l'esistenza di problemi di *endogeneity* bisogna considerare le differenze nei sistemi di corporate governance *cross-country*. Sulla base di tali affermazioni nei seguenti capitoli di questo elaborato passeremo in rassegna i modelli di corporate governance, i sistemi legali e il loro grado di applicazione dei paesi che per ragioni differenti hanno tracciato la storia del governo d'impresa e hanno maggiormente contribuito a fornire informazioni riguardo le ragioni di un differente grado di concentrazione della struttura proprietaria.

Capitolo III - La struttura proprietaria diffusa

3.1 Il capitalismo manageriale degli Usa

Nonostante l'apparente somiglianza della struttura di corporate governance adottata dalla maggior parte delle società quotate nel Regno Unito e negli Stati Uniti - vale a dire, la struttura proprietaria diffusa – esse presentano alcune caratteristiche distintive, dalle quali derivano importanti conseguenze. A partire dalla fine dell'800 nasce negli Stati Uniti il cosiddetto *capitalismo manageriale*, dove le decisioni riguardanti gli investimenti in personale e servizi per la produzione e distribuzione di lungo periodo, quelle riguardanti la produzione e la distribuzione corrente, sono assunte da una gerarchia di manager stipendiati piuttosto che da imprenditori-proprietari. Con l'adozione di questo modello di gestione delle società, gli Stati Uniti si trovarono ad essere, dopo la seconda guerra mondiale, la prima potenza economica del mondo. Per questo motivo una vastissima letteratura ha considerato le grandi imprese americane come uno standard di riferimento a cui si sarebbero dovute adeguare anche le società degli altri paesi, vista la loro potenza economica. Fin dalla rivelazione di *Adolf Berle* e *Gardiner Means*, che nella loro opera *The Modern Corporation and Private Property* (1932) parlavano di azionariato diffuso per quanto concerne la proprietà di azioni nelle grandi società quotate statunitensi, gli studiosi del diritto societario hanno discusso circa l'appetibilità di questo modello. Una semplice razionalizzazione economica spiega che quando la scala dell'impresa industriale (e il suo fabbisogno di capitale) cresce, si raggiunge un punto nel quale la riduzione dei rischi e dei costi di liquidità conseguiti dall'azionariato diffuso più che compensano il conseguente aumento dei costi dell'agenzia (Bertoli, 1994). L'apparente ubiquità della proprietà dispersa negli Stati Uniti ha indotto molti studiosi ad estrapolare l'esistenza di rapporti deterministici, o "naturali" tra dispersione della proprietà delle azioni, struttura del diritto societario e sviluppo economico. Inoltre, quando nel 1990 ci fu il boom americano nel settore di Internet, si pensò seriamente che la corporate governance di tutto il mondo dovesse essere il riflesso del sistema americano:

- Controllo dei manager monitorando l'andamento del prezzo delle azioni;

- Incentivi ai manager attraverso le stock option;
- Riduzione dell'importanza dell'unione dei lavoratori.

I motivi e le ragioni sottostanti l'affermazione del capitalismo manageriale e delle cosiddette *public company* sono molteplici. Prima di tutto è da sottolineare un *intervento neutrale dello stato* nell'economia e nel sostegno delle imprese che ha avuto un impatto rilevante sulle decisioni manageriali favorendo lo sviluppo dei mercati per i beni e i servizi. La mano dello stato non favoriva particolari categorie di imprese ma applicava più che altro politiche fiscali e di regolamentazione della concorrenza atte a controllare l'eventuale abuso di potere monopolistico esercitato dalle imprese. In secondo luogo una *politica economica* finalizzata a consolidare e potenziare lo sviluppo del mercato interno dei beni di consumo, volta a conservare il dominio statunitense in quei settori. Secondo molti studiosi lo sviluppo industriale statunitense è stato proprio trainato dalla crescita e dalle vastissime dimensioni raggiunte dal mercato interno, che portò a beneficiare di economie di scala, dovute indirettamente in gran parte all'intervento pubblico a sostegno del pieno impiego e della domanda aggregata (Becht & DeLong, 2005). Alla crescita dimensionale delle imprese americane conseguì la necessità di combinare conoscenze specifiche e competenze professionali per la gestione dell'attività economica. A questo punto nasce la figura del *manager* che, in molte società, sostituirà quella dell'imprenditore-proprietario. Inoltre, il passaggio a un capitalismo manageriale si giustifica ancor più, se consideriamo il fabbisogno finanziario crescente delle grandi società statunitensi, che oramai non potevano far più solo affidamento alle risorse dell'imprenditore ma avevano il bisogno di reperire risorse finanziarie anche al di fuori dell'azienda stessa come ad esempio dai piccoli risparmiatori (Berle & Means, 1932). Per questo motivo, il governo americano decise di adottare una politica classicamente *liberista* volta a favorire gli investimenti:

- Diminuendo la spesa pubblica;
- Rinunciando a qualsiasi forma di controllo sulle grandi concentrazioni finanziarie emergenti,
- Riducendo al minimo le imposte sui redditi;

- Mantenendo basso il tasso d'interesse, in modo da favorire l'accesso al credito da parte delle imprese.

3.2 La separazione della proprietà dal controllo nelle società americane

L'avvento del capitalismo manageriale, comportò che il proprietario o i proprietari di una società (principale) delegassero la gestione dell'attività economica a uno o più manager (agente). Questo implicò una separazione tra coloro che detengono la proprietà dell'impresa e coloro che la gestiscono. Proprio gli studiosi *Berle e Means* furono i primi a teorizzare (Berle & Means, 1932) l'innovativa osservazione che la proprietà delle grandi società statunitensi era stata separata dal controllo. La ricerca empirica e pionieristica degli autori ha dimostrato che in molte grandi società americane non c'era nessun singolo azionista - nemmeno un gruppo di azionisti - che possedeva una percentuale sufficiente di azioni tale da essere considerato "controllore" dell'impresa. In tali imprese il potere effettivo di controllo coincide con le figure degli amministratori e con i loro dirigenti, a cui gli azionisti come collettivo hanno delegato il potere di gestire l'impresa. Da allora, i nomi degli autori sono stati associati al fenomeno a cui hanno richiamato l'attenzione, le *Berle-Means Corporations*: società in cui nessun singolo azionista o gruppo di azionisti detiene una partecipazione sufficientemente grande da esercitare un controllo significativo sul comportamento dei dirigenti. Berle e Means non considerano la separazione della proprietà e del controllo come uno sviluppo benigno. Essi, furono i primi ad annunciare l'ascesa di una forma di capitalismo "manageriale", sotto il quale, enormi risorse vengono messe a disposizione di alcuni manager aziendali, non controllati da un processo politico adeguato. Gli azionisti dispersi possono meglio diversificare il loro rischio e, pertanto, consentire alle imprese di abbassare la componente di rischio del costo del capitale proprio. Tuttavia, questo avviene al prezzo di una riduzione della capacità degli azionisti di coordinare e monitorare i manager. In questo senso l'obiettivo della *Corporate law* era quello di mitigare i costi di agenzia che questa struttura proprietaria aveva originato. Per molti studiosi statunitensi, la

separazione della proprietà e del controllo è stata considerata come il risultato del determinismo economico, un compromesso, certo, ma quello che era considerato presumibilmente ottimale a causa della sua universale accettazione (Randall, 2007).

3.3 Il sistema manageriale anglosassone

Il sistema di corporate governance inglese è, come accennato all'inizio del capitolo, simile a quello statunitense. Infatti, anche in questo modello, il sistema legislativo è basato sulla common law e le imprese sono caratterizzate da un azionariato diffuso costituito principalmente da investitori privati e investitori istituzionali. Anche in questo caso non è presente la supervisione diretta dell'azionista finanziatore nei confronti di coloro che effettivamente gestiscono l'impresa. Ma la presenza di un mercato finanziario molto efficiente permette, agli azionisti insoddisfatti, di vendere il proprio pacchetto azionario e di spostarsi verso investimenti che ritengono più vantaggiosi. Proprio il mercato finanziario, tramite l'andamento del valore delle azioni, ha il compito di valutare il risultato dell'impresa. Da qui il nome di *Market-Based Corporate Governance System*. Così come nel modello americano, la proprietà diffusa e la conseguente separazione tra i soggetti che detengono la proprietà e il controllo, determina problemi di agenzia che vedono *nella struttura di remunerazione* per i top manager, il principale meccanismo di controllo interno finalizzato ad allineare gli interessi degli amministratori a quelli degli azionisti. Ripercorriamo, adesso la storia della corporate governance inglese in modo da tracciarne un quadro completo e successivamente evidenziare le differenze con quella americana.

3.3.1 Gli albori del diritto societario anglosassone

Si può far coincidere la nascita del sistema di Corporate Governance inglese ai *trust*¹². Allo stesso modo, gli amministratori di una società sono investiti dei poteri di gestione su beni aziendali tenendo conto dell'interesse degli azionisti. Intorno al 1600, si insediarono le prime compagnie inglesi, come la *East India Company*,

¹² Il trust non era altro che un accordo, dove il trustee si impegnava ad amministrare beni nell'interesse di uno o più beneficiari di un trust.

che operavano in diversi settori commerciali tramite monopoli concessi, nella maggior parte dei casi, da licenze governative che ne autorizzavano la creazione. Nel 1694 si costituì l'attuale banca centrale inglese, che nel corso del Settecento dovette affrontare la concorrenza de *La Compagnia dei Mari del Sud*, una società per azioni che aveva ottenuto il monopolio del commercio con le colonie sudamericane in seguito al trattato della *Guerra di Successione Spagnola*. Per il monopolio concessogli, la Compagnia si assumeva il debito pubblico che l'Inghilterra aveva contratto per finanziare la guerra appena conclusa. Grazie ad una forte propaganda, la Compagnia riuscì ad innalzare in modo vertiginoso i prezzi delle proprie azioni determinando *un incredibile bolla speculativa*. Per porre rimedio a tale fenomeno, nel 1720 venne emanato il *Bubble Act*, quello che ad oggi può essere considerato la prima legge destinata alla protezione degli investitori. Gli albori di quello che può essere definito l'origine del diritto societario inglese furono caratterizzati da tratti che nel tempo andarono completamente modificandosi. Infatti, le prime compagnie furono caratterizzate da un dominio familiare, nel senso che le famiglie rappresentarono gli azionisti di riferimento per molte società. Successivamente, però, la necessità di finanziare il forte sviluppo industriale e il bisogno di compiere investimenti su larga scala determinò che le famiglie dovettero cedere quote azionarie, anche se decisero comunque di mantenere una posizione di rilievo nel Consiglio di amministrazione nell'esercitare il controllo. In questo modo, esercitarono il controllo senza essere investiti delle corrispondenti responsabilità. Un importante cambiamento nella struttura di governance delle società inglesi si ebbe all'indomani di una serie di scandali avvenuti intorno al 1950, che comportarono notevoli cambiamenti nel mercato di capitali anglosassone determinando un aumento della presenza di *investitori istituzionali*¹³ nella compagine sociale, maggiore protezione dei piccoli azionisti e facendo emergere un mercato per il controllo societario. Nel Regno Unito, gli investitori istituzionali controllano più dell'80% delle società

¹³ L'investitore istituzionale è un operatore economico che esercita in modo continuativo e professionale l'attività di investimento, in valori mobiliari o immobiliari, di rilevanti risorse finanziarie, frutto di raccolta presso comunità, spesso molto ampie, di risparmiatori. Rientrano in questa categoria le compagnie di assicurazioni, le banche di investimento e di affari, i fondi comuni di investimento, gli hedge fund, le Società di Gestione del Risparmio, gli enti pubblici previdenziali.

quotate a fronte di una quota all'incirca pari al 50% negli USA, dove invece è presente una proporzione maggiore di investitori individuali a cui l'ordinamento americano offre, quindi, tutele più forti. Generalmente, gli investitori istituzionali sfoggiano un grado di attivismo assembleare modesto impostato sulla vendita del portafoglio di azioni, qualora giudichino negative la gestione e i risultati dell'azienda, piuttosto che sull'esecuzione di rimedi giudiziari, come avviene negli Stati Uniti (Franks, Mayer, & Rossi, *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*, 2005).

3.4 Differenze tra approccio americano e inglese: Law-oriented versus Governance-oriented

La struttura proprietaria delle società americane, causa l'estrema polverizzazione della proprietà, evidenzia a pieno il problema della separazione tra proprietà e controllo. L'approccio americano, che può essere definito come *law-oriented*, utilizza l'*insider retail* come suo euristico regolatore. A fronte di elevati costi di coordinamento, gli azionisti sono contributori passivi e mal informati della corporate governance. Per questo, sono imposti obblighi di informativa, diffusi dalle leggi, con l'intento di colmare il divario tra le imprese e gli azionisti e superare i problemi legati ai costi di coordinamento degli investitori. In secondo luogo, c'è una concentrazione di potere nel consiglio d'amministrazione e un insieme limitato di diritti di controllo per gli azionisti, che possono essere razionalizzati come un'efficace divisione del lavoro quando gli investitori sono numerosi, molto dispersi e mal informati. In terzo luogo, esiste un'applicazione aggressiva di norme che disciplinano le operazioni di *self-dealing* (sfruttare la propria posizione, in un patto, facendo i propri interessi) e di divulgazione obbligatoria. Al contrario, l'approccio britannico, che può essere definito *governance-oriented*, è stato principalmente incentrato sul fornire i diritti di controllo agli investitori istituzionali. Rispetto all'*investor retail*, le istituzioni sono molto più sofisticate, hanno minori costi di coordinamento e sono più attivi nella governance aziendale. Di conseguenza, rispetto agli Stati Uniti, è più grande il controllo nelle mani degli azionisti, su questioni come l'assemblea degli azionisti, la rimozione di amministratori, il controllo delle tattiche difensive durante le acquisizioni ostili e il diritto di veto per l'autodifesa. Al contrario, sono molto

meno presenti obblighi di divulgazione e norme che regolano operazioni di *self-dealing*.

3.5 Meccanismi normativi e di governance

Il Regno Unito e gli Stati Uniti risultano essere, come ribadito in questo capitolo, due giurisdizioni in cui prevale la proprietà diffusa. Per questa ragione uno dei problemi fondamentali del diritto societario di questi due paesi è connesso al miglioramento dei costi di agenzia manageriali. La legge cerca di risolvere questo problema attraverso due tipi di meccanismi: *normativi* e di *governance*.

I meccanismi normativi o anche detta regolamentazione sottopone i manager a vincoli legali a seguito di comportamenti guidati da *self-interest*. Invece, i meccanismi di governance, esercitano il controllo sui manager regolando i termini del loro rapporto con l'impresa e con i suoi azionisti, conferendo a questi ultimi poteri decisionali in determinate circostanze. Nel caso di meccanismi normativi, il comportamento di coloro che gestiscono l'impresa viene giudicato da un'agenzia di terze parti, di norma, un tribunale o un regolatore. Per quanto, invece, concerne i meccanismi di governance, la valutazione non è eseguita da un'agenzia esterna, ma dagli azionisti o, in alcuni casi, da amministratori indipendenti nominati ad agire per loro conto. Nei sistemi di corporate governance delle nazioni più sviluppate, i meccanismi di governance sono probabilmente più significativi nel controllo dei costi di agenzia manageriale rispetto ai meccanismi normativi. Come vedremo nei successivi capitoli, in questi paesi, la titolarità delle grandi società tende ad essere concentrata nelle mani di uno o più *blockholder*, a differenza di quanto accade per gli Stati Uniti e l'Inghilterra. Tale azionista è ben posizionato per nominare e controllare i manager, utilizzando i diritti di governance. Al contrario, Berle e Means, e una ampia corrente di studiosi di diritto societario hanno teorizzato che se la proprietà di una società è molto dispersa, allora i meccanismi di governance sono meno efficaci al controllo dei manager, a causa della mancanza di informazione con i quali gli azionisti dovranno scontrarsi. Proprio per tale motivo, poiché i soli meccanismi di governance risultano essere insufficienti al fine di controllare i

manager, gli azionisti dispersi necessitano di ulteriori meccanismi, che sono appunto quelli normativi.

3.6 Retail vs Institutional Investors

Una semplice categorizzazione binaria è probabilmente troppo incompleta. Difatti, non risulta necessariamente vero che in assenza di un azionista di controllo, le strategie di regolamentazione sono più efficaci dei meccanismi di governance. Piuttosto, molto può dipendere dal grado di dispersione e dall'identità degli azionisti. In particolare, possiamo immaginare che se gli azionisti sono prevalentemente *investor retail*, hanno piccole partecipazioni individuali, rendendo così la proprietà altamente diffusa e difficile il coordinamento per prendere decisioni di governance efficaci. D'altro canto, se gli azionisti sono prevalentemente investitori istituzionali, ci si aspetta, e così è di norma, che tali azionisti possiedano una partecipazione maggiore nella vita dell'impresa in cui investono, che abbiano accesso a maggiori informazioni e che siano meglio coordinati l'uno con l'altro. In breve, gli investitori istituzionali possono essere in grado di utilizzare meccanismi di governance per controllare i manager anche in assenza di un azionista di controllo. Questo attesta che l'assenza di una partecipazione di controllo non implica necessariamente un insieme di meccanismi normativi per controllare i manager. Potremmo, quindi, prevedere che, un sistema in cui gli azionisti predominanti siano istituzionali, sia associato a meccanismi meno normativi e più di governance, rispetto ad uno in cui predominano gli investitori privati. Questa però non è l'unica differenza tra i due diversi meccanismi. Infatti una seconda differenza riguarda i requisiti informativi di cui necessitano i suddetti. I meccanismi di governance funzionano sulla base di informazioni osservabili. Nel caso in cui gli azionisti istituzionali osservano scarse prestazioni dei manager, possono minacciarli in modo efficace di dissolverli dall'incarico senza il bisogno di dover ricorrere a un'agenzia esterna che verifichi le loro performance. Nel caso invece dei meccanismi regolatori, si necessita di maggiori informazioni perché i risultati devono essere verificati da terze parti. Infine, si deve ricordare che in parte il vantaggio degli investitori

istituzionali di riuscire ad esercitare meccanismi di governance a costi decisionali più bassi rispetto agli investitori privati è controbilanciato da un maggior rischio di opportunismo intra-azionista. Infatti, può accadere che un gruppo di investitori forti, quali sono quelli istituzionali, crei una coalizione volta ad espropriare gli azionisti di minoranza.

3.7 I principali meccanismi di governance

Abbiamo visto che i meccanismi di corporate governance hanno come obiettivo quello di risolvere i problemi che nascono dalla separazione tra proprietà e controllo, cioè i conflitti tra manager e investitori, di regolare i conflitti di interessi tra i titolari dei diversi diritti sul profilo dell'impresa (capitale proprio, azionisti contro debito, creditori; *inside equity* contro *outside equity*). Questi sono difficili da risolvere a causa dell'asimmetria informativa e dei comportamenti opportunistici di manager e azionisti che rendono difficile e costoso il *monitoring*. Gli strumenti risolutivi di questi problemi sono proprio i meccanismi di Corporate Governance (Berle & Means, 1932):

➤ *Board Vulnerability*

È una regola del diritto societario britannico che attraverso l'assemblea ordinaria è in grado di rimuovere gli amministratori in qualsiasi momento. Infatti, attraverso il Consiglio di Amministrazione, che è il braccio legislativo e l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, questi possono controllare l'operato dei manager e revocarli dall'incarico. Gli azionisti hanno anche il potere di modificare la costituzione dell'impresa, incluse le disposizioni sull'elezione degli amministratori. Inoltre, dal 2002 le società britanniche quotate in borsa sono state obbligate a inviare annualmente agli azionisti un rapporto di remunerazione degli amministratori, compresi i dettagli relativi ai pagamenti di fine rapporto.

➤ *Shareholder Choice in Takeovers*

È una norma che vieta agli amministratori di prendere, una volta lanciata o anticipata un'offerta, qualsiasi azione che potrebbe avere la conseguenza compromettere il suo successo, senza prima aver ottenuto

il consenso dei loro azionisti. È infatti ampiamente creduto che la sola minaccia di acquisizioni ostili possa agire come controllo sui costi di agenzia manageriale. Nel caso in cui il *Market for Corporate Control* è efficiente, nel senso che permette facilmente di trasferire il controllo di un'impresa, la scalata è uno strumento efficace per imporre la disciplina dei manager.

➤ *Control over Significant Corporate Transactions*

Nel caso di transazioni che possono essere causa di conflitti di interessi o di grande dimensione economica rispetto al valore della società, il diritto societario, prevede la previa approvazione di queste da parte dell'assemblea generale.

➤ *Manager schemes of remuneration*

Per allineare gli obiettivi dei manager a quelli dei proprietari delle società sono previsti degli schemi di retribuzione che vanno oltre il regolare stipendio previsto per i manager, ma che comprendono anche bonus e premi azionari. Inoltre sono anche previsti opzioni su azioni come il diritto di acquistare, entro un determinato periodo, le azioni della società a un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta (*stock options*). Poiché il compenso che spetta ai dirigenti è misurato dalla differenza tra il prezzo pagato dal dirigente oggi ed il prezzo a cui si venderanno le azioni tra un numero prefissato di anni, questo tipo di remunerazione, incentiva i manager a investire su progetti che portano ad una profittabilità nel lungo periodo.

➤ *Restraints on Intra-Shareholder Agency Costs*

Come abbiamo visto, gli azionisti del Regno Unito hanno maggiori poteri rispetto alle rispettive controparti statunitensi per controllare i manager attraverso meccanismi di governance. Questa è però un'arma a doppio taglio, in quanto, potrebbe spingere gli azionisti a sfruttare questo potere opportunisticamente. In particolare, c'è la preoccupazione che gli azionisti dotati di un blocco di azioni sufficiente ad influenzare i risultati di una

decisione assembleare, possano agire per il proprio tornaconto, a scapito di altri azionisti.

Per tale motivo, ci sono una serie meccanismi che la struttura di governance delle imprese britanniche attua per contrastare tale opportunismo, che sono, come previsto, più robusti dei corrispondenti controlli negli Stati Uniti. Ora riportiamo brevemente questi meccanismi.

1. *Restraints on Blockholding*

La prima serie di restrizioni agisce per limitare la capacità dei *blockholders* britannici di unirsi per esercitare il diritto di voto - sia direttamente, attraverso un grosso blocco di azioni, sia indirettamente, attraverso strutture di piramide. La più significativa restrizione fu forse la *mandatory bid* nella quale si obbliga qualunque persona, o gruppo di persone agenti in concerto, che venga ad acquisire un interesse in una società per azioni maggiore al 30% del totale delle partecipazioni, a fare un offerta per acquisire la proprietà del resto delle azioni. Lo scopo della regola dell'offerta obbligatoria è quello di assicurare parità di trattamento tra tutti gli azionisti, in modo che coloro che desiderino vendere la propria partecipazione possano farlo al miglior prezzo offerto.

2. *Disclosure of Blockholding*

Informative puntuali e tempestive che informino gli azionisti della situazione economica e della struttura di voto dell'azionariato.

3. *Control Voting*

Sono meccanismi atti a risolvere i problemi di agenzia intra-azionista che potrebbero nascere dall'esercizio del diritto di voto.

4. *Enforcement Mechanisms*

In una corporate governance nella quale predominano *investors retail*, per controllare i costi di agenzia, risultano essere più efficaci i meccanismi normativi, rispetto ai meccanismi di governance, Il contrario avviene invece quando a predominare sono gli investitori pubblici come nel Regno Unito. In questo contesto, il più potente sostituto ai meccanismi di *enforcement*, è quello basato sulla

reputazione. In breve, coloro che violano le regole sono minacciati dall'ostracismo dei mercati di Londra.

3.8 Lo studio di La Porta e la precisazione di Holderness

Nel parlare di proprietà diffusa, non a caso, si è deciso di illustrare a titolo esemplificativo due modelli, quello americano e quello inglese. Infatti sin dagli antipodi del diritto societario e della Corporate Governance sono quei sistemi, che per scelta e per motivi contingenti, hanno più di altri mostrato al loro interno la presenza di società quotate con una struttura proprietaria maggiormente polverizzata. Lo testimonia una vasta letteratura basata su studi empirici come quello svolto dagli studiosi di diritto societario La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer che, pubblicarono un'analisi volta a verificare in quali stati la struttura proprietaria fosse maggiormente diffusa (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Robert, 1998). Lo studio, prese in esame le 20 società quotate con maggiore capitalizzazione di mercato, di quelli che erano considerati i 27 paesi più sviluppati economicamente alla fine del 1995. I risultati mostrano che Regno Unito, Giappone e Stati Uniti sono i paesi che presentano una più alta percentuale di società senza un *blockholder*, che possenga una quota pari almeno al 20% del totale delle partecipazioni, variabile utilizzata come *proxy* di proprietà diffusa. Se poi riduciamo la quota al 10%, i risultati mostrano (penultima colonna della tabella) come gli Stati Uniti e il Regno Unito siano chiari outlier, confermando ancor di più la tesi.

Pochi anni più tardi, però, *Holderness* confutò in parte i risultati mostrati dal precedente studio. Infatti, non si limitò a considerare le 20 società quotate con maggiore capitalizzazione di mercato ma compilò un campione rappresentativo di tutte le imprese americane quotate in borsa e poi confrontò queste con i dati di altre giurisdizioni, raggruppandole per dimensione, età e industria. Una volta presi in considerazione questi fattori, gli Stati Uniti non sono più un *outlier* internazionale. Dallo studio emerge che, circa un terzo del campione, contenente 22 paesi sviluppati e in via di sviluppo, possiede una proprietà più dispersa rispetto agli Stati Uniti (colonna *median block size, all firms, 1995* della tabella 1). In particolare tra gli stati considerati nel campione da Holderness, il Regno Unito

e il Giappone sono quelli che mostrano la più alta percentuale di società quotate ad azionariato disperso (G. Holderness, 2009). La divergenza tra questi risultati e gli studi precedenti deriva dal fatto che la dispersione aumenta con la dimensione aziendale. Lo studio di *Holderness* dimostra che la dimensione di una società influenza il grado di dispersione di una struttura proprietaria. Senza contare la dimensione, gli Stati Uniti mostrano la proprietà (insieme con il Regno Unito) più diffusa. Tenendo conto di questa variabile viene dimostrato come Regno Unito, Giappone e molti altri stati posseggono una proprietà maggiormente dispersa degli Usa.

Country	GDP, 1995 (US\$bn)	Mkt cap, 1995 (US\$bn)	Population of listed firms, 1996	Proportion of largest 20 firms without 10% block, 1995	Median block size, all firms (%), 1995
Austria	239.56	32.51	106	0.05	63
Belgium	284.32	104.96	139	0.00	54
Finland	130.92	44.14	71	0.15	54
France	1570.26	522.05	686	0.30	63
Germany	2522.79	577.37	681	0.35	66
Hong Kong	144.23	303.71	561	0.10	49
Ireland	67.10	25.84	76	0.45	37
Italy	1126.04	209.52	244	0.15	65
Japan	5244.25	3667.29	2334	0.50	27
Norway	147.97	44.59	158	0.05	50
S Korea	517.19	181.96	760	0.40	37
Spain	595.75	197.79	357	0.15	52
Sweden	250.64	178.05	229	0.00	48
Switzerland	314.80	433.62	213	0.50	54
UK	1133.63	1407.74	2433	0.90	36
US	7342.30	6857.62	8479	0.80	50

Tabella 1: livelli di concentrazione proprietaria nel mondo. Fonte: The Berle-Means Corporation in the 21st century; John Armour and Jeffrey N. Gordon

Capitolo IV - Corporate governance e assetti proprietari nell'Europa continentale

4.1 Il confronto con gli Usa

Il problema fondamentale di corporate governance degli Stati Uniti, come mostrato nel capitolo precedente, risiede nel mitigare il conflitto di interesse tra piccoli azionisti partecipanti ad organizzazioni con struttura proprietaria prevalentemente dispersa e manager che hanno una forte autorità nell'esercitare il controllo della stessa. Nonostante alcune grandi compagnie anche negli Stati Uniti siano controllate da *large blockholders*, come ad esempio Microsoft, Ford e Wall-Mart, queste aziende sono relativamente poche e costituiscono un'eccezione.

Al contrario, invece, il problema fondamentale di corporate governance in Europa continentale e nella maggior parte dei paesi del globo risulta essere differente. Infatti, mentre negli Stati Uniti e in Inghilterra a fare da padrone sono strutture proprietaria con azionariato diffuso, nel resto del mondo le imprese sono generalmente controllate da un azionista di maggioranza, di solito un individuo o una famiglia, che possiede la maggioranza delle azioni aventi diritto di voto. Spesso questi azionisti esercitano il controllo attraverso l'utilizzo di strutture piramidali, patti parasociali e sistemi *dual classes of shares*, senza essere proprietari di una grande frazione dei diritti sui *cash flow*. Queste differenze nella struttura di proprietà hanno due importanti conseguenze sulla corporate governance, come suggerito da *Morck, Wolfenzon, e Yeung (2005)*. Da un lato, gli azionisti di maggioranza di un'impresa con proprietà altamente concentrata hanno il potere e il giusto incentivo per disciplinare le azioni del management. Di contro, possono dar luogo a problemi di agenzia diversi derivanti dal disallineamento di interessi tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, generando problematiche legate all'espropriazione di questi ultimi (*Morck, Wolfenzon, & Yeung, Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, 2005*). Un esempio di questo conflitto di interessi ci è fornito dalle principali economie dell'Europa continentale- Germania, Francia e Italia- la cui letteratura ben si presta alla spiegazione delle complicazioni che sorgono in

presenza di un grado di concentrazione della proprietà piuttosto elevato. Inoltre, anche gli obiettivi di lungo termine sembrano essere differenti tra i sistemi di matrice anglosassone e quelli dell'Europa continentale. Infatti, all'approccio angloamericano basato sulla massimizzazione del valore delle azioni, risponde un approccio europeo che persegue, come fine ultimo, la massimizzazione del valore per l'intera azienda. La causa, di una concezione differente tra i due modelli, per quanto concerne l'obiettivo ultimo perseguito, può essere riconosciuta nel differente grado di separazione tra proprietà e controllo caratterizzante i due sistemi. Nelle società dell'Europa continentale, complice proprio il grado di concentrazione della proprietà alquanto elevato, è presente una minore separazione tra coloro che sono proprietari dell'impresa, e coloro che la gestiscono, che induce ad un maggior allineamento tra il concetto di valore per gli azionisti e per l'azienda. In generale, una panoramica sui paesi dell'Europa continentale mostra la presenza di pochi grandi azionisti che esercitano una forte influenza sulla gestione dell'impresa. Inoltre, va annoverata la differenza del tipo di sistema legislativo sul quale si basano i due modelli. Nell'Europa continentale, il sistema legislativo è basato sul concetto di *civil law*, piuttosto che su quello di *common law*, come accade per quello anglosassone. Infine, non meno importante è il tema che riguarda la presenza di un mercato per il controllo aziendale efficiente, il quale sembra risultare molto meno sviluppato nell'Europa continentale dove il top management è, in realtà, maggiormente protetto dal rischio di scalate ostili, compromettendo, spesso, il passaggio efficiente del controllo.

4.2 Il mercato del controllo

I benefici connessi al controllo di una società lo rendono molto appetibile e ne inaspriscono la lotta per la sua contendibilità. Molto spesso nelle società, benché l'allocazione dei diritti residuali di controllo non risulti efficiente, risulta difficile trasferire il controllo da un manager *incapace* a uno *capace*¹⁴ (Grossman & Hart,

¹⁴ Dal controllo derivano due tipi di benefici beneficio pubblico e privato. Il beneficio pubblico ricade su tutti gli azionisti, lo sforzo per ottenerlo è alto, ma il grado di appropriazione è basso poiché viene suddiviso tra tanti azionisti. Il beneficio privato, invece, ricade su un singolo soggetto. Il manager, secondo Grossman e Hart, è capace se con lui il valore pubblico della società supera quello privato; è incapace se massimizza il valore privato e applica la struttura di voto che ostacola

1986). Il termine scalata, indica l'acquisizione del pacchetto azionario di controllo di una società per azioni da parte di un soggetto o di un'altra società, ed è il meccanismo che consente il trasferimento dei diritti residuali di controllo. Secondo Marris (Marris, 1964), la sola minaccia di *takeover* rappresenta uno strumento fondamentale per disciplinare il comportamento dei manager. Il trasferimento del controllo, non è semplice da effettuare e vi devono essere delle condizioni che ne permettono la contendibilità, in particolare: deve esistere un mercato del controllo delle imprese che consente agli azionisti scontenti della gestione di vendere le proprie azioni e all'imprenditore capace di acquisire il controllo; la struttura dei diritti di voto deve essere compatibile con il controllo; le condizioni della scalata dipendono dagli assetti istituzionali e dalle regole di ciascun paese e dalle regole interne all'impresa, che possono favorire o ostacolare gli scalatori nell'espropriazione degli azionisti di minoranza. Un altro modo che può accompagnare o sostituire la scalata nell'intento di impossessarsi del pacchetto azionario di controllo è *la guerra delle deleghe o Proxy Fight*, la quale, consiste nell'organizzare una campagna pubblicitaria per convincere i piccoli azionisti a farsi affidare delle deleghe in modo da poter decidere e votare per loro alle riunioni.

4.3 Norme e Istituzioni

Come suggerito nel precedente paragrafo esistono delle regole sia interne che esterne che hanno come obiettivo quello di regolare il trasferimento del controllo.

4.3.1 Regole esterne all'impresa

Riguarda il complesso di norme vigenti sui mercati finanziari, le regole che gli stati pongono in essere e si preoccupano di far rispettare e gli strumenti di *moral suasion* attraverso cui le imprese sponsorizzano una condotta chiara e trasparente. Al fine di regolare il controllo e la sua contendibilità, ad esempio l'Unione Europea predispone clausole di reciprocità, note come *leggi anti-scalata*:

il trasferimento del controllo. Un modo per impossessarsi del controllo è attraverso la cosiddetta scalata ostile (hostile takeover).

- La *Passivity rule (post-bid defense)* vieta azioni difensive anti-scalata, se non autorizzate in assemblea, ogni volta che parta un'offerta pubblica;
- La *Break-through rule* prevede che a fronte di un offerta pubblica di acquisto di successo che ecceda in termini di adesioni il 75% del capitale, diventino inefficaci le norme preventive anti-scalata (tipicamente azioni a voto plurimo).

Inoltre le imprese per segnalare ai propri azionisti e al mercato una buona condotta aderiscono a *codici di autodisciplina* come il Codice Preda in Italia o quello Cadbury Report nel Regno Unito. Infine, giocano un ruolo fondamentale gli organi di controllo quali Autorità di Regolazione, la Consob e la Banca Centrale.

4.3.2 Regole interne all'impresa

Riguarda le norme contenute nello Statuto dell'impresa e le strategie degli amministratori per rendere più ardua la scalata:

- *Terra bruciata*. Consiste nello scorporare dall'azienda e vendere a prezzo inferiore a quello di mercato *asset* particolarmente redditizi o importanti (come, ad esempio il laboratorio di Ricerca e Sviluppo) al fine di ridurre il valore della società.
- *Pillole avvelenate*. Per aumentare il costo della scalata, gli amministratori, non appena avvertono la presenza di uno scalatore, optano per un aumento di capitale in modo da far lievitare il prezzo delle azioni.
- *Greenmail*. Nel momento in cui il management della società oggetto di scalata ha ricevuto notizia dell'acquisto da parte di un'altra società di un pacchetto di azioni della società target e dopo aver conosciuto le intenzioni ostili dell'acquirente, il management della società oggetto di scalata lancia un'offerta su quel pacchetto di azioni, proponendosi di comprarlo ad un prezzo più alto che quello di mercato. In questo modo, l'azienda acquirente può vedere conveniente la vendita di quel pacchetto di azioni, e rinunciare, per questo, alla scalata, in cambio di profitto.
- *Paracadute d'oro*. Clausola inserita nel contratto di lavoro degli alti dirigenti che prevede che gli venga conferito un bonus in caso di cambio

di controllo. Questa clausola protegge i manager dal cambiamento ma soprattutto li incentiva a non ostacolare il cambio di controllo.

- *Struttura dei diritti di voto.* Idealmente, viene imposta e scelta dal proprietario prima della quotazione in modo che il mercato di controllo delle imprese riesca a mettere sotto la giusta pressione il futuro Consiglio di Amministrazione. Con la giusta struttura di voto è possibile impedire ad un eventuale manager *incapace* di mantenere il controllo e continuare ad estrarre benefici privati.

Introdotti, alcuni concetti generali e di base rientranti nel tema della corporate governance, andiamo adesso a focalizzarci sui casi particolari dei Paesi dell'Europa continentale- Germania, Francia e Italia- oggetto di questa analisi.

4.4 Il grado di concentrazione della struttura proprietaria nelle società dell'Europa continentale

Una misura comune che permette di definire se una struttura proprietaria è concentrata, consiste nel verificare la presenza, in una società, di almeno un'azionista, che chiameremo azionista di controllo, che sia proprietario di almeno il venti per cento delle azioni aventi diritto di voto (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Robert, 1998). Per capire la situazione della struttura proprietaria dell'Europa continentale utilizzeremo la tabella 2 che raccoglie i dati delle venti società con più alta capitalizzazione di mercato alla fine del 1995 dei tre paesi con la maggiore economia dell'Europa continentale e, per confronto, dei due paesi, Stati Uniti e Regno Unito, che da sempre gli studiosi di diritto societario hanno portato come esempio di struttura proprietaria aziendale diffusa, o *widely held*, come descritto in tabella (Enriques & Volpin, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, 2007). La prima colonna della tabella 2 mostra che, considerando le prime venti società per capitalizzazione di mercato dei cinque paesi presi come riferimento, la proprietà dispersa è la norma negli Stati Uniti e nel Regno Unito, che di contro è rara in Italia e meno diffusa in Germania e Francia. La seconda colonna, indica che, ad eccezione del Regno Unito, è abbastanza comune che l'azionista di controllo sia un individuo (*family control*). Inoltre, si riscontra la presenza nell'Europa continentale di una struttura proprietaria nella quale l'azionista di maggioranza esercita il controllo di una

società attraverso la proprietà e il controllo di un'altra società (gruppo piramidale). Questo tipo di struttura risulta assente tra le società americane e inglesi considerate. Secondo *Morck et. altri* (Morck, Wolfenzon, & Yeung, Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, 2005) la causa di tale assenza andrebbe ricercata nelle differenze storiche legate alla regolamentazione nei paesi, in particolare la tassazione sui dividendi introdotta negli Usa nel 1935 potrebbe spiegare la scomparsa delle strutture piramidali statunitensi. Secondo *Franks, Mayer e Rossi* (Franks, Mayer, & Rossi, Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK, 2005) la scomparsa nel Regno Unito dei gruppi piramidali è, invece, da amputare all'introduzione della *mandatory takeover bid* (offerta obbligatoria di acquisto) del 1968.

La colonna 4 mostra che anche se consideriamo un'altra variabile, la mediana della dimensione dei sindacati di blocco (*median largest voting block*), la struttura proprietaria risulta altamente concentrata in Italia e Germania e prevalentemente diffusa in Regno Unito e Usa. Nel particolare, la variabile indica che in Germania e in Italia, un sindacato di blocco è proprietario di almeno, rispettivamente, il 57% e il 55% delle azioni aventi diritto al voto delle venti società con maggiore capitalizzazione di mercato alla fine del 1995. L'ultima misura del grado di concentrazione della struttura proprietaria mostrata in tabella è la quota della capitalizzazione di mercato complessiva detenuta dalle dieci famiglie più ricche di ciascuno stato considerato. Osservando, quindi, la colonna relativa a *family wealth*, si deduce come la struttura proprietaria delle maggiori società dell'Europa continentale sia concentrata nelle mani di un numero ridotto di individui o famiglie benestanti.

Si può, dunque ben capire come nei Paesi dell'Europa continentale sia pratica comune mantenere il controllo delle società attraverso gruppi piramidali e la presenza di soggetti forti quali le famiglie che detengono un'alta quota di partecipazione al capitale sociale. Vediamo, allora nel paragrafo successivo come agiscono le piramidi e successivamente pregi e difetti delle imprese a controllo familiare.

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

Tabella 2: Proprietà concentrata vs dispersa. Assetti proprietari a confronto. Fonte: Corporate Governance Reforms in Continental Europe; Luca Enriques and Paolo Volpin.

4.4.1 Tre gruppi piramidali: LVMH, Telecom Italia e Volkswagen AG

Per capire come si strutturano le piramidi, consideriamo tre esempi esplicativi (gli esempi sono relativi alle situazioni societarie delle società considerate all'anno 2005), provenienti proprio dai tre paesi presi ad esame per la nostra analisi (Enriques & Volpin, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, 2007). Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) è considerata la più grande società nei beni di lusso ed una delle più importanti nella borsa di Parigi, con una capitalizzazione pari a 45 miliardi di dollari nel 2005. Bernard Arnault, è il suo *chief executive officer* (CEO), *chairman* del consiglio di amministrazione. La compagnia è controllata attraverso un gruppo piramidale che include diverse società non quotate e una sola quotata (*Christian Dior*). La figura 5 mostra la situazione della catena di controllo. Le frecce indicano la direzione del controllo mentre i numeri alla destra delle frecce la frazione di azioni aventi diritto di voto. I numeri alla sinistra della figura indicano, invece, la frazione dei diritti sui cash-flow di cui sono proprietari, direttamente o indirettamente, gli azionisti di maggioranza. Per esempio, *Arnault* è proprietario del 98.7% dei diritti di cash-flow di *Semyrhamis*, poiché questa società controlla il 70% di Christian Dior SA, Arnault è proprietario del 69.1% dei cash-flow di *Dior* (ovvero, 98.7% moltiplicato per 70%). Come conseguenza di questa struttura di controllo, Arnault controlla il 47% (42% più 5%) del gruppo LVMH.

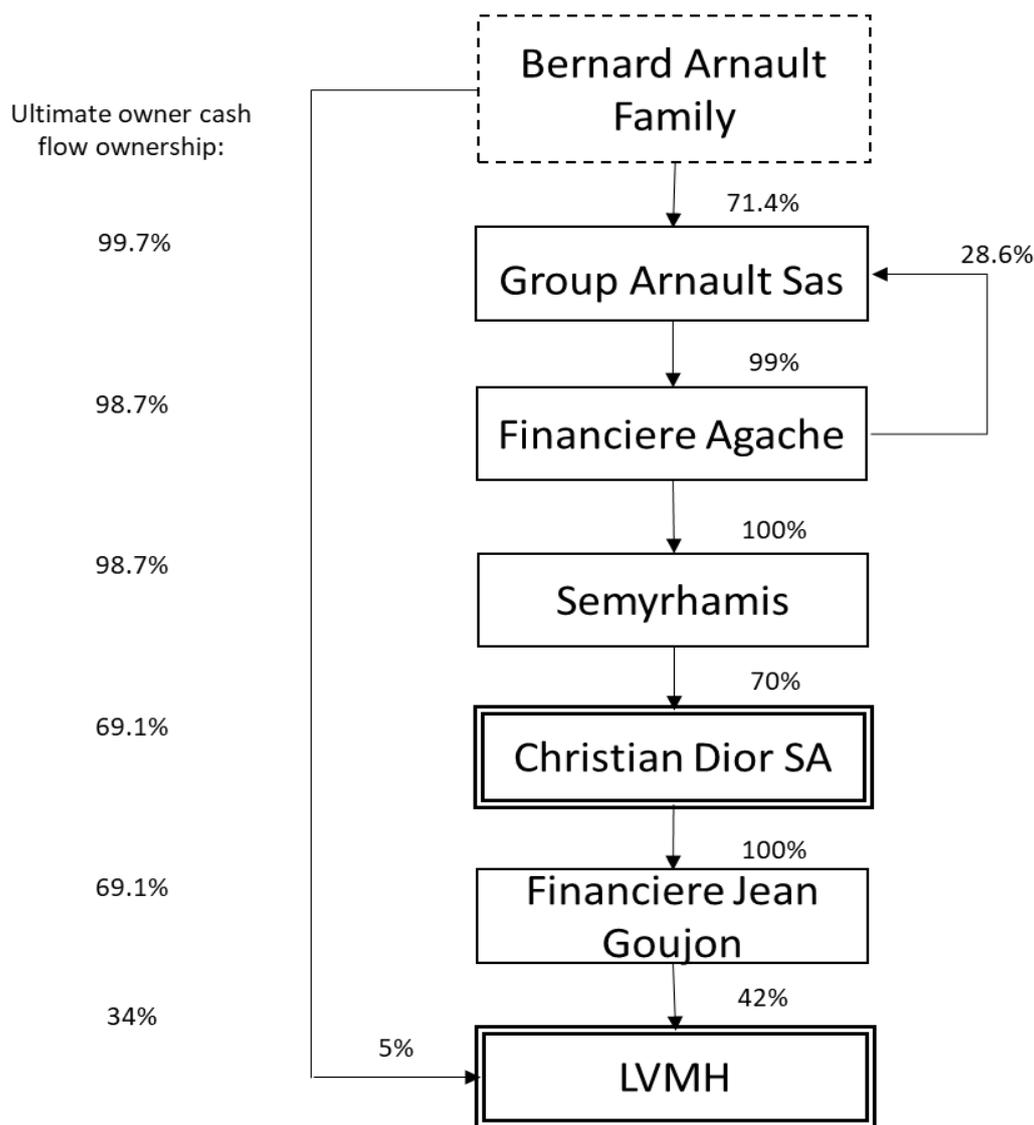


Figura 5: Ownership structure LVMH (2005). Fonte: Journal of Economic Perspectives (Luca Enriques e Paolo Volpin). Le società con doppio bordo (LVMH e Christian Dior SA) sono quelle quotate.

Un esempio che mostra in modo ancora più drammatico la separazione tra proprietà e controllo è fornito dal caso *Telecom Italia*, una delle maggiori società del gruppo *Telecom*, che nel 2005 risultava avere una capitalizzazione all'incirca pari a 40 miliardi di dollari. Il gruppo piramidale include cinque società di cui tre quotate, come mostrato in figura. Marco Tronchetti Provera possiede il 18% delle azioni aventi diritto di voto di *Telecom Italia*, ed è per distacco, il suo principale azionista, sebbene sia beneficiario di soltanto lo 0.7% dei diritti sui cash-flow. Inoltre detiene il controllo di *Pirelli* attraverso un sindacato di voto. Grazie a tale

accordo, Tronchetti Provera controlla il 46.6% di *Pirelli*: il 25% attraverso la sua holding *Camfin* e il 21.1% attraverso il patto con altri azionisti.

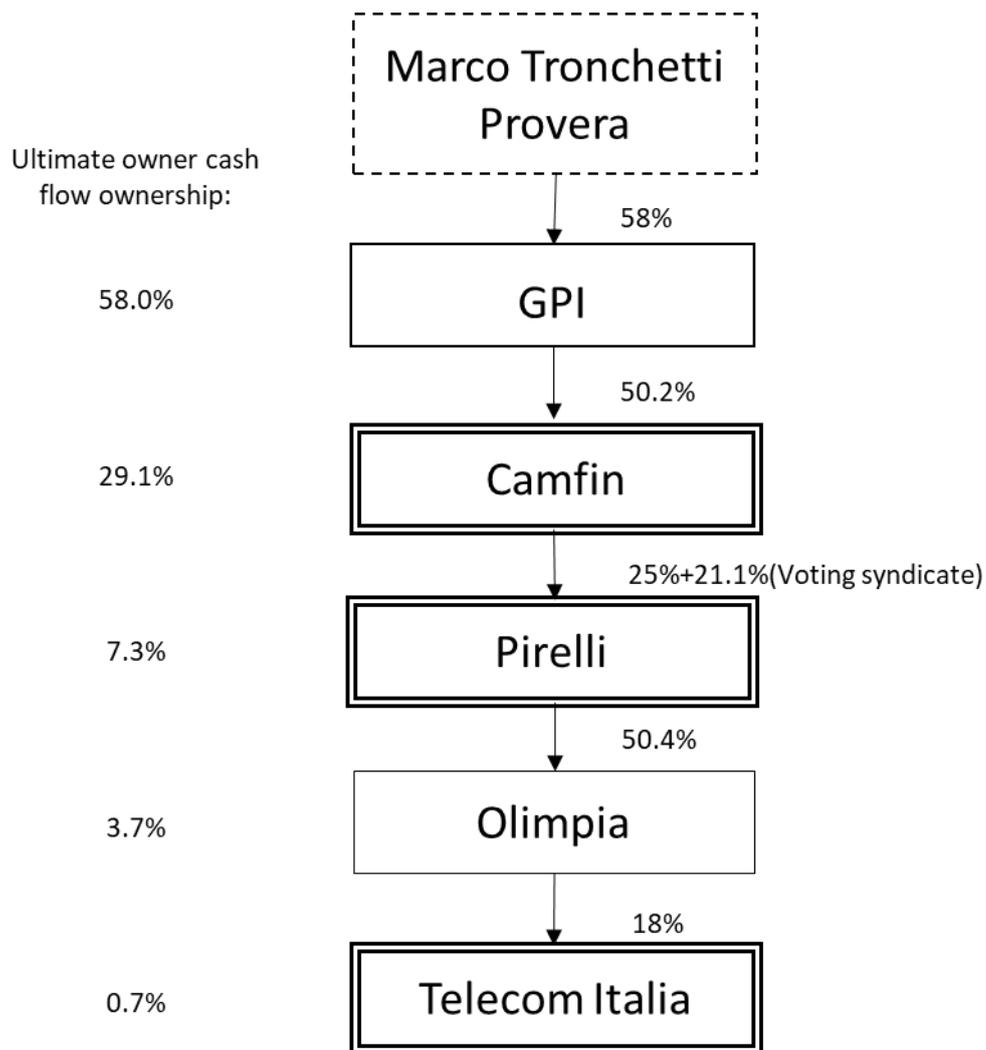


Figura 6: Ownership structure Telecom Italia (2005). Fonte: Journal of Economic Perspectives (Luca Enriques e Paolo Volpin). Le società con doppio bordo (Camfin, Pirelli, Telecom Italia) sono quelle quotate.

Nel terzo esempio (figura 7) consideriamo la struttura proprietaria di *Volkswagen AG*, la cui capitalizzazione di mercato nel 2006 era di circa 25 miliardi di dollari. Anche in questo caso l'azionista di controllo di questa società è un'altra società quotata (*Porsche AG*). Poiché *Volkswagen AG* conta anche di azioni non aventi diritto di voto, la società *Porsche AG* è proprietaria del 25.1% delle azioni ordinarie, ma solo del 18.9% dell'equity. La *Volkswagen law* emanata nel 1960, pone un tetto massimo, pari al 20%, al possesso di azioni aventi diritto di voto per ciascun azionista. Questo significa che sebbene *Porsche AG* non controlli legalmente *Volkswagen*, in realtà, essendo il suo maggiore azionista, esercita un controllo di fatto. *Porsche AG*, è invece controllata dalla famiglia del fondatore della casa automobilistica, Ferdinand Porsche. La famiglia Porsche ne detiene il 100% delle azioni ordinarie ma solo il 50% dell'equity, in quanto la metà delle azioni è costituita da *nonvoting shares*. Grazie all'azione combinata di una struttura piramidale e di un sistema *dual classes shares*, la famiglia Porsche controlla il 25.1% della società *Volkswagen AG*, nonostante abbia diritto solo al 9.44%

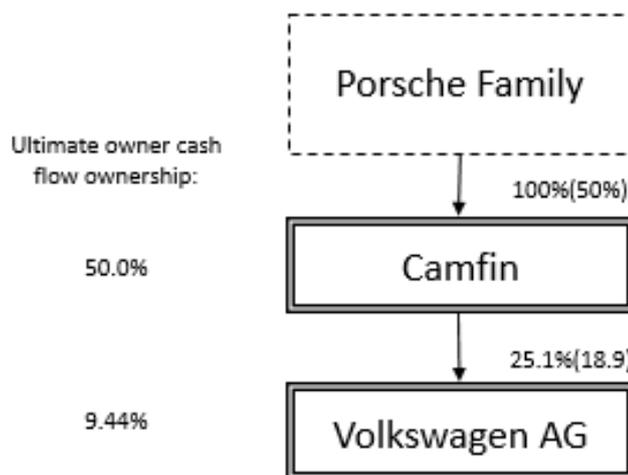


Figura 7:Ownership structure Volkswagen AG (2006). Fonte: Journal of Economic Perspectives (Luca Enriques e Paolo Volpin). Le società con doppio bordo (Porsche AG e Volkswagen AG) sono quelle quotate. Tra parentesi viene mostrata la frazione di equity di cui è proprietario l'azionista di controllo.

4.5 Riforme di Corporate governance in Germania, Francia e Italia

Negli ultimi 25 anni, sono numerose le riforme emanate in Francia, Germania e Italia volte a migliorare i meccanismi interni di governance, a dare maggior potere agli azionisti, ad accrescere gli obblighi di informativa, e con l'obiettivo di rafforzare l'applicazione delle leggi. Per comprendere l'impatto e la portata di tali provvedimenti legislativi, risulta utile partire attraverso un confronto con gli Stati Uniti. Negli Usa, gli amministratori prendono tutte le decisioni (o quantomeno hanno il potere di promuovere delibere, nel caso in cui sia previsto il voto assembleare). In Europa, gli azionisti hanno la parola finale su un numero più ampio di questioni, come il riacquisto di azioni, il pagamento dei dividendi, e nuove emissioni. Gli azionisti europei hanno anche molto più potere nel fissare gli incontri dell'assemblea (Enriques & Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, 2007). Questa allocazione di potere rinforza la struttura proprietaria dominante: in entrambi i casi la legge conferisce ai controllori (al management negli Usa, agli azionisti di maggioranza in Europa), il diritto di esercitare e mantenere il controllo. Il governo centrale degli Stati Uniti ha, però, da sempre giocato un ruolo più importante nella regolamentazione della corporate governance rispetto ai paesi della comunità europea: la regolamentazione statunitense sui titoli, ha già dal 1930, affrontato problematiche cruciali di corporate governance, quali i temi riguardanti l'assemblea degli azionisti e dei voti nelle assemblee, le questioni legate all'*insider-trading*, ai *takeover*, e successivamente, con il *Sarbanes Oxley Act*, anche temi riguardanti la composizione e le funzioni del consiglio di amministrazione (Roe, 2004). Invece, la comunità europea, nonostante il suo potere di emanare provvedimenti vincolanti e direttive in materia di corporate, ha tradizionalmente avuto un minor impatto sulla governance delle società europee (Enriques & Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, 2007). Inoltre, la regolamentazione statunitense sui titoli finanziari prevede un sistema, per quanto concerne gli obblighi di informativa societaria, che è molto più comprensivo di quello europeo, la cui efficacia è assicurata da un insieme di istituzioni che si preoccupano di far applicare le leggi, come il *the Securities and Exchange Commission* (SEC), e il *the U.S. Department of Justice*. In Europa, l'applicazione delle leggi è nelle mani

degli stati membri, che tradizionalmente sono stati lontani dall'affrontare in modo aggressivo violazioni di corporate e l'inosservanza di leggi preposte alla protezione e allo sviluppo del mercato finanziario, provvedendo in modo assai limitato ad imporre il rispetto delle norme. Senza la presenza di barriere e ostacoli legali di lunga durata ai contenziosi degli azionisti, il *private enforcement* dei doveri degli amministratori è quasi inesistente. Questa situazione è in tagliente contrasto con gli Stati Uniti, dove gli amministratori affrontano un alto rischio di essere denunciati se compiono scelte guidate da *self-dealing*. I giudici infatti, valutano in modo molto severo la mancanza di lealtà di un amministratore nei confronti delle società.

Per sopperire a queste e altre mancanze i legislatori europei soprattutto negli ultimi venticinque anni hanno iniziato una serie di riforme guidate principalmente da tre fattori. Prima di tutto, le riforme miravano a rendere più attrattivo il mercato finanziario di ciascuno degli stati europei dal momento che, la deregolamentazione, la globalizzazione, e il processo di privatizzazioni, avevano contribuito ad aumentare la concorrenza sul mercato azionario europeo (Kamar, 2006). In secondo luogo, cambi di direzione erano stimolati dalla Comunità Europea, nello sforzo di costituire un quadro di regolamentazione di riferimento comune per il mercato finanziario europeo, con particolare riguardo agli obblighi di informativa (Ferran, 2004). Infine, la maggior parte delle riforme di corporate law emanate in Europa arrivarono come risposta a scandali di corporate, come i casi noti di Enron e Parmalat, e molti altri, quali le frodi finanziarie in Francia e Germania. Ad esempio, nel 1998, venne emanata una riforma di corporate in Germania dopo lo scandalo *Metallgesellschaft* e di altri susseguitesi nello stesso periodo, che risaltarono i carenti meccanismi interni di controllo delle società tedesche (Cioffi, 2002). La trattazione che segue sottolinea gli sforzi del legislatore di emanare riforme di corporate governance che possano aiutare a proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza delle società quotate.

4.5.1 Provvedimenti atti a conferire maggior potere agli azionisti

La legge tipicamente protegge gli azionisti in modo che essi possano manifestare i propri diritti di vendere la propria partecipazione, di denunciare irregolarità e di votare nell'assemblea ordinaria. Innanzitutto, nelle società ad azionariato diffuso,

il diritto degli azionisti di vendere la propria partecipazione permette, in un mercato di controllo delle imprese, di limitare gli abusi degli azionisti insider. Tuttavia, accade che, laddove la proprietà è fortemente concentrata, come in Europa continentale, questo mercato disciplina soltanto gli insider delle poche società ad azionariato diffuso (Rossi & Volpin, 2004). In secondo luogo, le autorità preposte alla regolamentazione dei mercati, possono rafforzare i diritti degli azionisti concedendogli il diritto di denunciare le società e gli amministratori. L'effetto di questi provvedimenti dipende poi da quanto è efficiente il sistema giudiziario. In terzo luogo, la regolamentazione potrebbe fornire maggiore potere agli azionisti estendendo il numero e la portata delle decisioni da prendere in assemblea, richiedendo una maggioranza più alta su temi fondamentali, abbassando il costo del voto, limitando la deviazione dal sistema *one-share-one-vote*, e attraverso mandati che impongano la rappresentanza degli azionisti di minoranza all'interno del consiglio di amministrazione.

Note le premesse vediamo ora come si sono mosse Germania, Francia e Italia attraverso un confronto con gli Stati Uniti. In generale si può affermare che negli USA gli azionisti sono divenuti più forti e potenti. Le due principali borse americane, nel 2003, hanno modificato le proprie regole di quotazione richiedendo l'approvazione degli azionisti per i piani di retribuzione, e proibendo ad intermediari di votare per i propri clienti questi piani, a meno che non avessero presentato un mandato fornitogli dal proprio cliente. I legislatori in Europa continentale hanno preso varie misure per cercare di conferire maggior potere agli azionisti di minoranza nei confronti di manager e azionisti di maggioranza. Gli azionisti, adesso, hanno il potere di autorizzare o ratificare alcune transazioni in potenziale conflitto di interessi. Ad esempio, in Francia l'assemblea generale ha l'obbligo di ratificare qualsiasi transazione straordinaria e alcuni piani di retribuzione dei manager attraverso il consenso della maggioranza degli azionisti mentre in Italia, una specifica disposizione, prevede che l'assemblea approvi qualsiasi tipo di piano di retribuzione *stock-based* (compensi legati ad azioni). In ciascuno dei tre paesi, si è proceduto a ridurre le spese legate al voto a carico degli azionisti attraverso l'introduzione del voto remoto tramite internet e i più aggiornati sistemi di telecomunicazione. Francia e Germania hanno diffuso regole atte a ridurre le barriere tecniche al voto degli azionisti residenti all'estero

e facilitato la circolazione dei documenti. Gli azionisti delle società italiane avevano l'obbligo di depositare le proprie azioni presso una banca cinque giorni prima di un'assemblea, in modo da impedirne la vendita durante questi cinque giorni. Nel 2003 questa concessione venne abrogata, non sussiste più l'obbligo di deposito, sebbene lo statuto di una società possa richiedere un obbligo di deposito sino a due giorni antecedenti un'assemblea. Nessun requisito del genere è stato richiesto in Germania mentre in Francia lo statuto delle società che in passato poteva richiedere il deposito delle azioni fino a cinque giorni prima dell'assemblea, dal 2002, grazie a un nuovo decreto lascia liberi gli azionisti di poter vendere la propria partecipazione sino al giorno prima dell'assemblea. Per limitare il potere degli azionisti di controllo, la Francia e la Germania hanno posto in essere speciali maggioranze per delibere straordinarie dell'assemblea. In Italia, dal 1998, viene richiesta una maggioranza pari almeno a due terzi delle azioni presenti in assemblea per diversi tipi di delibere, per esempio riguardanti fusioni o modifiche dello statuto. L'obiettivo dichiarato resta quello di distribuire maggiori poteri alle minoranze, nella speranza che monitorino gli azionisti di maggioranza.

Francia e Italia, per lo stesso motivo, hanno anche ridotto la soglia minima di partecipazioni per esercitare alcuni diritti, come il diritto di convocare un'assemblea (dal 10 al 5 per cento in Francia e dal 20 al 10 per cento in Italia) o il diritto di richiedere al tribunale la nomina di un esperto per la revisione di una transazione (dal 10 al 5 per cento in entrambi i paesi). Tra questi tre paesi, la Germania è la nazione che più si è adoperata per limitare la deviazione dal sistema di voto *one-share-one-vote*, nonostante anche l'Italia abbia intrapreso a muovere i primi passi in questa direzione durante la fine del ventesimo secolo. Inoltre nel 1998 la Germania ha bandito le azioni a voto multiplo, e ha proibito alle banche di agire attraverso le deleghe dei propri clienti, se in possesso di una quota maggiore al 5 per cento. Generalmente, le direttive legate alla possibilità che le banche potessero votare attraverso deleghe a nome dei propri clienti vennero riviste in modo da ridurre la tendenza che le banche utilizzassero i voti di questi ultimi per rafforzare ulteriormente la posizione del management. Nel 2002, la Germania ha rivisto il proprio codice tributario esentando dalla tassazione le plusvalenze provenienti dalla vendita delle partecipazioni detenute

dalle società. Il fine fu quello di scoraggiare le società e le istituzioni finanziarie a far ricorso alle partecipazioni incrociate. L'Italia fece lo stesso nel 2003 e, inoltre, riformò le leggi corporate al fine di contrastare varie forme di deviazione dal sistema di voto *one-share-one-vote*. Nel 1998 la legge Draghi, nacque proprio per contrastare le varie forme di accordi tra azionisti (sindacati di voto e sindacati di blocco). Tali patti, che sono davvero comuni nelle grandi imprese quotate italiane, stabilizzano il controllo nelle mani dei sindacati, che sono spesso collegati da una rete di partecipazioni incrociate (Ferrarini, 2001). La riforma legislativa del 1998 ha introdotto un tempo limite pari a tre anni per queste forme di accordo, in modo che i contraenti siano liberi di ripensarci ogni tre anni. La legge inoltre prevede che in caso di offerta pubblica di acquisto i contraenti siano liberi di offrire le proprie azioni, a prescindere dalle restrizioni contenute nel patto.

Un altro meccanismo che ha rafforzato la posizione degli azionisti riguarda il *private enforcement by shareholder lawsuits* ovvero l'attuazione di riforme che favoriscono il ricorso ad azioni di responsabilità nei confronti di amministratori che abbiano condotto operazioni a discapito degli interessi della società. In Italia le azioni di responsabilità sono state introdotte nel 1998 per la prima volta, ma la possibilità di agire in giudizio, è stata riservata agli azionisti che detengono almeno il 5 per cento delle azioni. In realtà, purtroppo, nel nostro Paese sono rarissime le azioni di responsabilità, le cui cause sono da imputarsi a questa soglia piuttosto elevata e al fatto che la parte perdente è costretta a pagare le spese per l'avvocato del vincitore. Inoltre, gli azionisti querelanti possono trovare molto difficile ottenere prove per giustificare le proprie affermazioni, in assenza di regole in stile USA (Enriques, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2004). Tuttavia, l'Italia ha fatto qualcosa più tardi, in quanto nel 2005 la soglia per intraprendere l'azione di responsabilità è scesa al 2.5 per cento. Dei tre paesi la Germania risulta quello che ha emanato più leggi per avvicinarsi al sistema legale statunitense. Ad esempio, le norme introdotte nel 2005, rendono possibile agli azionisti che rappresentino almeno l'1 per cento delle azioni totali o a coloro che siano proprietari di un valore almeno pari a

€100.000, di fare causa agli amministratori. Inoltre, gli accordi transattivi¹⁵ devono essere divulgati al pubblico, ed è stato introdotto un regime speciale sulle spese per gli avvocati più favorevole agli azionisti. La Germania ha anche emanato norme per facilitare gli azionisti nelle cause per danni derivanti da violazioni dell'obbligo degli emittenti di divulgare informazioni materiali. Tali cause sono state ammesse per la prima volta nel 2003.

4.5.2 Disposizioni in materia di obblighi di informativa

L'esercizio dei diritti degli azionisti di vendere la propria partecipazione, di votare in assemblea e di denunciare irregolarità dipende anche dalle loro possibilità di accedere alle informazioni nevralgiche delle società nelle quali detengono le proprie partecipazioni. Un regime estensivo di informativa può aiutare ad alleviare i problemi di agenzia nelle società quotate. Per esempio, la divulgazione obbligatoria di transazioni con parti-correlate e dei compensi degli amministratori può rappresentare uno strumento efficace per combattere e limitare scelte guidate da *self-dealing*. Gli obblighi di informativa, infatti, aiutano a prevenire l'*insider-trading*. Schemi di contabilità ben disegnati e amministratori indipendenti aiuterebbero a limitare frodi come quelle di Parmalat.

Si può ben dire che rispetto alla fine degli anni novanta il quadro normativo riguardante gli obblighi di informativa è migliorato su entrambe le sponde dell'Atlantico. Dopo lo scoppio degli scandali, gli Stati Uniti imposero ulteriori obblighi di informativa e potenziarono il ruolo degli *auditor*. Nell'Europa continentale sono state attuate importanti riforme concernenti l'obbligo di comunicazione, le quali coprono principalmente quattro settori: governo societario, *self-dealing* e *insider trading*, retribuzioni, e informativa finanziaria.

4.5.2.1 I requisiti di informativa: le mosse

Le riforme degli ultimi anni dello scorso secolo hanno profondamente contribuito a migliorare gli obblighi di informativa in particolare di quelli riguardanti azioni guidate da *self-dealing*. A seguito di un regolamento comunitario europeo del

¹⁵ L'accordo transattivo o transazione è un contratto con il quale due parti pongono fine a una lite o prevengono una lite facendosi reciproche concessioni.

2002, a partire dal 2006 i conti annuali delle società quotate devono essere redatti secondo gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS), il cui Standard 24, richiede una divulgazione dettagliata e specifica delle operazioni con parti correlate. La divulgazione annuale delle transazioni con parti correlate era già la regola in Francia, sebbene in pratica le assemblee degli azionisti avessero tradizionalmente ricevuto poche informazioni specifiche a riguardo (Enriques, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2004). L'Italia, almeno sulla carta, è andata oltre. Nel 2002, la Consob ha emanato nuove regole che richiedono una divulgazione tempestiva e continua delle operazioni rilevanti con parti correlate. Tuttavia, le società raramente divulgano tali transazioni (Consob, 2005), sfruttando la vaghezza dei criteri utilizzati per identificarne la materialità. Una direttiva del 2003 della Comunità Europea contiene disposizioni di informativa volta a prevenire gli abusi di mercato, intendendo con tale termine disposizioni legiferanti in materia di insider trading e frode sui titoli. La direttiva richiede, inoltre, la divulgazione delle attività di negoziazione delle azioni di una società quando intraprese dai suoi amministratori e/o da persone strettamente connesse con essi. Tra il 2003 e il 2005, tutti e tre i paesi hanno modificato le loro leggi con rispetto a tali disposizioni ma, solo l'Italia, ha seguito l'esempio degli Stati Uniti e ha esteso l'obbligo di divulgazione all'attività di negoziazione da parte degli azionisti di controllo. Sino alla fine degli anni novanta, i compensi percepiti dagli amministratori delle società europee erano un segreto ben custodito. Le riforme hanno imposto la divulgazione completa dei compensi dei singoli membri del consiglio di amministrazione, incluse le opzioni su azioni: l'Italia ha richiesto la divulgazione annuale dal 1999, la Francia dal 2001 e la Germania dal 2006. Le società dei paesi dell'Europa continentale, hanno accumulato riserve nascoste grazie a politiche contabili conservative. Secondo le nuove regole IFRS sull'informativa finanziaria, il principio del *fair value accounting* obbliga le società a divulgare tali riserve. Di conseguenza, gli investitori dovrebbero essere maggiormente in grado di capire se le società mantengano una liquidità eccessiva con l'obiettivo di massimizzare le dimensioni dell'impresa e i benefici privati derivanti. Infine, le giurisdizioni dell'Europa continentale hanno anche adottato misure per rafforzare

l'indipendenza e l'efficacia degli *auditor*, traendo spunto dalle norme statunitensi imposte dalla *Sarbanes-Oxley*.

4.5.3 Direttive legate al rafforzamento del Public Enforcement

Ulteriori interventi che permettano di regolamentare le condotte degli amministratori delle società, sono quelli connessi all'inasprimento delle sanzioni penali. Far rispettare le leggi potrebbe essere lo strumento più efficace per prevenire forme specifiche di espropriazione, come l'*insider-trading*. Secondo gli standard internazionali, gli Stati Uniti hanno una rigida disciplina di *Public Enforcement*, le cui regole sono divenute tuttavia più severe a seguito degli scandali finanziari. Secondo *Coates*, successivamente a questi, il Congresso degli Stati Uniti ha aumentato le risorse a disposizione della *Securities and Exchange Commission* (SEC), rafforzato le sanzioni penali per frode, e istituito un organismo di supervisione che vigilasse sui revisori dei conti, la *Public Company Accounting Oversight Board*¹⁶. Oltre agli Usa anche Francia, Germania e Italia hanno ridisegnato e rafforzato le proprie strutture di *Public Enforcement* negli ultimi 25 anni. In particolare, la Germania si è mossa maggiormente nel conferire poteri alle autorità di vigilanza per il motivo che, prima del 1994, non aveva istituzioni che controllassero il mercato finanziario. In Italia è stato concesso maggior potere alla Consob, mentre la Francia, che già contava agenzie preposte a vigilare sul mercato dei titoli, ha deciso di riunire l'attività di supervisione finanziaria in un'unica autorità, l'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF).

Inoltre, questi tre paesi prevedono ora sanzioni penali in caso di abusi di mercato. La Francia aveva già provveduto nel 1970, mentre l'Italia e la Germania hanno proibito, rispettivamente, nel 1991 e nel 1994, l'*insider trading* e pochi anni più tardi la manipolazione del mercato (il delitto di manipolazione del mercato prevede e punisce le condotte dolose idonee ad alterare il valore di

¹⁶ La Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) è una società privata senza scopo di lucro creata dal Sarbanes-Oxley Act del 2002 per sorvegliare gli audit delle società pubbliche, al fine di tutelare gli interessi degli investitori, promuovere l'interesse pubblico nei confronti degli investitori. Nel creare il PCAOB, il Sarbanes-Oxley Act richiedeva che i revisori delle società pubbliche statunitensi fossero indipendenti e soggetti a supervisione esterna per la prima volta nella storia. In precedenza, la professione era autoregolata.

mercato degli strumenti finanziari. Fa parte della Parte V, Titolo I bis del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) e costituisce, insieme al reato di abuso di informazioni privilegiate, una fra le più rilevanti fattispecie penali finalizzate alla repressione della criminalità finanziaria). Nel 2003, con l'adozione della direttiva sugli abusi di mercato, tutti e tre i paesi hanno dovuto inasprire il proprio regime penale con varie misure atte a rincarare la punizione degli *insider trading* e di coloro che fossero accusati di manipolare il mercato. Ad esempio, l'Italia ha aumentato la pena detentiva massima e le multe per i due crimini e ha associato la sanzione penale a quella amministrativa, che può essere imposta direttamente dalla Consob (come rimedio alla frequente inerzia dei pubblici ministeri). Ciascuno dei tre paesi ha rinforzato l'apparato di *Public Enforcement* relativo alla rendicontazione finanziaria e all'audit: la Germania e l'Italia, hanno introdotto norme che prevedono la revisione da parte dell'organismo di vigilanza delle relazioni finanziarie delle società e rafforzato la supervisione pubblica sui revisori dei conti; la Francia nel 2003 e la Germania nel 2004, hanno istituito un equivalente del *Public Company Accounting Oversight Board* degli Stati Uniti. Infine, sono stati notevolmente ampliati nel 2005 (dopo che erano stati ridotti dalla riforma del 1998) i poteri di supervisione della Consob in Italia sulle società di revisione.

4.6 L'analisi finale: Usa vs Europa continentale

La corporate governance dell'Europa continentale differisce da quella statunitense principalmente per due motivi: in primo luogo, la maggior parte delle società europee possiede un elevato grado di concentrazione della struttura proprietaria mentre la proprietà nella maggioranza delle società americane è ad azionariato diffuso; in secondo luogo, negli Stati Uniti si incontra una regolamentazione più ferrea in materia di azioni condotte da *self-dealing*. Negli ultimi venticinque anni, Francia, Germania e Italia hanno promosso importanti riforme di diritto societario volte a rafforzare i meccanismi interni di governance, a responsabilizzare gli azionisti, a migliorare i requisiti di informativa e a rafforzare il *Public Enforcement*.

Particolare attenzione è stata posta nel dare maggior potere agli azionisti di minoranza e sugli obblighi di informativa, considerati come gli strumenti più

efficaci per contrastare gli abusi degli azionisti di maggioranza. Tuttavia, prima di concludere che le riforme abbiano avvantaggiato gli investitori è necessario precisare che innanzitutto è stato fatto poco per risolvere il problema delle operazioni con parti correlate. La Germania non ha fatto quasi nulla per migliorare la sua legge in materia. La Francia e l'Italia hanno imposto regole più severe su tali transazioni, ma non abbastanza per rafforzare il *private enforcement*, condizione necessaria per rendere efficaci le direttive emanate. In secondo luogo, buona parte delle riforme europee è stata modellata sulla base delle leggi corporate statunitensi. Gli Stati Uniti hanno un quadro giuridico ben sviluppato per il governo societario, che è stato ulteriormente migliorato dalle riforme post-scandalo. Tuttavia, le differenze fondamentali della struttura proprietaria tra Europa e Stati Uniti suggeriscono che emulare leggi il cui obiettivo sia quello di frenare l'opportunismo manageriale potrebbe non essere il modo appropriato di prevenire scelte guidate da *self-dealing* da parte degli azionisti di controllo. Infatti, un cinico osservatore potrebbe obiettare che quando i responsabili politici europei adottano soluzioni in stile Usa, designate per contrastare i problemi di agenzia manageriale, potrebbe sembrare che stiano facendo qualcosa per riformare il governo societario europeo, lasciando però, in realtà, intatte le rendite degli azionisti di maggioranza. In considerazione della sua recente evoluzione, la legge sul governo societario in Europa viene spesso descritta come in uno "stato di riforma permanente" (Noack & Zetsche, 2005). Lo sforzo di riforma deve comunque continuare se l'Europa continentale vuole affrontare in modo efficace i problemi di base del governo societario posti in essere dal potere incontrastato degli *insider shareholder*.

La trattazione sin qui condotta ha illustrato i sistemi di corporate governance dell'Europa continentale di Germania, Francia e Italia come un unico blocco in modo che, attraverso il confronto con la struttura del governo societario angloamericana, risaltassero con maggiore evidenza pregi e criticità connessi alla presenza di un diverso grado di concentrazione della struttura proprietaria (concentrata in Europa e ad azionariato diffuso negli Usa) e, di conseguenza, ad un differente grado di separazione tra proprietà e controllo, che genera dissimili problemi e costi di agenzia (separazione netta tra proprietà e management negli Usa; problemi intra-azionista legati principalmente all'espropriazione degli

azionisti di minoranza da parte degli *insider* in Europa). Questo, dunque, non vuole significare che i sistemi di governo di Germania, Francia e Italia siano uguali. Per tale motivo, nei paragrafi successivi Germania e Francia, e nel capitolo seguente l'Italia, al fine di comprendere le ragioni dei moderni assetti proprietari delle società di ciascuno di questi Paesi, si è scelto di trattarli singolarmente.

4.7 Il sistema renano e quello latino

Nella stessa Europa continentale si possono distinguere due classi di *civil law*, quella renana e quella latina. In generale il modello renano offre un grado di protezione legale nei confronti di azionisti e creditori maggiore rispetto al modello latino, caratterizzato inoltre da un minor grado di rispetto e applicazione della legge. Tra gli Stati che adottano il modello renano o di orientamento germanico configurano la Germania, l'Olanda, l'Austria e, con alcune peculiarità i Paesi Scandinavi; all'altra gruppo appartengono Francia, Italia, Spagna, Portogallo, Grecia e Belgio. Le due classi si distinguono principalmente anche per il peso che attribuiscono al lavoro svolto all'interno dell'impresa dalle Banche e dai lavoratori, configurandosi quali attori primari nei Paesi di orientamento germanico.

4.7.1 Il ruolo fondamentale dei lavoratori e delle Banche nel sistema renano

In Germania e nel resto dei paesi renani, è stato da sempre riconosciuto ai lavoratori il diritto di partecipare al governo d'impresa. In pratica, viene applicato il principio secondo il quale il potere di esercitare la gestione e il controllo ricade su tutti coloro che conferiscono le risorse primarie ad una organizzazione, quindi non solo su coloro che conferiscono capitale, ma beneficiano di questi diritti anche i prestatori di lavoro (Barca, 1994). Per tale motivo, i dipendenti vengono coinvolti nel processo decisionale strategico, attraverso la presenza all'interno dei Consigli di Sorveglianza¹⁷ dei rappresentanti dei lavoratori. Inoltre, lo Statuto

¹⁷ Il consiglio di Sorveglianza è l'organo preposto al controllo del Consiglio di Gestione o Amministrazione, che ha il compito di guidare l'impresa.

costitutivo sul Lavoro prevede che, per le imprese che per le imprese con oltre 500 individui, un terzo dei membri del Consiglio di Sorveglianza sia eletto dai dipendenti.

L'altro attore principale è costituito dalla Banca, che ricopre lo stesso ruolo che nel Regno Unito è affidato alla borsa e al mercato azionario. Le Banche hanno, sin da sempre, cercato di costruire una relazione forte tra il settore bancario e quello industriale, finanziando l'industria in maniera diretta. La presenza delle Banche nelle società avviene sia in maniera diretta, ovvero come azionisti partecipando alla gestione e esercitando una forte influenza in assemblea e sugli obiettivi strategici di lungo periodo, sia in modo indiretto, agendo come consulenti di piccoli investitori.

4.7.1.1 Il capitalismo manageriale tedesco

La Germania tra i Paesi appartenenti alla classe renana, è quello che ha maggiormente valorizzato le relazioni che le imprese instaurano con lavoratori e banche. Quest'ultima relazione è talmente forte che si definiscono gli assetti di controllo e i sistemi finanziari della Germania attraverso un modello che, gli studiosi di diritto societario chiamano *bank based*, per sottolineare il fatto che nel capitalismo tedesco tutte le funzioni necessarie per l'esercizio del controllo e per la sua riallocazione sono concentrate in una sola istituzione, la banca. Quindi, ripercorriamo brevemente la storia della corporate governance della Germania, in modo da poterne cogliere gli sviluppi presenti. Nel 1870 venne introdotto in Germania il sistema a due livelli, meglio noto come sistema dualistico, con l'obiettivo di costituire un organo che avesse il compito di vigilare sulla gestione garantendo il rispetto delle leggi. Ma la legge dal quale trae spunto il quadro normativo di riferimento, la *Aktiengesetz*, risale al 1937. Tale legge obbliga ciascuna società per azioni a costituire un Consiglio di Sorveglianza, ovvero un organo che si interponga tra l'Assemblea degli azionisti e il Consiglio di Gestione. La peculiarità del sistema dualistico di matrice germanica risiede nella netta separazione tra Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza, in quanto vieta ai membri di quest'ultimo di essere nello stesso tempo anche manager o dipendenti, data l'incompatibilità dei ruoli. Le mansioni principali dell'assemblea degli azionisti sono quelle indicate dalla legge o iscritte nello statuto,

comprendenti azioni quali l'approvazione del bilancio, la nomina o la revoca dei membri del Consiglio di Sorveglianza, la liquidazione della società, la modifica dello statuto e gli aumenti o le riduzioni di capitale. Come tutela per le minoranze è permesso esercitare il voto per procura tramite gli istituti bancari, che sono tenuti, a protezione dei risparmiatori, a formulare proposte di voto in linea con l'interesse dei clienti. Sul sistema *one-share-one-vote* è basato il diritto di voto che è divenuto regola nel 1998, che può essere modificato nello statuto solo attraverso una maggioranza qualificata, pari almeno al 75% dei voti. L'organo preposto alla gestione ordinaria (*Vorstand*) può essere composto da uno o più membri che restano in carica al massimo per 5 anni. Il Consiglio di Sorveglianza ha la facoltà e il dovere di rimuovere gli amministratori nel caso in cui ricorrano gravi motivi previsti dalla legge come l'utilizzo dei beni sociali per scopi personali o la violazioni dei doveri. Il controllo interno come detto è affidato al Consiglio di Sorveglianza (*Aufsichtsrat*), il quale è composto da minimo tre membri che vengono eletti principalmente da azionisti e lavoratori, la cui carica dura 4 anni e sono rieleggibili una sola volta. L'*Aufsichtsrat*, ha il compito di eleggere il Consiglio di Gestione, di esercitare il controllo sull'operato di questo ultimo, potendolo inoltre revocare per giusta causa. Per far in modo che il Consiglio di Sorveglianza possa espletare al meglio le funzioni di controllo e vigilanza dell'organo amministrativo, viene fortemente promossa la cultura della trasparenza e della predisposizione di obblighi di informativa che garantiscano un adeguata circolazione delle informazioni tra gli organi. Proprio in tale ottica, si inserisce la legge *Kontroll-und Transparenzgesetz* del 1998 che mirava a migliorare la trasparenza delle relazioni tra gli organi dell'impresa attraverso l'inserimento di una nuova figura, quella del revisore esterno.

4.7.1.1 L'origine dell'impresa moderna in Germania

Le modalità che hanno portato alla nascita dell'impresa moderna tedesca, sono comparabili con quelle che negli Stati Uniti hanno dato origine al capitalismo manageriale. Infatti, in entrambi i Paesi, lo sfruttamento di economie di scala e la diversificazione produttiva permisero una rapida espansione del settore industriale. Ma la dimensione del mercato, ha determinato degli sviluppi differenti. Le modeste dimensioni di quello tedesco permisero una maggiore collaborazione

tra le imprese e conferirono un ruolo centrale di primo piano alle banche e alle compagnie assicurative. Successivamente alla riunificazione della Germania, venne fatto un tentativo di decentralizzazione della proprietà con l'obiettivo di sottrarla dalle mani dei grandi *shareholder*, che però fallì miseramente. Per tale motivo la maggioranza nelle imprese tedesche è detenuta da azionisti stabili quali banche, compagnie assicurative e investitori finanziari che, al profitto immediato richiesto dagli *stakeholder* delle imprese angloamericane, contrappongono un incremento valoriale aziendale di lungo periodo. L'inserimento dei lavoratori, attraverso i loro rappresentanti sindacali, negli organi di controllo e di gestione ha portato ad una compressione dei conflitti sociali ed ad una drastica riduzione dei conflitti interni d'azienda. Il senso di appartenenza dei lavoratori e di cooperazione (non a caso si parla di capitalismo manageriale cooperativo) rende la corporate governance tedesca molto stabile e forte.

4.7.2 Il sistema latino

Il modello giuridico derivante dal diritto romano, nel quale rientrano tra gli altri Francia e Italia, si caratterizza maggiormente per la capacità da parte dei proprietari di esercitare un forte ed efficiente controllo sull'operato del top management in modo da orientarlo nel raggiungimento del loro interesse economico. Il mercato finanziario di questi Paesi è poco sviluppato, ancor meno di quello dell'area renana, e il potere si concentra nelle mani di pochi grandi azionisti come famiglie, incroci azionari tra gruppi finanziari, holding finanziarie, Stato (la presenza dello Stato nelle grandi imprese è rilevante, sebbene nel corso degli anni sia diminuita causa il processo di privatizzazione) o enti pubblici. Alla ridotta dimensione del mercato finanziario unita al forte potere esercitato da pochi azionisti consegue un'alta inefficienza del mercato del controllo delle imprese che rende quasi impossibile l'effettuazione di scalate ostili e relega alla banca il ruolo di intermediario nei processi di acquisizione e fusione. Alla Banca, la quale rispetto al sistema renano non è coinvolta direttamente nel processo decisionale strategico, viene relegato il semplice ruolo di fornitore di capitale di credito e, in casi sporadici, di rischio.

4.7.2.1 Le ragioni dei moderni assetti proprietari in Francia

Nel modello esposto nel paragrafo precedente rientra la Francia. La struttura proprietaria delle società d'oltralpe mostrano un alto grado di concentrazione della proprietà che va ricondotto agli sviluppi storici che dapprima la generarono e in seguito la consolidarono. I problemi finanziari del 1800, i cambiamenti in materia di diritto d'eredità e il ruolo dello Stato ne furono la causa. Le molteplici guerre, nelle quali fu coinvolta la Francia nel 1800, determinarono una profonda instabilità finanziaria, un enorme sfruttamento del mercato dei capitali e soprattutto del sistema bancario, che non furono più in grado di supportare il sistema bancario. In tale contesto, con le banche in situazione di bancarotta, gli imprenditori furono costretti a concentrarsi sulle sole proprie risorse per finanziare le attività. Tale situazione generò una proprietà fortemente concentrata nelle mani delle famiglie. Inoltre, il *code Napoleon*, introducendo il cambiamento della legge disciplinante il diritto di eredità e l'idea che ciascuna generazione rappresenti il custode temporaneo del patrimonio familiare, contribuì a dar ulteriore vigore alla pratica dell'autofinanziamento delle imprese e, dunque, a consolidare il ruolo delle famiglie. Lo Stato, poi, ha rivestito una posizione centrale nello sviluppo economico delle grandi società francesi sino a quando alla fine del secolo scorso, con l'obiettivo di aumentare la concorrenza sui mercati e sulla scia del resto d'Europa si è proceduti ad una forte ondata di privatizzazioni che determinò in parte la perdita di centralità del ruolo dello Stato. L'avvicinarsi di tali avvenimenti storici ha contribuito a plasmare gli assetti proprietari odierni delle società d'oltralpe.

4.7.2.2 Il sistema di governo societario francese

Il sistema di corporate governance delle società per azioni e delle società in accomandita per azioni quotate nella Borsa di Parigi si fonda sulla *Loi 537* del 24 Luglio 1966. Secondo tale legge, vi è la possibilità di scegliere tra *one tier system*, modello simile a quello anglosassone, e *two tier system*, simile al sistema tedesco. Nel primo, l'assemblea generale (*Assemblée générale*) nomina il Consiglio di Amministrazione (*Conseil d'administration*), nel quale è presente la figura del *Président-Directeur Général*, responsabile delle decisioni strategiche. Il modello *two tier system*, invece, ha una struttura di governance gerarchizzata

nella quale l'assemblea elegge il Consiglio di Sorveglianza (*Conseil de surveillance*) che esercita il controllo sulla gestione, nomina il presidente del Consiglio di Amministrazione, e insieme a questo costituisce il consiglio che ha poi il compito di rendere operativi i piani approvati dall'assemblea. In entrambi i modelli è presente la figura del revisore esterno che il compito di vigilare sulle azioni del top management, e che può estendere il proprio mandato fino a un massimo di 6 anni per non compromettere il requisito d'indipendenza.

Come evidenziato dalla precedente trattazione, nonostante Germania e Francia prendano le mosse dallo stesso sistema giuridico, presentano tratti distintivi e importanti differenze in materia di corporate governance che hanno determinato un diverso sviluppo degli assetti proprietari, relegando a figure differenti la posizione di primo piano nel governo societario aziendale. Passate in rassegna le principali economie dell'Europa continentale, nel seguente capitolo l'attenzione si focalizza sullo studio degli assetti proprietari dominanti nel nostro paese.

Capitolo V - Gli assetti proprietari in Italia

5.1 I fattori specifici del contesto italiano

Passati in rassegna i tratti fondamentali di corporate governance e corporate ownership dei cosiddetti modelli market-oriented prima, e di quelli delle principali economie dell'Europa continentale poi, l'attenzione ora si centra sull'analisi del contesto legislativo nel quale operano le imprese italiane allo scopo di rappresentare i tratti rilevanti che caratterizzano il paese Italia in ambito corporate e, come fine ultimo, cogliere la relazione tra caratteristiche degli assetti proprietari e di controllo e performance delle stesse.

Come descritto nel precedente capitolo l'Italia appartiene alla tradizione giuridica derivante dal diritto latino della *civil law*, nella quale è degno di tutela e dunque, ha rilevanza legale, solo quanto è prescritto nelle leggi. Gli studi intrapresi da Watson et al. (Ewald, 1995) hanno dimostrato che, rispetto ai paesi di common law, nei quali i giudici ispirandosi a principi di lealtà e buona fede valutano la sentenza caso per caso, in base alla specificità della circostanza, nei paesi in cui vige la *civil law* la maggiore facilità ad aggirare le prescrizioni legislative determina un grado minore di protezione degli azionisti di minoranza. Questa è una delle ragioni che inducono le imprese ad una struttura proprietaria maggiormente concentrata. Sarebbe fuorviante, però, limitare la comprensione della natura dell'assetto proprietario concentrato delle imprese italiane alla sola appartenenza al modello della tradizione giuridica latina. Devono, senza dubbio, essere annoverati ulteriori fattori specifici del contesto italiano:

- Prevalenza delle imprese a conduzione familiare da cui deriva una scarsa contendibilità del controllo nel mercato azionario italiano;
- Un mercato azionario poco sviluppato sia in termini di classe dimensionale delle società (misurata attraverso la capitalizzazione di mercato) sia in termini assoluti di numero di imprese quotate (a fine 2014 erano 285, ovvero meno della metà di quelle quotate in Germania, un terzo di quelle francesi e meno di un decimo di quelle britanniche);

- La forte presenza, seppure in calo rispetto al passato, di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo quali l'emissione di azioni senza diritto di voto, e il ricorso a strutture di gruppo piramidale;
- Scarsa liquidità dei titoli azionari delle imprese di minori dimensioni;
- Limitata presenza di investitori istituzionali nel capitale azionario delle imprese italiane.

Questa situazione generale determina un quadro complessivo regolamentare scarsamente idoneo a tutelare gli attori partecipanti alla vita societaria, determinando da un parte difficoltà nella crescita e nello sviluppo del mercato stesso e dall'altra poca attrattività del mercato azionario italiano agli occhi degli investitori esteri.

Allo scopo di colmare il gap con i mercati azionari delle principali forze economiche internazionali e di rafforzare il ruolo delle imprese italiane nel panorama mondiale, dagli inizi degli anni '90 si è proceduti ad un intenso programma di riforme con l'intento di creare le condizioni necessarie a sopperire alle gravi carenze del sistema legale italiano. In un contesto caratterizzato dalla scarsità di capitale apportato da investitori istituzionali e dal timore delle imprese di quotarsi in Borsa, l'obiettivo principale che, la rivoluzione legislativa si prefisse di raggiungere, si può sintetizzare nella necessità di infondere una maggiore fiducia negli investitori e nelle imprese stesse attraverso un sistema normativo che fosse capace di imprimere una maggior tutela della correttezza e degli attori principali della vita societaria. Gli sforzi di regolamentazione dei legislatori si sono concentrati in particolare sul garantire una maggiore tutela agli investitori, sul rafforzamento del mercato azionario e su modifiche legislative in tema di corporate governance.

5.2 Sforzi e tentativi di regolamentazione

Una delle certezze alla fine degli anni'90 in campo governance, nel nostro Paese, era rappresentata dalla consapevolezza che per sanare, o quantomeno migliorare le condizioni del mercato azionario, e rilanciare le imprese italiane qualcosa andava fatto a favore degli interessi di quegli azionisti che si sentivano più esclusi dalla vita societaria e che manifestavano questa lontananza dal

governo della società attraverso una quasi totale assenza nelle delibere assembleari. Con l'obiettivo di reintegrare nella vita societaria gli azionisti di minoranza, nel 1998, vi è l'entrata in vigore del Decreto legislativo n.58/1998 (Tuf). In precedenza al Tuf, è giusto ricordare, che l'azionista di minoranza era riconosciuto come quell'investitore interessato al solo ritorno economico dell'investimento e non alla gestione della società, e di conseguenza i diritti di cui disponeva erano principalmente orientati alla tutela del diritto di recesso dalla compagine societaria qualora deluso dall'andamento economico della stessa. Le disposizioni presenti nel Tuf, sembrano invece, esprimere una differente volontà del legislatore, quella di fornire a questi investitori degli strumenti che gli permettano l'intervento nella gestione della società e la possibilità di esprimere i diritti di voce (ovvero dei poteri di veto, interferenza, pressione, e riscontro rispetto alle scelte gestionali). Tra questi ricordiamo l'abbassamento delle soglie richieste per la convocazione dell'assemblea da parte delle minoranze per la denuncia dei fatti censurabili al Collegio Sindacale¹⁸; l'ampliamento della possibilità di uso delle deleghe di voto e l'introduzione del voto per corrispondenza; sono inoltre previsti quorum qualificati per l'adozione di alcune delibere di competenza dell'assemblea.

Nel 2001 viene varato un ulteriore decreto a favore degli azionisti-investitori (Dlgs 231/01) che tende ad incrementare il grado di protezione degli azionisti di minoranza, in particolare di coloro che non partecipano alle delibere assembleari. Il provvedimento introduce, per la prima volta in Italia la responsabilità in sede penale degli enti, che va ad aggiungersi a quella della persona fisica che ha realizzato materialmente il fatto illecito. Questa disposizione sembra garantire un maggiore controllo, sia dei soci che del Collegio Sindacale e del Cda, sulle vicende societarie e una maggiore attenzione sul rispetto della legalità delle operazioni compiute dai soggetti appartenenti alla società. L'esplosione di nuovi scandali legati alla condotta fraudolenta di un management che spinto dalla proprietà, cerca di attingere benefici privati dalla società, conduce all'emanazione della legge 28 dicembre 2005, n.262 attraverso la quale il legislatore si prefigge

¹⁸ E' stata dimezzata la quota di capitale necessaria per la convocazione dell'assemblea dal 20% al 10% attuale; viene altresì ridotta dal 5% al 2% la quota di capitale necessaria a sporgere denuncia al Collegio Sindacale.

di limitare il potere di espropriazione degli azionisti di minoranza da parte di quelli di controllo. Il provvedimento prevede che l'elezione dell'organo amministrativo avvenga tramite voto di lista e che almeno un componente appartenga alla lista proposta dalle minoranze. Inoltre, il decreto dimezza dal 5% al 2,5% la quota di capitale necessaria a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Per quanto concerne il buon funzionamento e la trasparenza delle società vengono riviste le operazioni con parti correlate, definendo che quando il valore di tali operazioni ecceda l'ammontare di 100000 euro, l'operazione prevede l'approvazione del Consiglio di Amministrazione previo parere favorevole del Collegio Sindacale. Inoltre, per garantire una maggiore indipendenza ed evitare pericoli di commistione viene incaricata la Consob di valutare in maniera preventiva l'eventuale incompatibilità della società di revisione rispetto allo svolgimento dell'incarico. Infine, ancora col proposito di aumentare la partecipazione degli investitori all'interno della vita societaria si rimembra il Decreto Legislativo n.91/2012. Tale provvedimento mira a migliorare l'esercizio del diritto di voto attraverso: la semplificazione del meccanismo della delega di voto, permettendo a qualsiasi soggetto in possesso della sola capacità giuridica di rappresentare per delega gli azionisti e di votare a loro nome, e abrogando il precedente limite, posto a 200, di numero massimo di deleghe raccogliibili da un unico soggetto; la possibilità di introdurre nello statuto delle società degli strumenti elettronici che consentano l'esercizio del diritto di voto a distanza da parte degli azionisti. Per ultimo, l'introduzione della *record date*, la quale stabilisce che nelle società quotate la legittimazione all'intervento e al voto in assemblea è riconosciuta ai soci che alla chiusura della giornata contabile del quinto giorno di mercato aperto prima dell'assemblea risultino titolari del conto sul quale sono registrate le azioni che conferiscono tali diritti. Pertanto, le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea.

5.3 Privatizzazione e sviluppo del mercato azionario

Una serie di riforme presero il via nel nostro Paese nei primi anni '90. Iniziò, infatti, un lungo processo volto a risanare attraverso interventi di natura economica la precaria situazione nella quale versava l'Italia. Prende avvio nel 1993 un lungo processo di privatizzazione. Molteplici, furono le ragioni che spinsero lo Stato italiano verso il processo di privatizzazione di alcune delle maggiori imprese statali italiane. Tale processo va innanzitutto inserito in un contesto storico, in particolare l'Italia in questi anni versava in una delle peggiori crisi economiche post seconda guerra mondiale e dunque necessitava di risanare, attraverso mirate riforme economiche, il proprio debito pubblico. Inoltre, la privatizzazione tendeva al recupero dell'efficienza e quindi della redditività delle imprese interessate e, infine, fu una scelta quasi obbligata per tutti quei Paesi come l'Italia che appartenessero all'Unione Monetaria.

Dell'ondata di privatizzazioni ha beneficiato il mercato di borsa (misurato dalla capitalizzazione in relazione al PIL) che ha avuto una crescita senza precedenti se consideriamo che la capitalizzazione di borsa nel periodo compreso tra il 1992 e il 2000 si è triplicata rispetto al periodo precedente salendo fino al 70% del Pil. Anche se, nonostante il numero di gruppi quotati sia cresciuto in questo periodo, a onor del vero è giusto ricordare che si è ridotto il numero massimo di imprese quotate per gruppo, la dimensione complessiva (in termini di addetti) della componente italiana dei gruppi¹⁹. Inoltre il processo di liberalizzazione dei settori è rimasto una sorta di opera incompiuta in quanto lo Stato ha deciso di mantenere il controllo di società chiave nel settore delle *public utilities*, scelta che ne ha impedito la contendibilità del controllo e un maggior recupero dell'efficienza

Un ulteriore sforzo inteso a rafforzare il sistema borsistico italiano proviene dall'entrata in vigore del Tuf nella parte IV del Titolo II, dove il legislatore interviene in materie di offerte pubbliche di acquisto e di vendita. Il legislatore con tale provvedimento interviene in tutte le fasi di svolgimento dell'offerta preponendosi di raggiungere un duplice obiettivo:

¹⁹ L'insieme è stato ricostruito mediante un algoritmo che si basa sulle segnalazioni effettuate alla Consob e relative alle quote superiori al 2% detenute in società quotate e a quelle superiori al 10% detenute da società quotate.

1. Garantire maggior tutela agli azionisti di minoranza. (Ad esempio, vi è posto l'obbligo di predisporre di un documento di offerta, precedentemente al lancio dell'Opa, da presentare a tutti gli azionisti in modo che questi possano convenire ad una scelta consapevole di accettazione o di rifiuto della proposta in funzione della loro convenienza)
2. Permettere il ricambio del management. La contendibilità del controllo permette un miglior funzionamento del mercato azionario in quanto, tramite il cambio della proprietà, e di conseguenza del management stesso si può giungere ad un recupero di efficienza e redditività della società, che aumenta il grado di fiducia degli investitori operanti nel mercato e del cui beneficio giova il mercato stesso.

5.4 Modifiche legislative in ambito di corporate governance

In questo paragrafo il focus principale verte sugli interventi legislativi in tema di assetto proprietario e di governo societario. La presenza di azioni senza diritto di voto, la diffusione di gruppi piramidali e di patti parasociali hanno da sempre caratterizzato la corporate governance del panorama societario italiano, nel quale prevale la presenza di un azionista di controllo, di fatto o di diritto, nel cui interesse viene gestita l'impresa. Tale situazione, conduce in molti casi all'espropriazione degli azionisti di minoranza e all'appropriazione, da parte di coloro che gestiscono la società o ne sono proprietari, di benefici maggiori rispetto a quelli che gli spetterebbero. Nello sforzo di delineare le responsabilità dei soggetti preposti alla gestione dell'impresa, di esacerbare le pene per quei comportamenti considerati dannosi e abusivi e, più in generale, di garantire una maggiore trasparenza degli assetti societari, il legislatore ha provveduto a modifiche legislative in tema di corporate governance, che possiamo definire significative, se non rivoluzionarie, con l'emanazione del decreto legislativo n.58. Di tale documento, già diverse volte trattato nel presente lavoro, si descrivono, in questo paragrafo, i soli provvedimenti riguardanti la corporate governance²⁰.

²⁰ Le disposizioni del Tuf relative alla protezione degli investitori e quelle riguardanti lo sviluppo del mercato azionario sono trattate nei rispettivi capitoli.

In ambito corporate governance il Tuf ha costituito un insieme di provvedimenti innovativi per l'Italia volti a garantire maggior trasparenza degli assetti proprietari delle imprese, proprio in questa direzione si muove la sezione dedicata alle partecipazioni rilevanti, nella quale è imposto alle società quotate di comunicare alla Consob qualsiasi soggetto, ente o società che detiene una percentuale di azioni con diritto di voto superiore al 2% del capitale ordinario.

L'art. 122 del Tuf, intervenendo in tema di patti parasociali, cerca di espletare le stesse finalità di trasparenza societaria. In particolare, prevede che i patti²¹, in qualunque forma stipulati, vengano comunicati alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione, pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana, depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale, e infine comunicati alla società quotata. In caso di inosservanza degli obblighi previsti i patti sono considerati nulli. Sempre per motivi di trasparenza informativa, l'art 150 del Tuf prevede l'obbligo da parte degli amministratori di riferire, secondo le modalità stabilite dallo statuto e con periodicità almeno trimestrale, al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate, in particolare quelle operazioni nelle quali abbiano un interesse.

Un passo in avanti, con l'entrata in vigore del Tuf, è stato fatto anche per quanto riguarda la divulgazione al mercato del compenso degli amministratori. Precedentemente a tale decreto legislativo era unicamente prevista l'indicazione al bilancio della spesa complessiva della remunerazione degli amministratori. L'art.32 del Regolamento emittenti ha invece sancito l'obbligo di rendere pubblici i compensi percepiti dai singoli amministratori, dai sindaci e dai direttori generali a qualsiasi titolo e a qualsiasi forma, anche da società controllate. Borsa Italiana, prendendo le mosse da quanto accaduto in Inghilterra nel 1992 con la promulgazione del "*Code of Best Practices*" da parte del *Cadbury Committee*, con l'intento di migliorare l'efficienza delle imprese italiane, nel 1998 redige il Codice di Autodisciplina. Un modello di riferimento per tutte le società quotate italiane, contenente le best practices in ambito di governo societario e modelli organizzativi a cui le società italiane possono decidere di uniformarsi. Le novità

²¹ Nella definizione di patti non rientrano solo quelli aventi per oggetto l'esercizio del voto, ma anche i sindacati di blocco, i patti di consultazione o comunque quelli aventi per oggetto l'esercizio di un'influenza dominante sulla società.

fondamentali introdotte dal Codice riguardano essenzialmente il ruolo del Consiglio di Amministrazione, che acquista maggiore indipendenza di azione e autonomia da soggetti esterni, in particolar modo da azionisti di maggioranza. Inoltre, emerge la figura dell'amministratore indipendente, di cui il Codice ne raccomanda la presenza rilevante nel cda per prevenire abusi di maggioranza o influenze da chi detiene il potere e dunque, un miglior funzionamento del consiglio. Inoltre, attraverso la Riforma del diritto societario (d.lgs.6/2003) approvata nel 2003 e in seguito modificata nel 2004 (d.lgs. 6 febbraio 2004. n. 37), il legislatore rimette all'autonomia statutaria la scelta del modello di governance della società, permettendo di scegliere oltre al modello tradizionale, quello monistico, derivante dal sistema anglosassone, e quello dualistico, importato dalla tradizione tedesca. In questo modo si cerca di ridurre la distanza nei confronti dei paesi più economicamente sviluppati permettendo alle imprese italiane una maggiore flessibilità organizzativa.

Al fine di favorire la quotazione delle società e la stabilità degli assetti azionari, nel 2004, è stato approvato il cosiddetto "Decreto Competitività" (decreto legge n.91/2014) che prevede la possibilità di introdurre negli statuti societari, il principio del voto maggiorato, che permette ai soci che abbiano mantenuto la propria partecipazione azionaria per almeno 24 mesi ininterrotti, di esercitare il voto doppio in assemblea per ogni azione posseduta.

5.5 Gli assetti proprietari: la situazione attuale

Come mostrato nei precedenti paragrafi, il legislatore ha promosso riforme volte a garantire una maggiore tutela agli investitori, al rafforzamento del mercato azionario e ha provveduto a modifiche legislative in tema di corporate governance. Tutto ciò segue l'ondata di privatizzazioni che ha colpito l'Italia nei primi anni '90. Vogliamo quindi verificare, se gli sforzi fatti, successivi all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, in ambito corporate, abbiamo modificato la situazione degli assetti proprietari delle imprese italiane quotate e, in generale del mercato borsistico.

Per svolgere questa analisi, risulta utile riportare le evidenze riscontrate dall'ultimo Rapporto sulla Corporate Governance stilato dalla Consob (Consob, 2018).

Tra le 230 società quotate sul Mercato Telematico Azionario (Mta) a fine 2016, circa il 70% degli emittenti conferma la presenza nel proprio azionariato di un socio di riferimento, di maggioranza assoluta o relativa del capitale. La quota media detenuta dal principale azionista si attesta al 47% del capitale ordinario. Le famiglie controllano la maggior parte delle società (146), per una capitalizzazione pari al 33% del mercato, seguite da Stato ed enti locali, che controllano 21 società operanti maggiormente nel settore dei servizi e per una capitalizzazione pari al 36% del mercato, infine per il 18% dei casi, relativi per lo più al comparto finanziario, non è riscontrabile un controllante.

Dunque in prima istanza occorre evidenziare la persistente prevalenza di società ad elevata concentrazione e soprattutto a controllo familiare, da cui dipende una limitata contendibilità del controllo.

I benefici della regolamentazione sono riscontrabili nella riduzione al ricorso a strumenti di separazione tra proprietà e controllo. Infatti, mentre nel 1998 il 56% delle società non apparteneva ad alcun gruppo piramidale o orizzontale, a fine 2016 il dato si attesta all'80%. Al contempo, è aumentato il numero di emittenti che hanno deciso di avvalersi delle opzioni introdotte dal cosiddetto Decreto Competitività (d.l. 91/2014). Infatti, 33 società quotate hanno previsto nel proprio statuto il meccanismo della maggiorazione del diritto di voto in favore di coloro che sono azionisti da almeno due anni (azioni a voto maggiorato). Di una situazione altrettanto positiva non si può parlare se consideriamo gli investitori istituzionali. Infatti, a fine 2016 gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti in 61 società contro 92 del 2009. Il dato conferma la flessione nel numero di società partecipate dagli investitori istituzionali, già delineatasi nel biennio precedente per effetto della netta e progressiva diminuzione della presenza di investitori italiani solo parzialmente compensata dalla maggiore presenza di investitori esteri. La quota media di capitale detenuta da investitori istituzionali rilevanti nelle società partecipate è pari nel 2016 al 7,5%, in leggera flessione rispetto agli anni precedenti.

A fine 2016, in linea con le evidenze passate, i consigli di amministrazione delle 225 società che adottano il modello tradizionale sono composti in media da circa 10 membri. Gli amministratori indipendenti (secondo i requisiti del Codice di

Autodisciplina e/o del Testo Unico della Finanza - Tuf) sono in media 5 (47,6% del totale), mentre quelli di minoranza sono 2 e sono presenti in 96 imprese.

5.6 Studi sull'evoluzione della struttura proprietaria nelle imprese quotate italiane

Dopo le ricerche di La Porta et al. (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Robert, 1998) relative allo studio degli assetti proprietari, ricercatori di tutto il mondo, hanno provato a indagare sulle ragioni alla base della scelta della forma di governo societario cui si orientano le imprese nei diversi Stati e l'evoluzione dei meccanismi di separazione tra proprietà e controllo. Non costituisce un'eccezione il nostro paese, per il quale, studiosi, per lo più italiani, hanno provato a fornire una risposta a tali quesiti. Nel presente paragrafo si riportano in rassegna alcuni studi svolti sul mercato azionario italiano con l'obiettivo di capire se le modifiche introdotte dal legislatore abbiano prodotto un cambiamento della struttura societaria. Lo studio svolto da Magda Bianco e Marcello Bianchi (Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?, 2006) vuole verificare se i rilevanti mutamenti nel quadro normativo abbiano generato cambiamenti nella governance, ovvero se è avuta un'evoluzione della struttura proprietaria, e se il gruppo piramidale continui a rappresentare il principale meccanismo attraverso cui viene realizzata la separazione tra proprietà e controllo, per gli anni che vanno dal 1990 al 2003.

Oggetto dello studio sono i gruppi quotati (l'insieme di tutte le società, che attraverso relazioni di controllo, a monte e a valle, sono legate alle società quotate sulla Borsa italiana) in quanto consentono di analizzare l'utilizzo del gruppo piramidale come strumento per separare la proprietà dal controllo. I risultati a cui giungono evidenziano in linea generale una maggiore dispersione della proprietà rispetto al passato soprattutto per quanto concerne la quota del primo azionista e una riduzione del modello piramidale a cui però ha corrisposto l'aumento di modelli di coalizioni di controllo basati su meccanismi di coordinamento tra gruppi di azionisti rilevanti. I modelli coalizionali, così come suggeriscono gli studiosi, possono essere visti come modelli alternativi per realizzare la separazione tra proprietà e controllo che assicurano una relativa

stabilità agli assetti di controllo²². Anche se, gli autori affermano che, il minor ruolo svolto dai gruppi piramidali e il peso maggiore delle coalizioni potrebbero indurre una maggiore instabilità del controllo e quindi potenzialmente una sua maggiore contendibilità²³. In ultima analisi, le modifiche legislative apportate e il processo di privatizzazione sembra non avere influito in maniera considerevole sulla contendibilità del controllo, che resta limitata sia per quanto riguarda le banche, sia per le società non finanziarie. Dunque, per tale motivo, il giudizio degli autori è solo in parte positivo. Osservando gli effetti delle riforme attuali, concludono che, seppur si possa osservare un'evoluzione degli assetti proprietari, il controllo resta per lo più nelle mani di pochi soggetti, determinando un grado di protezione degli azionisti di minoranza che si attesta sempre a livelli molto bassi. Condizione per la quale non si garantisce la crescita delle imprese quotate, e in prospettiva uno sviluppo del mercato azionario stesso.

Un ulteriore studio che cerca di spiegare l'evoluzione della corporate governance in funzione delle variazioni intervenute in materia legislativa è quello condotto da Paolo Volpin (Aganin & Volpin, 2005) nel periodo compreso tra il 1990 e il 2000. I risultati raggiunti evidenziano che per riscontrare notevoli cambiamenti in materia di governo societario delle imprese si deve aspettare all'ultimo decennio degli anni '90, quando si assiste a un decremento del ricorso a meccanismi di separazione tra proprietà e controllo, anche se non seguito, in intensità, dal decremento della concentrazione azionaria, che seppur si riduca continua ad essere elevata. Nel giudicare le evidenze empiriche osservate l'autore conclude che possono essere due le cause principali: da un lato la scarsità di modifiche concrete nella disciplina delle successioni che ha generato un mancato stimolo alle famiglie a cedere il pacchetto azionario di controllo al mercato, diversamente da quanto avvenuto in altri paesi, dove l'emanazione di riforme volte ad un aumento della tassazione sulla successione ha causato l'effetto desiderato di

²² L'ascesa è stata in parte l'effetto del processo di privatizzazione, in mancanza di soggetti che individualmente potessero acquisire il controllo delle grandi società, il controllo si è concentrato presso gruppi di soggetti.

²³ Nel complesso la letteratura non identifica in modo univoco l'effetto del modello coalizionale sul valore della società: da una parte potrebbe prevalere un effetto "contrattazione" tra i soggetti per trarre i maggiori benefici privati possibili, ovvero, i partecipanti alla coalizione potrebbero cioè colludere per estrarre benefici dal controllo; dall'altra vi potrebbe essere un effetto di "supervisione reciproca" che aumenterebbe il valore della società.

ridurre la percentuale del grado di concentrazione della proprietà delle imprese; dall'altro lato la forte corruzione politica che garantisce il mantenimento del pacchetto di controllo nelle mani delle famiglie potenti italiane.

5.7 Relazione tra struttura proprietaria e performance ottenute dalle società quotate italiane: i precedenti contributi

Dopo aver trattato in maniera generale, nel secondo capitolo, le diverse evidenze empiriche e teorie di studiosi riguardo la relazione tra struttura proprietaria e valore delle imprese, nel presente paragrafo ci si sofferma sullo stesso problema, focalizzandoci, però, sulle imprese italiane. La trattazione sarà effettuata passando in rassegna indagini e analisi che hanno avuto come attori le società quotate italiane. Il primo studio che si riporta a conoscenza è quello effettuato da Barontini e Siciliano (Barontini & Siciliano, 2003), nel quale vengono analizzate le società italiane quotate nel periodo compreso tra il 1991 e il 2000. I risultati a cui giungono i due autori suggeriscono che il valore di mercato delle imprese controllate da una famiglia o dallo Stato è inferiore al valore di imprese simili aventi differenti azionisti di controllo e che un alto rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza non influenzi i rendimenti azionari. Queste evidenze risultano essere in linea con il modello di Jensen e Meckling (1976), suggerendo che gli investitori razionali richiedono uno sconto sul prezzo quando acquistano azioni emesse da società ad alto grado di concentrazione della proprietà, il cui azionista di controllo ha sia il potere che l'incentivo a divergere le risorse dall'azienda e ad estrarre benefici privati. Questi risultati hanno implicazioni importanti, in quanto indicano che solo la scelta della giusta struttura di governance garantisce la protezione degli investitori (e dunque, un valore di mercato superiore della società) e che le disposizioni statuarie, che limitano la libertà della società nella scelta della struttura proprietaria desiderata (tramite piramidi o emissioni di azioni senza diritto di voto), risultano essere inutili.

Lo studio condotto da Perrini, Rossi e Rovetta (Perrini, Rossi, & Rovetta, 2008) intende spiegare la relazione tra *ownership structure* e valore dell'impresa attraverso un'analisi differente rispetto a quella precedente. Gli autori, infatti considerano come variabile esemplificativa della struttura proprietaria la frazione

di capitale detenuta dai cinque maggiori azionisti di ciascuna società. I dati panel fanno riferimento alle società quotate italiane nel periodo 2000-2003.

I risultati ai quali giungono suggeriscono che, la concentrazione della proprietà nelle mani dei cinque maggiori azionisti, giova positivamente al valore della società (quindi riscontrano una relazione positiva tra concentrazione e valore della società) in particolare per quelle imprese con la presenza di forti azionisti outsider e di tipo non-family. Inoltre, riscontrano che la *managerial ownership* è vantaggiosa solo nelle imprese non concentrate, in quanto il proprietario del pacchetto azionario di controllo potrebbe utilizzare la sua posizione nell'impresa per estrarre benefici privati a spese degli altri azionisti, nominando manager che rappresentino il proprio interesse.

Un ulteriore contributo a questa ricerca è offerto da Angelo Paletta e Genc Alimehmeti (Alimehmeti & Paletta, 2012), che hanno condotto un'analisi empirica sulle imprese italiane quotate nel periodo compreso tra il 2006 e il 2009. Il lasso temporale è particolarmente interessante in quanto comprende due anni precedenti la crisi del 2008, l'anno della crisi e un anno successivo (2009).

I risultati suggeriscono una relazione positiva tra *ownership structure* e *firm value*, confermando la tesi che una più alta concentrazione, incrementando il potere degli azionisti di controllo e allineando gli interessi di questi ultimi a quelli del management, aumenta il valore della società. Tuttavia, per quanto concerne il 2008 si riscontra una relazione differente rispetto a quella positiva mostrata per tutti gli altri anni. Infatti per quest'anno si rileva una funzione non lineare, in particolare una funzione quadratica. Gli autori forniscono una plausibile spiegazione, suggerendo che, essendo il 2008 il primo anno della crisi, vi sia stato un effetto espropriazione voluto dagli azionisti di controllo a danno delle minoranze. Infine si riporta lo studio effettuato da La Rocca e Montalto et al. (La Rocca, Montalto, La Rocca, & Staglianò, 2017), il quale propone un'analisi delle società quotate italiane in un lasso temporale di circa trenta anni, dal 1980 al 2009, attuando una verifica empirica sul ruolo dell'*ownership concentration* e sulle sue conseguenze sul valore. Gli autori, dopo aver provato statisticamente una relazione positiva tra concentrazione azionaria e performance aziendali, cercano di carpire e studiare nel dettaglio le variabili secondarie che, interferendo nel modello, generano relazioni di altro tipo, differenti da quella positiva, che

considerano esplicitiva del legame tra le due variabili. Il presupposto dal quale nasce questa ipotesi è che quanto maggiore è la quota in possesso dell'azionista di controllo tanto maggiore sarà il suo potere di agire con discrezionalità, questo genera un allineamento di interessi che ha come conseguenza la possibilità che egli possa contribuire in modo rilevante alle performance aziendali.

Per tale motivo qualunque limite posto a ridurre il potere di agire dell'azionista di controllo produce effetti negativi sulle performance aziendali.

Capitolo VI- L'analisi empirica: la relazione tra insider ownership e performance delle imprese italiane quotate

6.1 L'analisi econometrica sulle imprese quotate italiane

Nel precedente capitolo si è effettuata un'analisi degli assetti proprietari nel contesto delle società quotate italiane, esaminando dapprima la situazione attuale della struttura proprietaria delle imprese italiane e in un secondo momento si sono ripercorse le passate ricerche e gli studi che ha fornito la letteratura, sulla relazione tra la partecipazione manageriale all'equity e le performance ottenute dalle imprese italiane. In questo quadro si colloca il contributo che la tesi ha l'obiettivo di offrire sul tema. Il presente elaborato si propone di studiare l'esistenza di una relazione statisticamente rilevante tra la partecipazione degli azionisti insider al capitale di rischio dell'impresa e le performance aziendali nel contesto delle società quotate italiane.

Gli studiosi che in passato hanno cercato di cogliere la suddetta relazione non sono convenuti ad una soluzione univoca ma hanno mostrato come tale legame dipendesse fortemente dal contesto nel quale le imprese operano. Per tale motivo, poiché il presente elaborato incentra la propria analisi nell'ambito delle società quotate italiane, si sono considerati in maniera preponderante ricerche che hanno esaminato la significatività del legame nel contesto italiano, o su studi riguardanti paesi, i cui assetti proprietari sono simili ad esso. In particolare, in Italia le imprese sono principalmente a controllo familiare e i manager che spesso coincidono con la figura dei proprietari dell'impresa hanno molta, se non piena, discrezionalità nell'agire, non soffrono del problema del *free-riding* come gli azionisti delle imprese ad azionariato diffuso e vi è un conseguente pieno coinvolgimento degli azionisti di maggioranza nella gestione aziendale. Queste condizioni determinano che il problema principale di corporate governance è quello di contrastare i costi di agenzia orizzontale (sono quelli che si generano nel rapporto esistente tra gli azionisti di maggioranza e quelli di maggioranza) e non quelli verticali tra manager e proprietà (sarebbe in questo senso fuorviante

attenderci conclusioni sul contesto italiano basandosi su quelle relative ad esempio al mercato azionario statunitense dove la concentrazione altamente polverizzata dà luogo a conflitti aziendali differenti ad esempio a problemi legati a costi di agenzia verticale). Tali costi sono relativi allo sfruttamento di capitale e risorse dell'impresa da parte degli azionisti di maggioranza per fini personali e al fine di estrarre benefici privati a danno degli azionisti di minoranza. Note le premesse, nei seguenti paragrafi si mostra in che modo è stata effettuata l'analisi.

6.2 L'obiettivo e i dati

Il presente lavoro si propone di individuare se esiste, e in caso affermativo, come è strutturata la relazione tra partecipazione degli azionisti insider al capitale di rischio dell'impresa e performance della stessa, nel contesto delle società quotate italiane. Per adempire a tale compito è necessario, come per tutti gli studi econometrici, l'utilizzo di dati che permettono di studiare la correlazione tra variabili e provare, in ultima analisi, a spiegare il fenomeno. Il reperimento dei dati è stato possibile grazie al dataset messo a disposizione dalla Professoressa Rondi e alla ricerca, da me condotta, al fine di ottenere informazioni relative all'assetto proprietario delle imprese che hanno permesso di aggiornare il set di dati. Il dataset si compone di dati panel riguardanti un campione di 117 società quotate non finanziarie dell'*Italian Stock Exchange*, e sono relativi al lasso temporale compreso tra il 2000 e il 2014, ma la presente analisi è stata effettuata nel periodo decorrente tra il 2000 e il 2013 (per la mancanza di alcuni dati di bilancio relativi all'anno 2014). Dal campione, come detto, sono state escluse le imprese finanziarie in quanto considerate non adatte all'analisi (le imprese finanziarie sono state escluse poiché per natura non innovative nel senso tradizionale del termine) e le società che sono state oggetto di massicce fusioni e disinvestimenti al fine di non creare inconsistenza nei dati. Inoltre, non per tutte le società sono presenti 15 anni di osservazioni. Infatti, per alcune imprese non è stato possibile reperire dati sino al 2014 in quanto durante il periodo di osservazione considerato hanno deciso di rimuovere il proprio titolo dal mercato azionario italiano (*delisting*), mentre altre hanno deciso di quotarsi solo successivamente al 2000, dunque per queste non si hanno informazioni sino all'anno di quotazione. La ragione principale è la disponibilità di informazioni

relative alle imprese quotate e la non facile reperibilità di informazioni per quelle non quotate.

6.3 La composizione del dataset

Dopo un'introduzione relativa alla modalità di reperimento dei dati, l'obiettivo è quello di fornire informazioni relative alle variabili presenti nel dataset che hanno permesso di strutturare il modello econometrico. Le fonti che hanno permesso di costruire il set provengono da:

- I bilanci delle società che compongono il campione;
- Il sito internet della Consob;
- I siti delle imprese considerate;
- I documenti annuali pubblicati da Mediobanca Ricerche e Studi S.p.a. (MBRES) sul suo sito internet come il "Calepino dell'azionista", "Le principali società italiane", e "Indici e dati relativi a investimenti su titoli quotati".

Le variabili presenti nel set di dati che sono state utilizzate sono:

- *family*: variabile binaria che se pari a 1 indica che il pacchetto di maggioranza della società è posseduto da un individuo o da una famiglia e non da una collettività di persone giuridiche e fisiche;
- *insidershare*: variabile che indica la quota di partecipazione al capitale di rischio della società da parte degli azionisti insider;
- *famceo*: variabile binaria che indica se il CEO appartiene alla famiglia che possiede il pacchetto azionario di controllo della società nell'anno di riferimento. Tale variabile assume valore pari a 1 solo se il CEO fa parte della famiglia che detiene la quota azionaria di maggioranza della società e non anche nel caso in cui possieda solamente una partecipazione, rilevante o non;
- *manuf*: variabile binaria che indica quando pari a 1 che la società appartiene al settore manifatturiero e non è un'impresa di servizi;

- *instinv*: variabile binaria che indica che nella società è presente almeno un investitore istituzionale con una partecipazione rilevante;
- *star*: variabile binaria che indica se la società fa parte del segmento titoli con alti requisiti (STAR);
- *sales*: variabile che riporta il fatturato della società nell'anno di riferimento. Racchiude i ricavi delle vendite di prodotti finiti, di semilavorati, di materie prime e i ricavi per prestazioni di servizi. L'importo è al netto dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte di fabbricazione;
- *valadd*: variabile che rappresenta il valore aggiunto dell'anno considerato. È stato ottenuto deducendo dal fatturato gli acquisti di beni e servizi e le svalutazioni del circolante. Si tiene anche conto degli incrementi e delle diminuzioni delle rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti, che sono rispettivamente aggiunti e sottratti al valore aggiunto;
- *labcost*: variabile che indica il costo del lavoro che ha sostenuto la società nell'anno di riferimento. Racchiude gli stipendi e i salari, i contributi sociali al netto delle quote fiscalizzate, accantonamenti ai fondi del personale, versamenti a fondi integrativi di pensione;
- *ris_az*: variabile che sintetizza il risultato di competenza degli azionisti della società di riferimento. Rappresenta la differenza tra il risultato o utile di esercizio e l'utile di competenza dei terzi, ovvero degli azionisti di minoranza nell'accezione assunta in tale situazione;
- *totasset*: variabile che rappresenta l'attivo dello stato patrimoniale delle società;
- *equity*: variabile che rappresenta il capitale netto della società di riferimento, ottenuto dalla somma del capitale sociale, delle riserve e del risultato netto d'esercizio di competenza degli azionisti;
- *capsoci*: variabile che rappresenta il capitale sociale della società;
- *debtml* e *debtst*: queste due variabili esprimono rispettivamente i debiti a media e lunga scadenza e quelli a breve di natura finanziaria;
- *debtot*: rappresenta il debito totale della società ed è la somma di *debtml* e *debst*;

- *mktcap*: variabile che indica il valore della capitalizzazione di mercato della società. E' stata ottenuta dal prodotto del valore di mercato delle azioni alla fine dell'anno di riferimento e il numero delle stesse;
- *patent_count*: variabile che indica il numero di brevetti, ovvero di famiglie di brevetto, per cui l'impresa ha effettuato l'*application* nell'anno di riferimento (la data di *application*, come si intuisce dal nome, è quella associata al momento in cui la società effettua la richiesta di deposito del brevetto alle autorità competenti).
- *innotight*: variabile binaria che indica se la società per l'anno di riferimento ha effettuato l'*application* ad un numero di brevetti maggiore o uguale a 4.

6.4 Il modello

I dati che sono elencati nel paragrafo precedente costituiscono l'input del modello econometrico che permettono attraverso il loro utilizzo di procedere con l'analisi e infine di formulare una valutazione sulla relazione esistente tra *insider ownership* e *firm value*. Una sfida alla credibilità e veridicità del modello proviene dalla questione originariamente sollevata da Demsetz (Demsetz & Lehn, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, 1985) riguardante il problema dell'*endogeneity* causato da variabili omesse nell'analisi di regressione. In questo senso la *managerial ownership* non sarebbe assegnata in maniera casuale tra le diverse imprese ma al contrario l'assegnazione sarebbe endogenamente influenzata dal contesto specifico in cui è inserita ciascuna impresa. Himmelberg (Himmelberg, Hubbard, & Palia, 1999) per ovviare a questo problema suggeriscono di utilizzare il modello ad *effetti fissi* e di conseguenza concentrarsi sulla variazione interna tra imprese (*within-firm variation*), modello che viene utilizzato anche con l'intento di tener conto di caratteristiche inosservabili specifiche delle imprese che restano costanti nel tempo. L'idea di fondo della regressione ad effetti fissi è che se una variabile indipendente omessa non varia nel tempo, qualsiasi variazione della variabile dipendente nel tempo non può essere causata dalla variabile omessa. Un ulteriore accorgimento è l'introduzione nel modello delle *dummies* di tempo in modo da tenere in considerazione fattori *time-specific*, che cioè colpiscono indistintamente tutte le imprese nell'anno a cui si riferiscono. Inoltre, si è proceduto alla clusterizzazione

degli errori robusti all'*eteroschedasticità* a livello di impresa. Come noto dalla letteratura l'omissione nel modello di variabili di controllo condurrebbe ad una relazione spuria tra le variabili di struttura proprietaria e quelle di performance. Una soluzione standard al problema della variabile omessa proveniente dalla letteratura risulta essere l'introduzione nel modello di alcune variabili di controllo che "facciano le veci" dei parametri esogeni non osservabili. Per superare il problema di distorsione da variabile omessa si è proceduto con l'aggiunta all'analisi di variabili *proxy* della dimensione aziendale, di corporate governance, del grado di innovatività.

6.4 1 Le variabili fondamentali del modello

Le variabili fondamentali utilizzate per svolgere l'analisi e cogliere la relazione tra struttura proprietaria e performance delle società sono tre, di cui due dipendenti (utilizzate in due specificazioni differenti del modello) ed una indipendente. Oltre all'utilizzo di queste variabili, come di consueto, si è deciso di inserire nel modello i fattori omessi introducendo delle variabili di controllo con l'obiettivo di pulire l'effetto della variabile indipendente sulla variabile dipendente ed ottenere uno stimatore, esplicativo di tale legame, quanto meno distorto possibile.

6.4.1.1 Le variabili indipendenti dell'analisi

In maniera coerente alla letteratura preesistente si è deciso di utilizzare le due variabili *Q di Tobin* e *Roaebitda* come misure di performance delle società quotate italiane.

In questo modo le due variabili dipendenti sono entrambi *proxy* delle performance di un'impresa ma hanno una provenienza differente: la prima è un indice di mercato (in quanto approssima valori di mercato riferiti al capitale investito nell'impresa), la seconda un indice di bilancio.

La *Q di Tobin* corrisponde al rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. In altri termini, il valore della *Q* misura il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo stock di capitale sul mercato dei beni. Nel modello è stato calcolato come segue:

$$Qt = \frac{totasset - equity + mktcap}{totasset}$$

Il *Roabitda*, invece, è un indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta e nel modello è stato calcolato come segue:

$$Roabitda = \frac{valadd - labcost}{totasset}$$

6.4.1.2 La variabile dipendente dell'analisi: insider share

Il risultato dell'analisi di individuare, prima l'esistenza e qualora fosse statisticamente significativa, la tipologia del legame presente tra la partecipazione degli azionisti insider al capitale di rischio e le performance delle società quotate presso la Borsa Italiana si concentra attorno alla variabile fondamentale *insider share*. Si è proceduto alla costruzione di tale variabile e al reperimento dei dati che ne hanno permesso l'inserimento dei valori nel database combinando:

- I dati reperiti presso il sito della Consob relativi alla percentuale totale di capitale sociale detenuta dagli azionisti rilevanti (sono state utilizzate come fonti dati, il sito della Consob per recuperare le informazioni riguardanti la struttura proprietaria delle società, in quanto queste ogni sei mesi, il 30 giugno e il 31 dicembre, sono tenute a dichiarare all'Autorità l'identità di tutti i soci, aventi una partecipazione superiore al 2%, cd. "partecipazione rilevante"; è stato deciso di prendere come riferimento i dati riferiti al 31 dicembre di ogni anno);
- I dati disponibili presso il sito del Calepino dell'azionista (pubblicazione annuale di Mediobanca) relativi alla configurazione degli assetti di governo societari e alla composizione dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane (il sito fornisce anno per anno i membri del consiglio di amministrazione indicandone nome e cognome).

Utilizzando entrambe le fonti si è riusciti a stabilire, per gli anni che vanno dal 2000 al 2014, la partecipazione al capitale sociale degli azionisti insider. La somma delle quote delle partecipazioni rilevanti degli azionisti *insider* della società corrisponde al valore della variabile *insidershare* di quella società nell'anno di riferimento. Dunque, nella presente analisi la *ownership structure* è espressa dalla variabile *insidershare* che sintetizza la partecipazione al capitale di rischio della società degli amministratori del *board of directors* della stessa. Nel corso dell'analisi è esaminata, e compare col nome di *insider2*, anche il quadrato di tale variabile, al fine di stabilire l'esatto grado di dipendenza delle variabili di performance sulla variabile indipendente.

6.4.1.3 Variabili di controllo

Un approccio consolidato da precedenti analisi e da una vasta schiera di letteratura per affrontare il problema legato alle variabili omesse, consiste nell'inclusione all'interno del modello di variabili che facciano le veci di tutte quelle variabili esogene non osservabili o non misurabili direttamente (Kennedy, 2003). Per tale ragione si inseriscono nel modello dell'analisi di regressione le seguenti variabili:

- *lnsales*: variabile che indica il logaritmo naturale di *sales*. E' stata introdotta nell'analisi per controllare per la dimensione aziendale (Morck, Shleifer, e Vishny, 1988; McConnell e Servaes, 1990; Himmelberg, Hubbard, e Palia, 1999) ed eliminare gli effetti di scala (Baker, 2004; Brealey, Myers, & Marcus, 2007);
- *Mleverage*: variabile che indica la leva finanziaria della società di riferimento ed è introdotta nel modello in modo da ragionare a parità di indebitamento finanziario in quanto l'aumento di indebitamento limita il flusso di capitale disponibile per gli investimenti e con esso la discrezionalità dell'alta direzione nella gestione delle risorse finanziarie. La letteratura dimostra che il leverage può essere utilizzato quale mezzo di corporate governance: un livello maggiore dell'indice di indebitamento aiuta a ridurre i problemi di agenzia tra insider e outsider in quanto ha una funzione disciplinante per il manager poiché comporta minaccia di scalata, obbligo di rimborso e vincola la sua discrezionalità (Jensen (1986);

Zwiebel (1996)). Ai fini della regressione la variabile è stata calcolata come segue:

$$Mleverage = \frac{debtst + debtml}{debtst + debtml + mktcap}$$

- *family, famceo, instinv*: variabili di struttura proprietaria della società di riferimento (vedi significato nel paragrafo *composizione del dataset*);
- *patent_count, innotight*: variabili *proxy* del grado di innovatività. Tenendo conto che le performance di un'impresa variano sistematicamente a causa dei problemi di agenzia che sorgono tra i manager e gli azionisti outsiders e che i problemi di agenzia derivano in generale da *moral hazard* e da asimmetria informativa, si decide di includere nel modello variabili proxy dell'intensità R&D. Infatti, laddove si prospettano basse opportunità di investimento vi è un alto incentivo da parte dei manager ad estrarre benefici privati dal controllo;
- *agefirm*: variabile che indica il numero di anni dell'impresa di riferimento (dalla fondazione al 2014).

Note le variabili della regressione si può allora procedere a esplicitare il modello che si utilizza per determinare la relazione tra partecipazione degli azionisti insider al capitale di rischio e performance ottenute:

$$FirmPerformance_{it} = \alpha + \beta_1 insidershare_{it} + \beta_2 insidershare_{it}^2 + control\ variables + \varepsilon_{it}$$

I pedici hanno il compito di distinguere le unità, ovvero le imprese, e i periodi temporali, ovvero gli anni. Il pedice *i* indica che l'osservazione in esame si riferisce a una determinata impresa, mentre il pedice *t* serve per tenere in considerazione l'anno in cui è stata osservata la variabile. La variabile *FirmPerformance_{it}* contiene la forma lineare degli indici di performance *Qt* e *Roabitda* che si avvicenderanno quali variabili dipendenti nelle due diverse regressioni che sono presentate nel presente capitolo. E' da sottolineare che è

stato ripulito il campione prima dell'analisi includendo in esso solo valori di *totasset*, *equity* e *leverage* maggiori di 0.

6.4.2 Statistiche descrittive

Prima di passare all'analisi econometrica si riportano in questo paragrafo le statistiche descrittive delle variabili del set di dati che sono incluse nei modelli di regressione.

Entrando in dettaglio le prime variabili che sono mostrate in tabella sono quelle relative alle performance delle società. In particolare la variabile Q di Tobin che è una misura del valore di mercato o il valore totale dei titoli di una società, in relazione al valore totale delle attività della società, mostra che in media le società quotate italiane non finanziarie hanno un rapporto Q che gli economisti definiscono positivo in quanto superiore all'unità, indicando che in media per le società analizzate nel campione il valore di mercato è superiore al valore totale delle attività. Per quanto riguarda il valore dell'altra variabile dipendente, le statistiche descrittive evidenziano che il valore medio del *roaebitda* è 0,0904 con una deviazione standard pari a 0,0739. Le voci relative alla variabile *insidershare* mostrano che è pratica molto diffusa nel mercato azionario italiano la partecipazione degli amministratori al capitale di rischio dell'impresa, principalmente giustificata dalla presenza di numerose imprese a controllo familiare e dalla conseguente sovrapposizione nella stessa persona dei ruoli di proprietario e manager. La deviazione standard comunque elevata testimonia il fatto che il campione comprende anche società di *utilities* nelle quali viene meno questa sovrapposizione di ruoli nello stesso soggetto e dove è molto più modesta, se non assente, la partecipazione degli insider all'*equity*. Interessante è senza dubbio la media della variabile *family* che suggerisce che più del 67% delle osservazioni si riferisce a imprese familiari, in questo caso è giusto però precisare che tale dato non vuole dire che il 67% delle imprese sono familiari poiché nel campione non è presente lo stesso numero di osservazioni per ciascuna impresa, a causa dell'anno di quotazione e dell'eventuale *delisting*, ma sottolinea comunque come nel mercato borsistico italiano siano molto diffuse le imprese a controllo familiare. Inoltre, all'interno del campione si può notare come circa il 41% delle osservazioni si riferisca a società amministrate da un CEO che

appartiene alla famiglia che possiede il pacchetto azionario di controllo della società e come questa percentuale arriva al 61% se si considera il campione ridotto delle imprese familiari. Dunque forte ruolo delle famiglie nella compagine societaria delle società quotate italiane ma bassa presenza di investitori istituzionali come suggerisce il valore *mean* del regressore *instinv*, mostrando come in circa due terzi delle osservazioni totali del campione non vi sia la presenza di nemmeno un investitore con una quota rilevante. Infine le statistiche descrittive delle variabili *innotight* e *patent_count* sono relative al grado di innovatività. In particolare, il numero medio di brevetti o famiglia di brevetti per osservazione è pari a 4 e nel 22% delle osservazioni è stata eseguita l'*application* per un numero di brevetti maggiore o uguale a 4 come mostrato dal valore *mean* di *innotight*.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Qt	1316	1,3407	0,7942	0,3665	9,057
Roaebitda	1325	0,0904	0,0739	-0,4355	0,5201
insidershare	1348	45,5257	25,9442	0	99,483
Insales	1352	13,0549	1,7201	8,5861	18,605
Mleverage	1316	0,378	0,2368	0	0,9724
d.Insales	1235	0,02	0,2668	-2,077	4,4293
family	1362	0,6725	0,4695	0	1
famceo	1361	0,4166	0,4932	0	1
instinv	1366	0,3397	0,4738	0	1
innotight	1369	0,2257	0,4182	0	1
patent_count	1369	4,0511	12,7522	0	1
star	1281	0,3208	0,467	0	1
agefirm	1363	51,66	39,56	0	271

Tabella 3:Statistiche descrittive relative alle variabili utilizzate nel modello

6.5 L'analisi dei risultati

In questo paragrafo si mostrano e si discutono i risultati ottenuti dall'analisi empirica, effettuata per determinare se esiste una relazione tra partecipazione degli azionisti *insider* al capitale di rischio dell'impresa (variabile che è presente nella regressione con il nome di *insidershare*) e performance delle società quotate italiane.

Come espresso nei paragrafi precedenti, per la spiegazione di tale relazione, si è proceduto con la scelta di due variabili dipendenti, *Q* di Tobin (*Qt* nel modello) e *Roabitda*, che, come di consueto indicato dalla letteratura, si prestano bene a rappresentare gli indicatori di performance economiche delle società nel modello di regressione che indaga sul legame tra *ownership* e *firm value*.

Il primo modello che viene analizzato e discusso è quello nel quale si utilizza il *Roabitda* quale *proxy* delle performance di una società, che, dunque rappresenta, la variabile dipendente dell'analisi. Per tale variabile si sono costruiti due modelli: nel primo (*tabella 4*) si indaga su una relazione lineare tra le variabili *insidershare* e *Roabitda* mentre nel secondo (*tabella 5*) si introduce il termine quadratico per verificare l'esistenza di un legame più o meno che proporzionale. In particolare, si è deciso di inserire inizialmente nei modelli (1) la variabile indipendente *insidershare* e le consuete variabili di controllo *Insales*, *leverage* e *d.Insales* e solo successivamente nelle altre specificazioni del modello, si aggiungono progressivamente ulteriori variabili in modo da stimare l'effetto di ciascuna di esse sulla relazione *ownership-performance*.

Gli output di Stata, relativi alla prima specificazione del modello (1), mostrano come a parità di dimensione aziendale, di livello di indebitamento e di variazione del fatturato, la variabile *insidershare* sia positivamente e statisticamente correlata alle performance aziendali, espresse dalla variabile *Roabitda*.

Per quanto invece riguarda le variabili di controllo, si può notare come in media le imprese con dimensioni maggiori sono anche quelle con *Roabitda* maggiore (coefficiente di *Insales*) e come il ricorso al capitale di terzi piuttosto che al proprio impatti negativamente sulla redditività del capitale investito (coefficiente *Mleverage*). Inoltre, soprattutto nelle società ad alto grado di concentrazione della

struttura proprietaria la dipendenza da capitali esterni, in particolare dal debito bancario, limita il potere di discrezionalità dell'azionista di controllo, e di conseguenza ha degli effetti negativi sulle performance.

Nella colonna (2) relativa alla relazione lineare tra *insidershare* e *Roaebitda* si sono introdotte le variabili relative all'identità dell'azionista di controllo e presenza dell'investitore istituzionale nella struttura proprietaria.

I risultati mostrano come la variabile *family* sia fortemente correlata alla variabile dipendente, esprimendo come le società, nelle quali il pacchetto azionario di controllo sia nelle mani di un individuo o di una famiglia, abbiano in media una performance peggiore in termini di redditività del capitale investito rispetto a quelle *non-family*. Mentre risulta non essere statisticamente significativa sulla redditività la presenza di investitori istituzionali nelle società quotate italiane. Il segno negativo del coefficiente di *family* si giustifica considerando che nel modello *fixed-effects*, quello che si è utilizzato, il segno negativo registra la variazione *within*, ovvero il passaggio delle imprese da *family* a *non-family*, che hanno in media una redditività maggiore del capitale investito rispetto alle *family*. Nel contesto italiano la maggioranza delle imprese non subisce variazioni di struttura proprietaria a livello di controllo familiare e non durante il periodo di osservazione (a sostegno di tale considerazione si è calcolato che nel campione della tesi si assiste a sole 8 trasformazioni di imprese che passano da *family* a *non-family* durante il periodo 2000-2014 e nessuna che ha attraversato il processo inverso), il coefficiente del regressore *family* indica che il passaggio da *family* a *non-family* avviene con un peggioramento del *Roaebitda*. Questo appare naturalmente logico per la propensione delle imprese a controllo familiare di cedere il controllo solo in casi di profonda disperazione economica e finanziaria come sull'orlo di una bancarotta.

Nelle colonne (3) e (4), introducendo le variabili *innotight* e *patent_count*, si è voluto controllare per il grado di innovatività misurato dal numero di brevetti. La colonna (3) mostra che il coefficiente *innotight* risulta non essere statisticamente significativo, mentre nella specificazione del modello in colonna (4) si evidenzia come il coefficiente relativo a *patent_count* sia statisticamente significativo ad un

livello di significatività del 5%, e di conseguenza come investire nell'innovazione sia un buon modo per le società per aumentare la redditività del capitale investito.

Infine nelle colonne (5), (6) e (7) si introducono rispettivamente le variabili di controllo *star*, *age firm*, *famceo*. Dall'output si evince come le società del segmento *STAR* abbiano in media una *Roaebitda* maggiore rispetto alle imprese che non vi appartengono, che la redditività del capitale investito diminuisce con l'età delle società e che in media le società, nelle quali il Ceo appartiene alla famiglia che è proprietaria del pacchetto azionario di controllo, hanno performance peggiori, espresse in termini di *Roaebitda*, rispetto alle imprese *non-famceo*.

Ottenuto il modello completo, dopo aver introdotte tutte le variabili di controllo, si può sintetizzare il legame tra *ownership structure* e *Roaebitda*. I risultati dell'analisi empirica mostrano una relazione positiva tra le variabili fondamentali della regressione. All'aumento della quota di partecipazione dell'insider all'equity consegue un miglioramento della redditività del capitale investito delle imprese italiane quotate non finanziarie.

Dependent variable Roaebitda							
variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
insidershare	0,0006** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)	0,0007*** (0,0002)
Mleverage	-0,1244*** (0,0123)	-0,1268*** (0,0124)	-0,1269*** (0,0124)	-0,1261*** (0,0124)	-0,1267*** (0,0125)	-0,1268*** (0,0127)	-0,1281*** (0,0122)
Insales	0,0341*** (0,007)	0,0351*** (0,0068)	0,0351*** (0,0069)	0,0351*** (0,0068)	0,0341*** (0,0069)	0,0342*** (0,0069)	0,0348*** (0,0064)
d.sales	0,0069 (0,0082)	0,0101 (0,0066)	0,0101 (0,0066)	0,0096 (0,0066)	0,0102 (0,0067)	0,01 (0,0067)	0,0102 (0,0069)
family		-0,0633** (0,0184)	-0,0632** (0,0184)	-0,0638** (0,0183)	-0,0637** (0,0184)	-0,0637** (0,0184)	-0,0586** (0,0187)
famceo							-0,0138* (0,0083)
instinv		-0,0252 (0,0231)	-0,0251 (0,0231)	-0,025 (0,0231)	-0,0245 (0,0231)	-0,0244 (0,023)	-0,0229 (0,0226)
patent_count				0,0003** (0,0001)	0,0003** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0002** (0,0001)
innotight			0,0036 (0,0037)				
star					0,0155* (0,0082)	0,0155* (0,0083)	0,0164* (0,0083)
agefirm						-0,003*** (0,0006)	-0,0031*** (0,0006)
constant	-0,3213** (0,091)	-0,2866** (0,086)	-0,2855** (0,0863)	-0,2877** (0,086)	-0,2791** (0,0866)	-0,1422** (0,086)	-0,1461* (0,0866)
Year Dummies	Yes						
Observations	1147	1145	1145	1145	1145	1140	1140
Number of firms	117	117	117	117	117	116	116

Tabella 4: Analisi econometriche relative alla relazione insider ownership-roaebitda. Si utilizza la regressione a effetti fissi, con le dummies di tempo incluse. Gli standard error robusti all'eteroschedasticità sono tra parentesi e clusterizzati a livello di impresa. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Nel secondo modello relativo al *Roaebitda* si è indagato sulla presenza di un legame più che proporzionale tra le variabili *insidershare* e *Roaebitda*.

Per tale motivo nella colonna (2) si aggiunge la variabile *insider2*. Osservando il p-value del coefficiente della variabile *insider2* si nota come questa sia statisticamente correlata, ad un livello di significatività del 5%, alla variabile dipendente.

Nella specificazione (3), l'introduzione nel modello della variabile *family*, evidenzia ancora una volta una correlazione negativa tra la variabile di controllo familiare e la redditività del capitale investito. Inoltre, l'immissione nell'analisi della variabile *family* sembrerebbe far perdere significatività alla relazione tra *ownership structure* e *performance* come si può notare dal p-value della stessa. Per questo motivo si valuta la significatività congiunta, attraverso un test F (tabella 5; colonna test F), che invece, evidenzia come *insider2* sia statisticamente correlato al *Roaebitda*. Si prosegue nell'analisi come nel modello precedente, l'unica differenza risiede nella presenza della variabile *insider2* in ciascuna delle successive specificazioni. L'ipotesi congiunta viene effettuata e statisticamente confermata al termine di ciascuna delle specificazioni. I coefficienti delle variabili di controllo confermano i risultati commentati nel primo modello.

L'introduzione della variabile *insider2* ha permesso di aggiungere informazioni al modello evidenziando come l'influenza dell'azionista insider sulle performance contabili delle società dipenda dalla sua quota di partecipazione all'equiti. In particolare, per alti livelli di *insider ownership* la presenza dell'insider giova positivamente alla società permettendole di aumentare la redditività mentre per bassi livelli di partecipazione dell'azionista-amministratore al capitale di rischio della società la sua presenza comporti un peggioramento del *firm value* espresso in termini di *Roaebitda*.

	<i>Dependent variable Roaebitda</i>							
<i>variables</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>insidershare</i>	0,0006** (0,0002)	-0.0002 (0,0004)	0,0001 (0,0004)	0,0001 (0,0004)	0,0001 (0,0004)	0,0001 (0,0004)	0,0001 (0,0004)	0,0002 (0,0004)
<i>insider2</i>		9,47e-06** 4,42e-06	6,43e-06 (4,53e-06)	6,53e-06 (4,51e-06)	6,70e-06 4,48e-06	6,49e-06 (4,31e-06)	6,53e-06 (4,31e-06)	5,61e-06 (4,06e-06)
<i>Mleverage</i>	-0,1244*** (0,0123)	-0,1237*** (0,0126)	-0,1261*** (0,0125)	-0,1261*** (0,0126)	-0,1253*** (0,0126)	-0,1259*** (0,0127)	-0,126*** (0,0127)	-0,1274*** (0,0124)
<i>Insales</i>	0,0341*** (0,007)	0,0341*** (0,0066)	0,0351*** (0,0066)	0,0349*** (0,0066)	0,0351*** (0,0066)	0,0341*** (0,0067)	0,0342*** (0,0067)	0,0347*** (0,0063)
<i>d.sales</i>	0,0069 (0,0082)	0,0073 (0,0083)	0,0104 (0,0066)	0,0103 (0,0066)	0,0102 (0,0066)	0,0104 (0,0067)	0,0103 (0,0067)	0,0104 (0,0069)
<i>family</i>			-0,0580** (0,0178)	-0,0581** (0,0178)	-0,0583** (0,0177)	-0,0584** (0,0178)	-0,0584** (0,0177)	-0,0542** (0,018)
<i>famceo</i>								-0,013 (0,0082)
<i>instinv</i>			-0,0269 (0,0236)	-0,0268 (0,0236)	-0,0267 (0,0236)	-0,0260 (0,0236)	-0,0260 (0,0236)	-0,024 (0,0231)
<i>patent_count</i>					0,0003** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0003** (0,0001)
<i>innotight</i>				0,0039 (0,0037)				
<i>star</i>						0,0151* (0,0083)	0,015* (0,0083)	0,016* (0,0082)
<i>agefirm</i>							-0,0031*** (0,0006)	-0,0032*** (0,0006)
<i>constant</i>	-0,3213** (0,091)	-0,3104** (0,0867)	-0,2810** (0,0847)	-0,2797** (0,0849)	-0,282** (0,0845)	-0,2738** (0,0853)	-0,1349* (0,0897)	-0,1397** (0,0862)
<i>*Test F</i>			8,02	8,08	8,34	8,59	8,62	9,06
<i>Year Dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	1147	1147	1145	1145	1145	1145	1140	1140
<i>Number of firms</i>	117	117	117	117	117	117	116	116

Tabella 5: Analisi econometriche relative alla relazione insider ownership-roaebitda. Si utilizza la regressione a effetti fissi, con le dummies di tempo incluse. Gli standard error robusti all'eteroschedasticità sono tra parentesi e clusterizzati a livello di impresa. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. *La riga Test F indica i valori della statistica F relativa esclusivamente al test tra i coefficienti di *insidershare* e *insider2* e non è quello relativo all'intera regressione.

Il terzo modello che viene analizzato e discusso è quello nel quale si utilizza la q di Tobin (Q_t) quale *proxy* delle performance di una società, che, dunque rappresenta, la variabile dipendente dell'analisi. Ponendo come variabile dipendente della regressione un indicatore di mercato, ci si pone nella prospettiva del mercato, e si osserva il legame da un punto di vista più esterno rispetto all'altro modello dove come variabile dipendente si aveva un indicatore di bilancio, certamente più manovrabile dal management e sintetizzante per lo più una visione di breve periodo.

L'analisi viene condotta come nell'altro modello, ovvero, si è deciso di inserire inizialmente nel modello (1) la variabile indipendente *insidershare*, e le consuete variabili di controllo $\ln(\text{sales})$, *leverage* e *d.Insales* e solo successivamente nelle altre specificazioni del modello, aggiungere progressivamente ulteriori variabili in modo da stimare l'effetto di ciascuna di esse sulla relazione *ownership-performance*.

Diversamente dal precedente modello, i risultati di Stata relativi alla prima specificazione della regressione (1) mostrano come la variabile *insidershare* non sia statisticamente correlata alla q di Tobin. Inserendo nel modello la variabile *insider2* (2) il valore del p -value evidenzia come non sia statisticamente significativa nemmeno la relazione non lineare, e la stessa conclusione viene confermata svolgendo un test F che sottolinea l'assenza di legame. Non potendo rifiutare l'ipotesi nulla nemmeno in questo caso, in quanto anche attraverso la statistica F si riscontra come la variabile *insider2* non è statisticamente correlata alle performance aziendali espresse tramite la q di Tobin, si abbandona l'ipotesi di una relazione non lineare e nella specificazione (4) si decide di controllare per due variabili di corporate governance inserendo nel modello *family* e *instinv*. Nonostante l'aggiunta delle suddette variabili, si continua a non riscontrare significatività statistica, per tale motivo si decide di introdurre un vincolo alla regressione. Ritenendo che l'effetto della variabile *insidershare* su quella dipendente potesse essere nascosto dalla presenza nel campione di società nelle quali è ridotta la partecipazione di azionisti insider si è deciso di considerare le sole imprese manifatturiere, che comunque costituiscono circa il 71% del totale delle imprese del campione considerato. In altri termini, si è deciso di escludere

le società di *public utilities* (dove generalmente l'azionista di controllo è lo Stato) dove è modesta o nella maggior parte dei casi assente la partecipazione degli azionisti insider al capitale di rischio dell'impresa. Infatti, nonostante sforzi significativi e riforme strutturali di privatizzazione la maggior parte delle *utilities* in Italia così come nel resto d'Europa sono controllate e di proprietà dello Stato. Di conseguenza, il valore di tale imprese non è influenzato dalla presenza o meno di azionisti insider nella compagine societaria ma da caratteristiche istituzionali che ne influenzano le decisioni operative e finanziarie, e dunque in ultima istanza le performance.

L'output di Stata relativo alla specificazione del modello con l'imposizione del vincolo (tabella 6), e dunque rappresentante delle sole imprese manifatturiere (8), evidenzia come la partecipazione dei membri del *board of directors* al capitale di rischio dell'impresa sia legato alle performance della stessa. In particolare, il risultato della regressione mostra una relazione quadratica tra *insidershare* e *Qt*, sintetizzata da una curva con un punto di minimo.

Visti i risultati, sembra che il mercato per bassi livelli di partecipazione degli insider all'equity, preferisca una struttura proprietaria maggiormente diffusa, che risulta essere più efficiente nel ridurre la propensione degli insider ad appropriarsi dei benefici privati del controllo e nel favorire la contendibilità del controllo. Mentre sembra che la presenza di azionisti insider giovi positivamente alla società quando essi acquisiscono una quota superiore al 52% (punto di minimo). Ciò sembra riflettere un'aspettativa del mercato per cui, aumentando progressivamente la quota nell'impresa degli azionisti insider, si incrementa anche il loro impegno nel creare valore in quanto essi divengono sempre più sensibili alla performance contabile dell'impresa, sia per motivi legati ai risultati aziendali attraverso i dividendi e l'incremento del valore azionario dell'impresa sia a causa dell'aspetto affettivo che intercorre in caso di *family ownership* tra impresa e proprietà, si deve infatti considerare che tra le imprese manifatturiere del campione in circa l'81% di esse il pacchetto di maggioranza è detenuto da un individuo o da una famiglia, in tali società i proprietari sono soliti essere membri del *board of directors* o inserire all'interno familiari come figli e/o mogli, e che dunque spesso la figura dell'insider coincide con quella del proprietario, al quale

interessa il benessere della propria società. Inoltre si assiste al cambio di tendenza della curva, ovvero si ha il punto di minimo per un valore della partecipazione degli insider al capitale pari a circa al 52%. Osservando la mediana della variabile *insidershare* si nota come il suo valore sia pari a circa il 57%, che indica come, la maggior parte delle società manifatturiere quotate italiane crei valore piuttosto che distruggerlo con la presenza di insider nella struttura proprietaria dell'impresa.

Dependent variable Qt				
variables	(1)	(2)	(3)	(4)
insidershare	-0,0004675 (0,0008661)	-0,0024873 (0,0021501)	-0.000454 (0,0008995)	-0,0076701** (0,0035402)
Insider2		0,0000236 (0,0000255)		0,0000797* (0,0000447)
Mleverage	-0,5581296*** (0,1296943)	-0,5562569*** (0,1302489)	-0,5675914*** (0,1283216)	-0,5301089** (0,1555539)
Insales	-0,0776692 (0,0591764)	-0,0769162 (0,0583885)	-0,0780082 (0,0591493)	-0,1261954 (0,0848206)
d.sales	0,0737027 (0,0709513)	0,0745056 (0,0714802)	0,0860207 (0,0664823)	0,2688326** (0,1397859)
family			0,044155 (0,0794999)	0,2128822** (0,1051151)
instinv			-0,080488 (0,0694653)	-0,0798703 (0,0844779)
patent_count				0,0844779 (0,0011696)
star				0,0713058 (0,1032211)
agefirm				-0,0017052 (0,0054775)
constant	2,621204** (0,7340193)	2,639124*** (0,7360902)	2,619771*** (0,7303081)	3,216453** (1,148326)
Year Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Manuf				Yes
Observations	1170	1170	1168	830
Number of firms	117	117	117	77

Tabella 6: Analisi econometriche relative alla relazione insider ownership-roaebitda. Si utilizza la regressione a effetti fissi, con le dummies di tempo incluse. Gli standard error robusti all'eteroschedasticità sono tra parentesi e clusterizzati a livello di impresa *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. La riga *manuf* indica la presenza delle imprese manifatturiere del campione.

Conclusioni

Nella prima sezione della tesi sono stati presentati i concetti generali di corporate governance e di struttura proprietaria in modo da prendere familiarità con gli elementi essenziali illustrati nel proseguo dell'elaborato. Il tema fondamentale ricorrente dell'elaborato ha però riguardato la relazione tra partecipazione del management all'equity e performance ottenute. In particolare, in un primo momento si è proceduto all'esposizione della letteratura preesistente riguardo tale legame, e successivamente si sono mostrati i risultati ottenuti dalla mia analisi relativa al contesto delle società italiane quotate non finanziarie. La variegata letteratura presente sul tema ha mostrato come non si sia giunti ad una soluzione univoca e come per questo sia ancora oggi fortemente acceso il dibattito. Nonostante la divergenza di pensieri si è però intesa l'importanza di come tale legame dipendesse fortemente dal contesto nel quale le imprese operano e fosse influenzato da fattori *country-specific*. Nel contesto del mercato azionario italiano l'azionista insider svolge quel ruolo centrale che nel mercato azionario tedesco è svolto dalle banche e in quello anglosassone dagli investitori istituzionali. Per tale ragione la variabile fondamentale dell'analisi, *insidershare*, ha espresso la partecipazione al capitale di rischio dell'azionista insider, ovvero, di colui che è considerato l'attore principale che possa influenzare le decisioni operative e finanziarie dell'azienda e, dunque, in ultima analisi le performance della stessa.

L'obiettivo fondamentale dell'analisi ha riguardato dunque lo studio della relazione esistente tra partecipazione degli azionisti insider all'equity e performance. I risultati ai quali si è giunti hanno rilevato in linea generale l'influenza positiva dell'azionista insider sulle performance delle società. In particolare, per elevati livelli di partecipazione al capitale dell'insider un aumento della sua quota permette di ottenere un ritorno sul capitale investito più che proporzionale all'incremento della sua partecipazione e viene giudicato positivamente anche dal mercato che attribuisce all'impresa un valore superiore giustificato dalla sua presenza. Tale evidenza sembra riflettere un'aspettativa di mercato per cui, aumentando progressivamente la quota nell'impresa degli azionisti insider, si incrementa anche il loro impegno nel creare valore in quanto

essi divengono sempre più sensibili alla performance contabile dell'impresa, sia per motivi legati ai risultati aziendali attraverso i dividendi e l'incremento del valore azionario dell'impresa sia a causa dell'aspetto affettivo che intercorre in caso di *family ownership* tra impresa e proprietà.

Tale legame definisce una visione di lungo termine, che contrasta con quella di breve periodo e con la miopia manageriale, a favore della propensione all'incremento delle performance aziendali. L'idea è che in questo caso, grazie all'allineamento intrinseco di interessi tra manager e proprietà, la funzione di utilità dell'insider non dipende soltanto dal proprio compenso e dai benefici privati del controllo, ma anche dai risultati aziendali attraverso i dividendi e l'incremento del valore azionario dell'impresa, in quest'ottica le scelte di allocazione delle risorse saranno probabilmente guidate meno da opportunismo, determinando un aumento del valore dell'impresa, e di conseguenza una relazione positiva tra le variabili.

Il presente elaborato non ha la presunzione di offrire una soluzione definitiva al dilemma *managerial ownership-performance* ma di fornire un contributo alla ricerca in particolare a quella legata al contesto delle società quotate italiane. Dunque, le conclusioni tratte dal presente lavoro sono tutt'altro che definitive e potranno aprire la strada ad ulteriori approfondimenti negli argomenti appena elencati, utili ad evidenziare eventuali relazioni non rilevate in questa sede

Bibliografia

- Aganin, A., & Volpin, P. (2005). The History of Corporate Ownership in Italy. *National Bureau of Economic Research, Inc*, 325-366.
- Alimehmeti, G., & Paletta, A. (2012, Ottobre). Ownership concentration and effects over firm performance: evidences from Italy. *European Scientific Journal*.
- Armour, J., & N. Gordon, J. (s.d.). The Berle-Means Corporation in the 21st Century.
- Barca, F. (1994). *Imprese in cerca di padrone*. Laterza.
- Barontini, R., & Siciliano, G. (2003). Equity Prices and the Risk of Expropriation: An Analysis of the Italian Stock Market. *EFMA 2004 Basel Meetings Paper; ECGI - Finance Working Paper No. 24/2003*. Basilea.
- Becht, M., & DeLong, J. B. (2005). Why Has There Been So Little Block Holding in America? *National Bureau of Economic Research*.
- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Bertoli, G. (1994). *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*. Egea: Milano.
- Bezo, Y., Brahim, F., & Dibra, R. (2015). Corporate Governance in Transition Countries. *Research Journal of Finance and Accounting*.
- Bhagat, S., & Jefferis, R. (2002). *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. MIT Press.
- C. Jensen, M. (2000). A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms. *Harvard University Press*.
- C. Jensen, M., & J. Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 225-264.

- C.Jensen, M., & H. Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Cioffi, J. W. (2002). *Restructuring "Germany Inc.": The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union*. UC Berkeley: Institute of European Studies.
- Coase, R. (1937). *The nature of the firm*.
- Consob. (2018, Giugno 2). *2014 Report on corporate governance*. Tratto da <http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2014.pdf/6e0800af-dd08-4bcc-8728-170bb9a314ff>
- CORPORATE GOVERNANCE- AN OVERVIEW*. (s.d.).
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 209-233.
- Enriques, L. (2004). The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. *The American Journal of Comparative Law*, 1011–1036.
- Enriques, L., & Volpin, P. F. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 117-140.
- Ewald, W. (1995). Comparative Jurisprudence (II): The Logic of Legal Transplants. *The American Journal of Comparative Law*, 489-510.
- Ferran, E. (2004). *Building an EU Securities Market*. Cambridge University Press.
- Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2005). Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK. *The National Bureau of Economic Research*.

- Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2005). Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom. *National Bureau of Economic Research*, 581-612.
- G. Holderness, C. (2009). The Myth of Diffuse Ownership in the United States. *The Review of Financial Studies*, 1377-1408.
- Gordon, J. A. (s.d.). The Berle-Means Corporation in the 21st century.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 691-719.
- Harold Demsetz, K. L. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences . *Journal of Political Economy*, 1155-1177.
- Hart, O. D. (1988). Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. *Journal of Law, Economics, & Organization*, p. 119-139.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 353-384.
- Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?* (2006, Maggio 23). Tratto da SSRN Electronic Journal: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952147
- J. Johnston, D., & R. Shelton, J. (s.d.). *OECD Principles of Corporate governance*.
- J. Johnston, D., & R. Shelton, J. (s.d.). *OECD Principles of Corporate governance*. Tratto da OECD Principles of Corporate governance.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Robert, W. V. (1998, Dicembre). Law & Finance. *Journal of Political Economy*, p. 1113-1155.
- La Rocca, M., Montalto, F., La Rocca, T., & Staglianò, R. (2017). The effect of ownership on firm value: a meta-analysis. *Economics Bulletin, Volume 37*, p. 2324-2353.
- Mace, M. L. (1971). *Myth and Reality*. Harvard Business School Publications.

- Marris, R. (1964). The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism. *Journal of the Royal Statistical Society*, 579-581.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). MANAGEMENT OWNERSHIP AND MARKET VALUATION. *Journal of Financial Economics*, 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature* , 655-720.
- Murphy, M. C. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 225-264.
- Noack, U., & Zetsche, D. (2005). Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade. *SSRN Electronic Journal* .
- Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market. *Corporate Governance: An International Review* 16.4 , p. 312-325.
- Pindado, J., & De La Torre, C. (2011). Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure. *International Review of Finance*.
- Randall, K. (2007). *A History of Corporate Governance around the World*. The University of Chicago Press.
- Roe, M. J. (2004). *THE INSTITUTIONS OF CORPORATE GOVERNANCE*. Harvard: University of Harvard.
- Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 277-304.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 123-139.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Londra: W. Strahan and T. Cadell.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 25-54.

