

# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale  
in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

Corporate Governance and Ownership:  
evidenza empirica su un campione di società quotate presso la  
Borsa Italiana



Relatore:

Laura Rondi

Candidato:

Cristian Fava

Anno Accademico 2019/2020



Introduzione.....	7
Capitolo 1: la Corporate Governance.....	9
1.1 Definizioni di Corporate Governance.....	9
1.2 Il Problema di Agenzia.....	16
1.3 Meccanismi di Corporate Governance.....	24
1.3.1 Meccanismi esterni di Corporate Governance.....	24
1.3.1.1 La minaccia di Takeover.....	24
1.3.1.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni.....	27
1.3.1.3 Competizione sul mercato dei managers.....	28
1.3.1.4 Contesto legislativo e istituzionale.....	29
1.3.1.4.1 Il sistema legale: Civil Law e Common Law.....	30
1.3.1.4.2 I Codici di Autodisciplina.....	32
1.3.1.4.3 Associazioni professionali e analisti finanziari.....	33
1.3.2 Conclusioni.....	34
1.3.3 Meccanismi interni di Corporate Governance.....	35
1.3.3.1 Il Consiglio di Amministrazione.....	35
1.3.3.2 Schemi di retribuzione dei manager.....	39
1.3.3.3 Large Shareholders e Investitori Istituzionali.....	41
1.3.3.4 La struttura dei diritti di voto.....	42
1.3.3.5 La Struttura di capitale: la disciplina del debito.....	44
1.3.4 Conclusioni.....	46
Capitolo 2: Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti.....	49
2.1 I Patti di sindacato.....	50
2.2 Le Partecipazioni incrociate.....	52
2.3 Le Piramidi societarie.....	54
2.4 L'Informativa societaria.....	56
2.5 Tutela delle minoranze.....	57
2.6 Operazioni con parti correlate.....	59
2.7 Dual class shares.....	60
Capitolo 3: IL CONTESTO ITALIANO.....	62
3.1 Le Società di Capitali.....	62
3.1.1 Le società a responsabilità limitata (s.r.l.).....	63
3.1.2 Le Società per Azioni (s.p.a.).....	65

3.1.3 Le società in accomandita per azioni (s.a.p.a.).....	66
3.1.4 Le Categorie di azioni 74.....	67
3.1.5 Modelli di Governance nelle società di capitali.....	69
3.1.5.1 La Governance nelle società a responsabilità limitata.....	69
3.1.5.2 La Governance nelle società per azioni.....	71
3.1.5.2.1 Il sistema Tradizionale.....	73
3.1.5.2.2 Il sistema Dualistico.....	74
3.1.5.2.3 Il sistema Monistico.....	75
3.1.5.2.4 La scarsa diffusione dei modelli alternativi.....	76
3.2 L'evoluzione della corporate governance delle società non quotate italiane.....	78
3.2.1 Gli assetti proprietari dal 1993 al 2005.....	79
3.2.1.1 Struttura Proprietaria .....	79
3.2.1.2 Identità dell'azionista di controllo.. .....	80
3.2.1.3 Strumenti di controllo.. .....	81
3.2.2 Gli assetti proprietari dal 2006 al 2016. ....	83
3.3 Le società quotate nella Borsa Italiana. ....	87
3.3.1 Storia della Borsa Italiana. ....	87
3.3.1.1 La Borsa nel nuovo Regno d'Italia (1860-1913).. .....	88
3.3.1.2 Dai codici di commercio alla Legge del 1913 .. .....	88
3.3.1.3 Espansione e crisi tra le due guerre mondiali (1914-1945) .....	90
3.3.1.4 Post Seconda guerra mondiale (1946-1962) .....	91
3.3.1.5 Dagli anni '60 agli anni '90 .. .....	91
3.3.1.6 La legge del 1974 e l'istituzione della Consob.....	92
3.3.1.7 La telematizzazione degli scambi.....	94
3.3.1.8 La privatizzazione del mercato.....	95
3.3.1.9 Gli anni 2000: scandali, bolle e crisi finanziaria.....	97
3.3.2 L'evoluzione della Corporate Governance nelle società quotate italiane.....	100
3.3.2.1 Concentrazione proprietaria e Modelli di controllo.....	102
3.3.2.2 Il declino dei patti parasociali.....	107
3.3.2.3 Identità dell'agente di controllo.....	112
3.3.2.4 Il ruolo degli Investitori Istituzionali.....	116
3.3.2.5 Gruppi piramidali.....	118
3.3.2.6 Deviazione dalla regola One share – One vote.....	121

3.3.2.7 Remunerazione degli Amministratori.....	124
3.3.2.7.1 Remunerazione e ruolo ricoperto.....	125
3.3.2.7.2 La remunerazione degli Amministratori Delegati.....	127
3.3.2.7.3 Remunerazione variabile (Cash ed Equity) pagata.....	128
Capitolo 4: Proprietà e performance: evidenze empiriche internazionali.....	129
Capitolo 5: Analisi empirica su un campione di società quotate italiane.....	137
5.1 Descrizione del Dataset.....	137
5.2 Statistiche descrittive.....	142
5.3 Test delle differenze tra medie.....	149
5.4 Analisi della relazione tra Proprietà, Controllo e Performance.....	166
Conclusioni.....	174
Bibliografia.....	179



## INTRODUZIONE

L'obiettivo che si pone la presente tesi è quello, da un lato, di descrivere l'evoluzione della Corporate Governance e degli assetti proprietari delle imprese italiane, sia quotate che non, a partire dalla metà degli anni '90 ad oggi, periodo durante il quale il quadro giuridico ed economico italiano relativo ai mercati finanziari ha subito importanti sviluppi in seguito all'ondata di privatizzazioni e alla percezione che le inefficienze e problemi dei mercati fosse in gran parte correlata all'insufficiente protezione degli investitori, dall'altro, di verificare la possibile esistenza di significative relazioni tra le variabili riguardanti la proprietà, il controllo e le performance delle imprese quotate presso la Borsa Italiana.

L'Italia, come suggerito da La Porta et al. (1998) per i paesi Civil Law, è caratterizzata da una limitata protezione degli investitori e che ciò spiega l'alto grado di concentrazione della proprietà. Caratteristiche importanti di qualsiasi sistema di corporate governance sono rappresentate dal grado di separazione tra proprietà e controllo e dagli strumenti utilizzati per attuarla. Sebbene la separazione consenta la crescita e la diversificazione dei portafogli, tuttavia richiede costi di monitoraggio allo scopo di garantire che gli interessi di coloro che detengono il controllo non differiscano da quelli dei proprietari. A seconda della struttura e degli strumenti utilizzati, la separazione tra proprietà e controllo può influenzare l'efficienza e le prestazioni dell'impresa. Paesi quali la Gran Bretagna e gli Stati Uniti sono caratterizzati, come affermato da Berle e Means nella loro opera "The Modern Corporation and Private Property" (1932) dalla prevalenza delle widely held firms, in cui le azioni sono disperse tra un gran numero di investitori e la proprietà dell'impresa non può essere associata a una sola persona o a un gruppo ristretto di proprietari e in tale contesto il problema principale dell'agenzia è indirizzare il comportamento del manager verso la massimizzazione di ricchezza degli azionisti, piuttosto che della propria utilità (Jensen e Meckling, 1976). Diversamente, le società Europee sono caratterizzate da una

struttura maggiormente concentrata e dalla presenza della proprietà di tipo familiare. L'analisi teorica dell'impatto della proprietà familiare sui costi delle agenzie deriva dalla teoria del principale-agente di Jensen e Meckling e porta alla conclusione che, rispetto alle società widely held, le imprese familiari dovrebbero essere meno esposte ai costi di agenzia a causa del limitato grado di separazione tra proprietà e controllo. In questo contesto, La Porta et al. suggeriscono che il principale problema non è rappresentato dal conflitto tra azionisti e manager, ma dal rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza causati dall'incentivo da parte della famiglia di estrarre benefici privati.

Nonostante il medesimo contesto legislativo sulla protezione degli investitori e i fattori specifici culturali e ambientali del paese cui sono assoggettate le imprese italiane, queste si sono caratterizzate da differenti scelte riguardanti la struttura proprietaria e gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo adottati nel tempo.

Per cui, all'interno dell'elaborato, dopo aver introdotto i concetti riguardanti la corporate governance, i problemi di agenzia che scaturiscono dalla separazione tra proprietà e controllo e i meccanismi interni ed esterni di corporate governance, verrà descritta l'evoluzione della concentrazione proprietaria, dei modelli di controllo, del ruolo degli investitori istituzionali come strumento di monitoring e dell'utilizzo degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo quali i patti parasociali, gruppi piramidali e delle azioni dual class che hanno caratterizzato le imprese italiane nel tempo. Infine, nell'ultima sezione saranno presentati i risultati dell'analisi empirica eseguita per valutare la relazione tra proprietà, controllo e performance delle imprese utilizzando un campione di società italiane non finanziarie quotate presso la Borsa Italiana tra il 2000 e il 2017.





# CAPITOLO 1

## La Corporate Governance

### *1.1 Definizioni di Corporate Governance*

Affinché si possa capire la funzione della *corporate governance* nelle organizzazioni verrà di seguito descritto come tale concetto ha iniziato a diffondersi. Successivamente verrà approfondito il concetto del problema di agenzia all'interno dell'impresa e i meccanismi interni ed esterni che vengono attuati per disciplinare il management e mitigare i conflitti che scaturiscono dalla separazione dei poteri tra proprietà e controllo.

In generale con il termine Corporate Governance si intende il complesso di strumenti, processi, relazioni, regole e sistemi organizzativi attuati all'interno di una impresa con l'obiettivo di svolgere una efficiente e corretta gestione dell'impresa, e attraverso il quale si cerca di allineare gli interessi, potenzialmente divergenti, delle diverse figure facenti parte della società, quali soci di minoranza, soci di controllo e amministratori di una società, attraverso meccanismi di distribuzione dei diritti e delle responsabilità.

Nel tempo molteplici studiosi del diritto societario e delle organizzazioni hanno elaborato differenti proposizioni per definire il concetto di Corporate Governance con l'intento di spiegare una disciplina che ha concentrato su di sé un'attenzione sempre crescente.

Secondo Shleifer e Vishny (1997) "*Corporate Governance deals with the ways*

*in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*"<sup>1</sup>, intendendo la Corporate Governance come un sistema di regole che consente di assicurare ai fornitori di risorse finanziarie un rendimento adeguato dai loro investimenti. I due autori evidenziano la necessità di risolvere i problemi che scaturiscono dalla separazione fra proprietà e controllo di una impresa, in modo tale da evitare che coloro che hanno investito nell'impresa non ottengano un buon ritorno, poiché ciò dipende anche dal modo di operare del manager, il quale potrebbe non sforzarsi abbastanza, per cui è spesso necessario incentivarli, attraverso determinati meccanismi, affinché gli investitori ottengano il giusto rendimento.

Zingales (1998) con il termine Corporate Governance intende, invece, l'insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi rendite generate da un'impresa. Le quasi rendite generate devono essere suddivise, attraverso i meccanismi della Corporate Governance, in modo tale da invogliare gli azionisti a investire nell'impresa.

John e Senbet (1998) propongono una definizione secondo la quale "la corporate governance si occupa di meccanismi attraverso i quali le parti interessate di una società esercitano il controllo sugli insiders e sulla gestione in modo tale da

---

<sup>1</sup> "A survey of corporate governance" Shleifer, Andrei e Vishny, *Journal of Finance*, 1997

proteggere i loro interessi"<sup>2</sup>.

Hart (1995) in linea con questo punto di vista afferma che “in un'azienda sorgono problemi di corporate governance quando sono presenti due condizioni. Innanzitutto, c'è un problema di agenzia, o conflitto di interessi, che coinvolge membri dell'organizzazione (questi potrebbero essere proprietari, manager, lavoratori o consumatori). In secondo luogo, i costi di transazione sono tali che questo problema di agenzia non può essere risolto attraverso un contratto”<sup>3</sup>.

Secondo il Codice Preda<sup>4</sup> per Corporate Governance si intende “un insieme di regole in base al quale le imprese sono gestite e controllate ed è il risultato di tradizioni, leggi e modelli di comportamento sviluppati dal sistema economico e giuridico di riferimento” ed, inoltre, “l'obiettivo principale di un buon sistema di governo societario è la creazione di valore per gli shareholders”.

Per l'OCSE (1999) “*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*

---

<sup>2</sup> “Corporate Governance and Board Effectiveness” John, K., and L. Senbet, Journal of Banking and Finance, 1998.

<sup>3</sup> “Corporate Governance, Some Theory and Applications”, Hart, O., The Economic Journal, 1995

<sup>4</sup> Il Codice Preda è il Codice di Autodisciplina per le Società Quotate: è stato redatto dal Comitato per la Corporate Governance ed emanato da Borsa Italiana nel 1999, con successive edizioni nel 2002 e nel 2006. Il Codice ha l'obiettivo di ottimizzare l'affidabilità delle società quotate per mezzo dell'applicazione di un modello organizzativo in grado di gestire efficacemente i rischi d'impresa e gli eventuali conflitti d'interesse tra management (amministratori) e proprietà (azionisti), tra azionisti di maggioranza e minoranza.

*which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*<sup>5</sup>”.

Tale definizione mette in evidenza le relazioni che intercorrono tra le figure presenti all'interno della governance aziendale, ovvero tra il management, consiglio di amministrazione, gli azionisti e gli altri stakeholders. Inoltre, sottolinea che la Corporate Governance stabilisce gli obblighi e i doveri di tutti i membri della società, fissa gli obiettivi e il metodo per raggiungerli.

L'OCSE (1999) ha, inoltre, definito i “principi sulla Corporate Governance” che dovrebbero essere perseguiti in modo tale da assicurare una buona governance “capaci di assicurare che le società utilizzino il proprio capitale in modo efficace, garantire che le società tengano conto degli interessi di un'ampia gamma di circoscrizioni, nonché delle comunità in cui operano, e che il loro consiglio sia responsabile nei confronti della società e degli azionisti, per assicurare che le società operino a beneficio della società nel suo insieme”.

Tra i principali principi di Corporate Governance vi sono:

- *Trasparenza*: le aziende devono rendere noti in modo chiaro le responsabilità del CdA e della dirigenza, in modo tale da offrire una corretta e trasparente informazione agli shareholders. È necessario, inoltre, introdurre procedure per salvaguardare e verificare la trasparenza dei rapporti finanziari dell'impresa e rendere disponibile nei tempi adeguati le documentazioni che

---

<sup>5</sup> OECD, Principles of Corporate Governance, 1999

riguardano l'azienda, affinché tutti gli investitori possano disporre di un'informazione trasparente e chiara .

- *Etica di comportamento*: all'interno delle aziende dovrebbero essere adottati codici di comportamento per dirigenti e amministratori che promuovano condotte responsabili e allo stesso tempo etici.
- *Interessi degli stakeholders*: le aziende devono tenere in considerazione gli impegni contratti verso tutti i soggetti portatori di interesse.
- *Responsabilità del CdA*: i membri del CdA dovrebbero possedere le conoscenze necessarie per poter affrontare le insidie del mercato e le competenze necessarie per poter monitorare e incentivare le prestazioni dei dirigenti.
- *Diritti degli shareholders*: le aziende dovrebbero fare il possibile per rispettare i diritti degli shareholders e aiutare questi ad esercitarli, anche attraverso la comunicazione di informazioni accessibili e chiare.

Sulla base di quanto asserito, quindi, una buona governance societaria dipende da come si abbinano le differenti prerogative degli stakeholders coinvolti. Tuttavia, se le differenti aspettative degli stakeholders non sono allineate tra loro diventa necessario che un buon governo d'impresa introduca regole per risolvere tali conflitti. Una delle soluzioni possibili è di avere come obiettivo la massimizzazione del valore dell'impresa che, spesso, non è in linea con la massimizzazione dei profitti degli azionisti, i quali hanno, però, il potere di prendere decisioni a scapito degli altri stakeholders.

Se il disallineamento tra le aspettative degli stakeholders e degli azionisti risultare una questione di rilievo nel breve periodo, dibattuta è, invece, la sua durata nel lungo periodo. Il Codice Preda, in questa ottica, nonostante consideri

come principale obiettivo la massimizzazione del valore per gli shareholders, asserisce che “nel lungo termine, perseguire tale obiettivo può originare un circolo virtuoso in termini di efficienza e integrità aziendale, con effetti benefici per altre parti interessate - quali clienti, creditori, consumatori, fornitori, dipendenti, comunità locali e ambiente - i cui interessi sono già tutelati nell'ordinamento italiano”.

Queste definizioni condividono, esplicitamente o implicitamente, alcuni elementi comuni. Si riferiscono, infatti, all'esistenza di conflitti di interesse tra stakeholders, con un'enfasi su quelli derivanti dalla separazione della proprietà e del controllo (Jensen e Meckling, 1976) sulla divisione della ricchezza generata da un'impresa.

Ci sono diverse ragioni di base per il crescente interesse nei confronti della Corporate Governance. In primo luogo, è stata messa in dubbio l'efficienza dei meccanismi di governance prevalenti (Jensen, 1993). In secondo luogo, questo dibattito si è intensificato a seguito di segnalazioni su scandali finanziari, accuse di eccessiva retribuzione dei dirigenti, l'adozione di meccanismi anti-scalata da parte di manager di società di proprietà pubblica e, più recentemente, una serie di frodi contabili commesse dai manager e, inoltre, vi è stato un notevole dibattito comparativo sulle strutture di governance, in particolare tra i modelli di Stati Uniti, Germania e Giappone (Shleifer e Vishny, 1997).

Gli studiosi di Corporate Governance, affermano che i problemi che scaturiscono dalla separazione tra proprietà e controllo, cioè i conflitti tra manager e investitori, all'interno di un'organizzazione aziendale possono essere risolti attraverso meccanismi di Corporate Governance, che hanno l'obiettivo di

regolare i conflitti di interesse tra i titolari dei diversi diritti sul profitto dell'impresa (azionisti contro creditori, *inside equity* contro *outside equity*). Tali conflitti risultano essere difficili da risolvere a causa dell'asimmetria informativa (informazione nascosta e azione nascosta), del free-riding e dei comportamenti opportunistici tra gli investitori che rendono difficile e costoso il Monitoring. Il modo in cui tali meccanismi di monitoraggio vengono utilizzati e svolgono il loro ruolo in una determinata impresa, definisce la natura e le caratteristiche del governo societario di tale impresa. Esiste anche un certo consenso per quanto riguarda il riconoscimento del fatto che tale problema di Corporate Governance non può essere risolto in modo soddisfacente mediante la contrattazione completa a causa della significativa incertezza, della presenza di asimmetrie informative e dei costi di contratto nella relazione tra le parti interessate, per cui risulta necessario perseguire meccanismi di incentivazione del manager, affinché si possano allineare gli interessi con quelli degli altri stakeholders. Sulla base di tali presupposti è stato elaborato la teoria d'agenzia da parte di Jensen e Meckling.

## ***1.2 Il Problema di Agenzia***

Secondo la "Teoria d'agenzia" (Jensen e Meckling, 1976) l'impresa è definita come un insieme di contratti che definiscono il rapporto tra gli attori coinvolti nel processo decisionale. Il problema dell'impresa diventa quello di governare un "rapporto d'agenzia", un contratto in cui il principale delega all'agente il potere decisionale sulle azioni da compiere. Si creano situazioni di "*Imperfect*



*Monitoring*”, ossia il Principale può solamente osservare il risultato finale composto da sforzo, bravura del manager e dal caso, ma non riesce a verificare le singole componenti. Si ha perciò, quella che viene definita come “Asimmetria Informativa” che si suddivide in:

- Asimmetria informativa **ex-ante**, sotto forma di informazione nascosta (“**Selezione avversa**”), in cui l’agente possiede un vantaggio informativo rispetto al Principale, che non riesce le sue funzioni di costo e utilità. Per spiegare questo tipo di asimmetria informativa Akerlof (1970) ha usato come esempio il mercato delle auto usate, nel quale sono offerte non solo auto utilizzate ed ancora in buone condizioni, ma anche veicoli ormai in un pessimo stato, definiti nel gergo statunitense “*lemons*”, traducibile in "bidoni". I potenziali clienti, non avendo piena informazione sulla condizione dell’auto e quindi, non sapendo se l’auto è in buone condizioni o si tratta di un bidone, assumeranno che il mezzo sia di media qualità e saranno disposti a pagarla come tale. Per cui, se il venditore possiede un veicolo di alta qualità, non sarà in grado di venderlo ad un prezzo abbastanza elevato da ritenere conveniente l’affare e di conseguenza non tenterà di vendere il mezzo nel mercato delle auto usate.

Il ritiro delle auto di alta qualità dal mercato comporterà una riduzione del livello qualitativo medio delle auto presenti nel mercato, abbassando, di conseguenza le aspettative sulla qualità delle auto da parte dei potenziali acquirenti. Sulla base di questo ragionamento, successivamente, anche i detentori di auto di media qualità usciranno dal mercato e così via. Tale esempio è stato usato dai Akerlof come strumento per descrivere il rapporto che si instaura tra manager e azionisti, in quanto il manager, come nel caso del possessore dell’auto, possiede più

informazioni sulle condizioni dell'impresa e non rivela all'azionista quali siano le sue funzioni di costo e utilità.

- Asimmetria informativa **ex-post**, sotto forma di azione nascosta (“**moral hazard**”), in cui il principale, dopo la firma del contratto, risulta incapace di osservare l'entità dello sforzo esercitato dall'agente, il quale potrebbe attuare comportamenti opportunistici.

Il termine “azzardo morale” è stato coniato nel settore delle assicurazioni, in cui coloro che sono assicurati si comportano in modo tale da diminuire il loro livello di prudenza necessaria per evitare perdite, rendendo così più elevati i rimborsi o pagamenti richiesti. Infatti, nel caso in cui il guidatore fosse totalmente responsabile per tutti i danni, probabilmente tenderebbe a guidare con più prudenza un veicolo preso in noleggio, rispetto al caso in cui fosse coperto da un'assicurazione.

Il moral hazard influisce sull'efficienza, in quanto gli assicurati ottengono benefici spesso minori rispetto ai costi che ne conseguono, i quali sono sostenuti dalla controparte. Gli incentivi ad assumere un comportamento non appropriato costituiscono un problema quando le possibilità di controllo o prevenzione sono scarse o molto costose. Un altro esempio di azzardo morale è rappresentato dal caso degli operatori economici, i quali potrebbero avere l'incentivo di assumere comportamenti molto rischiosi, qualora possano contare sul fatto che, nel caso di esito negativo, i costi derivanti dalla loro azione ricadano sulla collettività.

Per risolvere tali problemi di asimmetria informativa, è opportuno attuare meccanismi incentivanti al fine di aumentare l'impegno dell'agente così da aumentare i rendimenti per il principale. Il principale deve, per cui, offrire

all'agente un contratto che tenga in considerazione le asimmetrie informative, sia nella fase precontrattuale sia in quella ex-post, ma anche che faccia in modo che il manager accetti di lavorare per lui.

Poiché l'agente è avverso al rischio e non accetta di essere remunerato soltanto in base alla prestazione, il principale, allo scopo di incentivarlo, dovrà offrire un contratto composto sia da parte fissa che variabile e soddisfare il vincolo di partecipazione, offrendo come quota fissa il livello di utilità di riserva almeno pari alla migliore alternativa, e il vincolo di compatibilità degli incentivi, offrendo una quota variabile in base al risultato, in modo tale da incentivare l'agente ad aumentare il proprio sforzo.

La letteratura ha ampiamente analizzato uno dei principali conflitti analizzati nel contesto del governo societario, ossia quello tra azionisti e managers. I motivi teorici di questi problemi di agenzia sono stati analizzati da Jensen e Meckling, che hanno sviluppato una teoria sulla struttura proprietaria di un'azienda. La base per la loro analisi è stata la prospettiva che una società sia “una finzione legale che funge da nesso per le relazioni contrattuali e che è anche caratterizzata dall'esistenza di crediti residui divisibili sulle attività e sui flussi di cassa dell'organizzazione che possono essere generalmente venduti senza il permesso degli altri contraenti”.

Jensen e Meckling affermano che, man mano che la frazione dell'equity del proprietario-manager diminuisce (poiché viene venduta più equity ad investitori esterni), l'agente che massimizza l'utilità ha l'incentivo di appropriarsi di una quantità maggiore delle risorse delle società sotto forma di perquisiti e di esercitare meno del massimo sforzo per creare valore per gli azionisti. Il principale può limitare gli effetti di questa divergenza di interessi sostenendo i

costi di monitoraggio per frenare il comportamento autonomo dell'agente. Le spese di monitoraggio includono potenzialmente quelle relative ai pagamenti ai revisori per ispezionare i conti della società, i costi di fornitura di informazioni agli analisti finanziari, le agenzie di rating, gli amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione e così via. Un'alternativa è che l'imprenditore vincoli in modo credibile il suo comportamento in modo che massimizzi il valore, sostenendo ciò che Jensen e Meckling, chiamano costi di *Bonding*. Esempi di questi includono il mantenimento da parte dell'agente di una partecipazione azionaria superiore a quella desiderata o l'adozione di un piano di remunerazione più rischioso del desiderato. Jensen e Meckling concludono, tuttavia, che in generale ci sarà sempre una perdita residua. Tutti questi costi di agenzia (di monitoraggio, legame e la perdita residua) sono sostenuti nel loro modello dal proprietario-manager nella vendita di capitale a investitori esterni. In equilibrio, i costi marginali delle agenzie dovrebbero eguagliare i benefici marginali del monitoraggio e del *bonding* (ovvero, gli aumenti marginali della ricchezza derivanti da una riduzione del consumo di perquisiti e di *shirking*). Oltre allo sforzo e ai problemi descritti da Jensen e Meckling, un ulteriore problema è associato al fatto che i managers abbiano una prospettiva diversa rispetto agli azionisti, dal momento che mentre le imprese hanno una vita indefinita, l'orizzonte dei managers è generalmente limitato ai flussi di cassa ricevuti durante il periodo in cui detengono l'incarico. Questo problema è naturalmente aggravato quando i managers si avvicinano alla pensione e ciò potrebbe indurre i manager ad avere una prospettiva a breve termine sugli investimenti, con una preferenza per i progetti con rendimenti del flusso di cassa più rapidi e che non necessariamente massimizzano il valore dell'impresa.

Un'ulteriore problematica che grava sui costi di agenzia è il fenomeno del free-riding associato a una grande dispersione di capitale nell'impresa, nella quale i singoli azionisti non hanno incentivi a impegnarsi nel monitoraggio manageriale, poiché i benefici che si otterrebbero in seguito all'azione di controllo sono distribuiti a tutti gli azionisti, mentre il costo è tutto a carico dell'azionista che compie l'azione di monitoraggio. Pertanto, sebbene possa essere nell'interesse del gruppo collettivo di proprietari esterni impegnarsi in azioni volte a disciplinare il management, nessun singolo azionista razionale intraprenderà tali azioni. In questo contesto, in assenza di altri meccanismi, il principale avrà qualche ulteriore discrezione per gestire la società nel suo stesso interesse. Jensen e Meckling osservano che l'entità dei costi di agenzia può variare da impresa a impresa. Alcuni dei fattori che possono influenzare tale variazione sono:

- la facilità con cui i manager possono esercitare i propri interessi, piuttosto che perseguire un comportamento ottimale, volto a massimizzare il valore dell'impresa;
- i costi per le attività di Monitoring e Bonding.
- il livello di concorrenza nel mercato del lavoro dei managers. Questo a sua volta può essere influenzato dal livello di conoscenza dell'azienda accumulato dal manager;
- il mercato per il controllo delle imprese.

Jensen e Meckling, inoltre, affermano anche che il debito può aiutare a superare i costi di agenzia delle emissioni di capitale proprio per i proprietari esterni, sebbene il debito possa creare una serie diversa di problemi di agenzia.

Seguendo le argomentazioni teoriche sulle ragioni dei conflitti di interesse tra azionisti e dirigenti, un numero considerevole di studi ha trovato prove che suggeriscono la prevalenza e l'importanza dei conflitti di agenzia tra dirigenti e proprietari associati alle prospettive, ai differenziali di rischio, ai problemi dei perquisiti e di shirking. Questi risultati si riferiscono in particolare ai conflitti di interesse su questioni di remunerazione, diversificazione, investimento, comportamento manageriale durante le acquisizioni e l'adozione di meccanismi anti-takeover.

Numerosi studi hanno esaminato la relazione tra retribuzione manageriale e le performance aziendali e mostrano risultati coerenti con i contrastanti interessi tra proprietà e controllo. Uno studio classico è quello di Jensen e Murphy (1990), i quali trovano solo un debole legame tra remunerazione e performance. Ciò è aggravato dall'evidenza che la ricchezza manageriale è tre volte più sensibile alla dimensione degli asset rispetto al valore di mercato, il che contraddice l'ipotesi secondo cui il rapporto dimensioni-retribuzione è dovuto al fatto che le grandi aziende assumono dirigenti più capaci.

Agrawal e Knoeber (1998) affermano che la minaccia di takeover ha due effetti opposti sulla remunerazione. Il primo è un effetto sulla concorrenza nel mercato dei manager, che si traduce in una minore capacità per i manager di ottenere salari più elevati. Il secondo è un effetto di rischio, che porta, al contrario, a un aumento della remunerazione poiché è probabile che una maggiore minaccia di takeover comporti una maggiore probabilità di perdita di capitale umano specifico dell'impresa. Ciò a sua volta fa sì che i manager richiedano una retribuzione più elevata per controbilanciare l'aumento del rischio. Utilizzando un campione di 450 aziende e suddividendolo in due gruppi (uno in cui i

manager affrontano sia gli effetti di rischio che di concorrenza e uno in cui è presente solo l'effetto sulla concorrenza), gli autori hanno trovato prove questi due effetti sono significativi. Ciò significa che una minore minaccia di takeover porta, attraverso l'effetto della concorrenza, a una retribuzione più elevata, che è conforme alla prospettiva di disallineamento degli interessi tra azionisti e dirigenti.

Un'altra area in cui i conflitti tra azionisti e dirigenti sono potenzialmente importanti riguarda le strategie di diversificazione. Sebbene esistano argomentazioni teoriche che suggeriscono che la diversificazione comporta sia vantaggi che costi per gli azionisti, le prove esistenti generalmente evidenziano che i costi superano i benefici. Coerentemente con l'affermazione che, in media, i costi della diversificazione sono maggiori dei benefici, Morck, Shleifer e Vishny (1990) trovano tutti risultati conformi alla diversificazione aziendale associati a significative perdite di valore.

Per concludere, le prove esistenti suggeriscono fortemente che alcune azioni manageriali sono incompatibili con la massimizzazione degli interessi degli azionisti e coerentemente la teoria di Jensen e Meckling, i costi di agenzia residui possono essere significativamente presenti anche se agenti e dirigenti si impegnano in attività di monitoraggio e *bonding* per ridurre al minimo i problemi associati ai loro conflitti di interessi.

Pertanto, sulla base di quanto affermato, nella sezione seguente verranno esaminati i principali meccanismi disciplinari di Corporate Governance, che le imprese possono decidere di utilizzare allo scopo di ridurre i problemi di agenzia e i conflitti di interesse che si instaurano tra le parti coinvolte.

### ***1.3 Meccanismi di Corporate Governance***

I meccanismi di Corporate Governance hanno come obiettivo quello di risolvere i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, cioè tra manager e investitori, e di regolare i conflitti di interesse tra le parti coinvolte. Gli strumenti risolutivi di tali problemi si suddividono in meccanismi esterni ed interni di Corporate Governance, i quali verranno di seguito trattati.

#### ***1.3.1 Meccanismi esterni di Corporate Governance***

I meccanismi di controllo esterni che sono stati affrontati in letteratura includono la minaccia di takeover, concorrenza nei mercati dei beni, pressione nel mercato dei managers e il contesto legislativo e istituzionale.

##### ***1.3.1.1 La minaccia di Takeover***

A causa del problema del free-riding, i piccoli azionisti hanno pochi incentivi a monitorare la gestione, ma questo problema può essere potenzialmente evitato mediante l'uso del meccanismo di takeover. L'efficacia di questo meccanismo dipende dal “*Market for Corporate Control*” dell'impresa, cioè dal processo attraverso il quale la proprietà e il controllo dell'impresa viene trasferita, quindi da qual è la struttura dei diritti di voto dell'azienda e dall'eventuale presenza dei large shareholders.

Nel caso in cui la gestione del management risulti inefficiente o non agisca nell'interesse degli azionisti, un *raider* potrebbe fare un'offerta pubblica di acquisto, acquistare l'azienda a basso prezzo, gestirla meglio e infine venderla con profitto. Una caratteristica del meccanismo di takeover è che si applica



potenzialmente in modo indiscriminato a tutte le imprese, mentre l'esistenza di altri meccanismi (come debito o dividendi) può dipendere dalle decisioni dei manager o degli azionisti. A sostegno di questa prospettiva, Jensen (1983) considera le scalate come un meccanismo essenziale di Corporate Governance per controllare le discrezionalità delle azioni dei manager.

Tuttavia, il meccanismo del takeover non è privo di problemi. Grossman e Hart (1980) sottolineano che questo meccanismo può essere compromesso se gli azionisti possono sfruttare liberamente il miglioramento della società da parte del raider rifiutando di vendere le proprie azioni. Inoltre, le scalate comportano non solo i costi necessari per indurre gli azionisti riluttanti, ma anche costi di ricerca, costi di offerta, costi per la raccolta fondi, costi legali, premi per gli azionisti, costi di riorganizzazione aziendale in seguito all'acquisizione e altri costi di transazione che rendono le scalate una soluzione molto costosa. In aggiunta, negli ultimi anni l'adozione di tattiche difensive e di leggi anti-acquisizione hanno aumentato ulteriormente i costi e i rischi delle scalate.

Pertanto, solo in presenza di questo meccanismo di monitoraggio, i manager sono liberi di discostarsi da una prestazione ottimale purché non causino un calo del prezzo superiore ai costi di un'acquisizione.

Inoltre, le correzioni del takeover sui fallimenti manageriali hanno lo svantaggio di essere correzioni ex-post, pertanto, quando si verificano le scalate, di solito è troppo tardi per evitare gli enormi costi diretti e indiretti associati agli effetti delle precedenti azioni manageriali non ottimali. In tal senso si può, quindi, sostenere che la minaccia di scalata è un meccanismo più efficiente della scalata stessa. Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, dove la presenza di "large

shareholders” è meno comune, la scalata ostile è tra i meccanismi più utilizzati per consolidare la proprietà.

Evidenze empiriche sostengono che il takeover affronta i problemi della Corporate Governance (Jensen, 1983). Coerentemente con l'idea che le acquisizioni siano una fonte di disciplina del manager, Martin e McConnell (1991) evidenziano prove di un aumento del turnover del management in seguito alle scalate e di un turnover più frequente quando le società acquisite in precedenza hanno registrato performance sotto lo standard del loro settore.

Jensen, inoltre, afferma che i takeover con funzione disciplinante per i manager, rappresentano solamente una piccola parte di quelli avvenuti negli Stati Uniti. Inoltre, affinché tali scalate abbiano successo necessitano di un mercato dei capitali altamente liquido, cosicché che gli acquirenti possano avere accesso a grandi quantità di capitale nel breve termine.

L'alternativa alle scalate è rappresentata dalla Guerra delle Deleghe o *Proxy Fights*, che consiste nel tentare di acquisire il controllo di un'impresa operandosi nella raccolta delle deleghe, al fine di conseguire in assemblea la maggioranza dei diritti di voto. Tale meccanismo, però, presenta alcune problematiche. Infatti, rispetto a coloro che tentano di avere il controllo dell'impresa mediante una classica acquisizione, mettendo a rischio il capitale proprio, i raider che si servono delle *proxy fights*, possono non detenere azioni dell'impresa e, per acquisire il controllo, chiedono la fiducia agli azionisti in cambio della promessa di un miglior governo societario, pertanto godono di una minore credibilità.

### ***1.3.1.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni***

Il secondo meccanismo esterno di Corporate Governance è rappresentato dalla pressione competitiva sul mercato dei beni, in quanto riduce lo spreco e l'incentivo a spendere la liquidità e il valore dell'impresa in benefici privati, cosa che invece accade nel caso di monopoli, settori protetti dalla concorrenza estera, settori maturi o scarsamente innovativi.

Una gestione inefficiente da parte del manager, può tradursi in una fonte di costi aggiuntivi per l'impresa, che potrebbero portare ad un innalzamento dei costi di realizzazione dei beni e quindi del prezzo finale, aumentando la probabilità di raggiungere performance non in grado di mantenere la competitività dell'impresa nel mercato.

Dal modello sviluppato da Hart (1983) risulta che la tendenza al rilassamento da parte del manager si riduce in condizione di pressione competitiva rispetto a al caso in cui non vi sia un mercato concorrenziale. Ciò suggerisce che il livello di concorrenza nei mercati dei beni può anche fungere da vincolo generale al comportamento non massimizzante della ricchezza del manager. Tuttavia, come osserva Jensen (1986), "le forze disciplinanti del mercato dei beni sono spesso più deboli nelle nuove attività e nelle attività che coinvolgono rendite economiche sostanziali o quasi-rendite<sup>6</sup>". Jensen, inoltre, conclude che in questi casi dei meccanismi di monitoraggio alternativi potrebbero essere più efficaci.

---

<sup>6</sup> Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate finance and Takeovers".

### ***1.3.1.3 Competizione sul mercato dei managers***

La competizione sul mercato dei managers è un ulteriore meccanismo esterno di Corporate Governance, in quanto consente di rimpiazzare velocemente i managers incapaci e aiuta a scegliere e trattenere i manager capaci, quindi porta dei vantaggi all'impresa in quanto il manager manterrà alto il suo livello di sforzo per preservare la posizione e la propria reputazione. Fama (1980) sostiene che "ogni manager ha un interesse nelle prestazioni dei manager sopra e sotto di lui e, di conseguenza, intraprende un certo monitoraggio in entrambe le direzioni<sup>7</sup>". Ciò è legato all'idea che il mercato del lavoro manageriale può utilizzare le prestazioni dell'azienda per determinare il salario di opportunità di ciascun dirigente. Fama ritiene quindi che l'esistenza di un mercato del lavoro manageriale sia un fattore chiave che influenza il livello di monitoraggio reciproco da parte dei manager. Oltre a questa influenza indiretta, Fama vede questo mercato esercitare una pressione diretta sull'azienda per disciplinare e remunerare i manager in base alle loro prestazioni al fine di impedire ai migliori manager di andarsene e mantenere l'attrattività dell'impresa nei confronti di managers molto capaci. Infine, secondo il modello "*Pay-for-Performance*" di Fama e Jensen, la competizione sul mercato dei managers è possibile se la remunerazione è correlata alla capacità del manager, cioè se esso viene

---

<sup>7</sup> Fama, E, "Agency Problems and the Theory of the Firm", 1980

remunerato in base ai risultati da lui ottenuti e che, se c'è competizione, l'effetto reputazione è quasi più forte dell'effetto *pay-performance*, ma perde di efficacia a fine carriera. L'evidenza empirica, però, mostra che c'è una relazione molto più forte tra remunerazione e dimensioni dell'impresa piuttosto che tra remunerazione e *performance*.

#### ***1.3.1.4 Contesto legislativo e istituzionale***

Un ulteriore meccanismo esterno di Corporate Governance è rappresentato dal contesto legale e Istituzionale in cui l'impresa opera, che regolano i conflitti attraverso un insieme di codici e di leggi. Tra questi vi sono:

- Il sistema legale (*Civil Law* e *Common Law*) che garantisce la protezione dei diritti di proprietà e degli azionisti e dei creditori.
- Il diritto d'impresa, ossia il diritto commerciale che regola i diritti degli azionisti, dei creditori, *law enforcement* e la qualità e trasparenza negli standard contabili;
- L'efficacia e la rapidità del sistema giuridico
- Le associazioni professionali: norme per revisori, sindaci e gestori e analisti finanziari.
- I codici di Autodisciplina che stabiliscono le regole di comportamento per disciplinare i vari conflitti.

#### ***1.3.1.4.1 Il sistema legale: Civil Law e Common Law***

Per quanto riguarda il sistema legale, esistono due modelli di ordinamento giuridico, ossia Civil Law e Common Law. Con quest'ultimo si intende un modello di ordinamento giuridico di origine anglosassone, basato sui precedenti giurisprudenziali ed è formato da giudici che risolvono delle specifiche dispute. Il Civil Law è un modello di ordinamento giuridico derivante dal diritto romano, che si è sviluppato sotto Napoleone e Bismark ed è oggi il sistema dominante a livello mondiale. Si basa su codici, o in generale, leggi e altri atti normativi di organi politici. Nasce per proteggere lo Stato e rafforzare il governo nazionale e i suoi diritti. Gli studiosi legali identificano in genere tre famiglie di leggi attualmente comuni nella tradizione di diritto civile: francese (presente in 21 Paesi tra cui l'Italia), tedesco (presente in 6 Paesi) e scandinavo (4 Paesi).

Per provare a spiegare perché le imprese sono finanziate e possedute in modo così diverso nei diversi paesi e se le differenze hanno conseguenze per la finanza aziendale, l'assetto proprietario, l'innovazione tecnologica e la crescita economica, analizzando le differenze nelle tutele legali degli investitori, la Porta, Lopez-de-Sinales, Shifler, Vishny (1998) hanno esaminato le leggi che regolano la protezione degli investitori, la qualità dell'applicazione di queste leggi e la concentrazione della proprietà in 49 paesi in tutto il mondo. I risultati hanno evidenziato che le leggi differiscono notevolmente in tutto il mondo, sebbene nella maggior parte dei casi tendano a offrire agli investitori un pacchetto piuttosto limitato di diritti. In particolare, i paesi le cui norme giuridiche hanno

origine nella tradizione del Common Law tendono a proteggere gli investitori in misura considerevolmente maggiore rispetto ai paesi le cui leggi hanno origine nella tradizione Civil Law, e in particolare nella Civil Law francese. Il Civil Law tedesco e i paesi scandinavi adottano una posizione intermedia nei confronti della protezione degli investitori. Non ci sono prove chiare che paesi diversi favoriscano diversi tipi di investitori; le prove indicano piuttosto una posizione relativamente più forte a favore di tutti gli investitori nei paesi del Common Law. Questa evidenza conferma la loro ipotesi secondo cui essere un azionista o un creditore in diverse giurisdizioni legali dà diritto a un investitore di diritti molto diversi e questi diritti sono determinati dalle leggi. Inoltre, hanno scoperto che il grado di law enforcement differisce in tutto il mondo. I paesi scandinavi e tedeschi hanno la migliore qualità di law enforcement. Il grado di law enforcement è forte anche nei paesi del Common Law, mentre sono i più deboli nei paesi francesi. Infine, gli autori affermano che i dati supportano l'ipotesi che i paesi sviluppino meccanismi sostitutivi per una scarsa protezione degli investitori. Alcuni di questi meccanismi sono statutari, come nel caso di regole correttive come i dividendi obbligatori o gli obblighi di riserva legale. In particolare, evidenziano la maggiore incidenza di tali meccanismi legali nei paesi Civil Law. Un'altra risposta alla scarsa protezione degli investitori è la concentrazione della proprietà, che è in tutto il mondo, in linea con la prova che le leggi, in media, sono solo debolmente protettive per gli azionisti. In un paese medio, quasi la metà del capitale di una società quotata in borsa è di proprietà dei tre maggiori azionisti. Inoltre, buoni principi contabili e misure di protezione degli azionisti sono associati a una minore concentrazione della proprietà, il che

indica che la concentrazione è effettivamente una risposta alla scarsa protezione degli investitori.

#### ***1.3.1.4.2 I Codici di Autodisciplina***

Negli ultimi decenni molti Paesi Europei hanno introdotto vari Comitati che stabiliscono regole di comportamento per disciplinare i conflitti. Tra questi si individuano i “Codici di Autodisciplina” che stabiliscono regole di comportamento e suggerimenti di tipo non vincolante sul funzionamento degli organi societari (*Code of Best Practice*), quali il Codice Preda, in Italia e il Cadbury Report in Uk. Inoltre, richiedono, qualora l’impresa si discosti da tali raccomandazioni, di indicare la motivazione e la modalità alternativa con cui si è deciso di operare. Ciò che ha spinto molte imprese a ricorrere a questi codici di condotta è stata la volontà di offrire una più intensa tutela degli azionisti, tramite una maggior trasparenza verso l’esterno, al fine di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato dei capitali.

Nel Regno Unito, il sistema legale ha assunto la forma di una serie di comitati che hanno formulato raccomandazioni destinate a migliorare le pratiche di governo societario a livello di consiglio di amministrazione, attraverso i rapporti Cadbury (1992). Le raccomandazioni emanate da questi rapporti sono state adottate dalla Borsa di Londra sotto forma di un obbligo ufficiale per le società quotate di dichiarare l'entità della loro conformità a tali raccomandazioni, sebbene le regole formulate da questi comitati non siano state rese direttamente obbligatorie. Un'altra area importante dell'ambiente legale, che può anche influenzare i meccanismi di governo societario, è quella relativa alla protezione



degli azionisti di minoranza. Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny ritengono che l'efficacia e l'efficienza del sistema giuridico a tutela degli investitori siano un fattore determinante per sviluppo dei mercati dei capitali locali. Se l'entità del problema della Corporate Governance è presumibilmente un fattore deterrente per la raccolta di capitali esterni, ciò può essere interpretato nel senso che suggerisce che la qualità del sistema giuridico di protezione degli investitori è un fattore determinante per la capacità delle imprese e degli investitori di istituire una adeguata struttura di Corporate Governance.

#### ***1.3.1.4.3 Associazioni professionali e analisti finanziari***

Jensen e Meckling (1976) suggeriscono che l'utilizzo di associazioni professionali, come ad esempio gli analisti finanziari, ingaggiati da banchieri di investimento e grandi investitori istituzionali, svolgono un ruolo di monitoraggio che influenza le opportunità disponibili per i managers di acquisire eccessivi benefici monetari e non monetari dai proprietari della società. Ciò è dovuto alla teoria di Jensen e Meckling (1976) secondo cui le attività di monitoraggio dovrebbero "specializzarsi in quegli istituti e individui che possiedono vantaggi comparativi in queste attività". Dato che le decisioni dei manager sono attentamente monitorate da questi analisti finanziari, le loro attività sono probabilmente utili meccanismi di disciplina dei managers. Pertanto, in assenza di tale monitoraggio, i managers avranno maggiori probabilità di impegnarsi in attività che non hanno l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa. Non tutte le aziende, tuttavia, sono soggette a questa

potenziale forza di monitoraggio. In genere, le imprese seguite da analisti finanziari tendono ad essere quelle che risultano più grandi e le cui azioni sono più liquide e disperse. Pertanto, le aziende che non soddisfano queste condizioni potrebbero dover fare affidamento a meccanismi di monitoraggio alternativi.

### ***1.3.2 Conclusioni***

Le sezioni precedenti hanno esaminato diversi meccanismi esterni che possono fungere da strumenti disciplinanti per i managers, incoraggiando il loro allineamento degli interessi con quello degli azionisti. Si può, quindi, concludere che, per quanto riguarda il takeover, sebbene questo sia spesso considerato un meccanismo disciplinare di grande importanza, è stato osservato che il problema del free riding e gli altri costi di acquisizione potrebbero limitare la sua efficacia, offrendo ai manager un certo grado di libertà di deviare da un comportamento che massimizza il valore dell'impresa. Inoltre, nella maggior parte dei paesi europei, la struttura specifica dei mercati dei capitali e la natura della proprietà dell'azienda indicano che questo meccanismo viene osservato in maniera poco frequente ad eccezione del Regno Unito. Inoltre, è stato osservato che l'ambiente legale e i codici di autodisciplina potrebbe influire direttamente sull'efficienza dei meccanismi disciplinari e sulla protezione dei diritti degli investitori. Esistono, inoltre, prove del fatto che anche gli analisti finanziari possono essere un'importante fonte di monitoraggio. In molte aziende, tuttavia, la loro mancanza di visibilità del mercato, in particolare a causa delle ridotte dimensioni o della scarsa dispersione delle quote, può diminuire l'importanza di tale

monitoraggio da parte degli analisti finanziari, rendendo potenzialmente più utili altri meccanismi disciplinari.

Altri meccanismi di controllo manageriale affrontati includono la concorrenza sul mercato del prodotto, il mercato del lavoro per i managers, per i quali esiste tuttavia un consenso generale sul fatto che questi meccanismi sono limitati nella pratica e di solito sono importanti solo in alcune circostanze, mentre in circostanze più ordinarie, diversi fattori fanno sì che questi meccanismi presentino importanti limiti nella risoluzione dei problemi di Corporate Governance. Se ne deduce che, in aggiunta ai meccanismi di disciplina esterni sopra analizzati, è ragionevole dedurre che le società debbano fare affidamento, anche, su altri meccanismi di Corporate Governance, ossia i meccanismi di disciplina interni.

### ***1.3.3 Meccanismi interni di Corporate Governance***

Tra i meccanismi di disciplina interni all'impresa vi sono il Consiglio di Amministrazione, gli schemi di retribuzione del manager, la struttura dei diritti di voto e la presenza dei large Shareholders e la disciplina del debito. Di seguito tali meccanismi verranno analizzati nel dettaglio.

#### ***1.3.3.1 Il Consiglio di Amministrazione***

Uno dei meccanismi interni di Corporate Governance è il Consiglio di Amministrazione che costituisce l'organo rappresentativo della democrazia

degli azionisti, viene nominato dall'assemblea degli azionisti ed è utilizzato con l'obiettivo di salvaguardare il capitale investito controllando l'operato dei manager e avendo il potere di nominarli, retribuirli e revocarli., per cui si tratta di un meccanismo avente l'autorità e la capacità necessarie ad assicurare che il management agisca in linea con gli interessi degli shareholders. Il Consiglio di Amministrazione esegue inoltre una serie di differenti funzioni, ovvero esamina i piani strategici e finanziari monitorandone periodicamente l'attuazione; valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile; valuta e controlla l'andamento della direzione aziendale, prendendo in analisi i rischi potenziali. La struttura del Consiglio di Amministrazione rappresenta una caratteristica importante per la Corporate Governance, ed è composta da: amministratori con e senza azioni; da amministratori esecutivi e non esecutivi, i quali apportano le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni consapevoli e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse; amministratori esterni o indipendenti, ovvero che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio. Per poter svolgere il ruolo di amministratore indipendente è necessario possedere i seguenti requisiti: non essere stato un amministratore esecutivo o dipendente nei 3 anni precedenti; non avere rapporti commerciali o professionali con la società; non fare parte del CdA di società controllate; non avere legami con società di revisione, etc. È possibile ricoprire tale carica per un massimo di 9 anni.

In teoria gli amministratori indipendenti rappresentano uno strumento di Monitoring e pressione sul management in difesa degli interessi dell'impresa e degli azionisti di minoranza. Il problema riposto in tale figura è rappresentato dal fatto che l'amministratore indipendente deve essere esterno all'impresa, ma per poter svolgere bene la sua funzione dovrebbe poter avere accesso a delle informazioni che invece sono note soltanto al manager.

Secondo il Codice Autodisciplina le imprese devono soddisfare i seguenti requisiti: è necessario che vi siano almeno due amministratori Indipendenti; il numero degli amministratori Indipendenti deve essere proporzionato alla dimensione del CdA; nelle società quotate alla Borsa di Milano, gli amministratori Indipendenti devono rappresentare almeno un terzo degli amministratori presenti.

L'evidenza empirica dimostra che la presenza degli amministratori Indipendenti all'interno delle società rendono più probabile il licenziamento del manager in caso di conseguimento di cattivi risultati. Inoltre, la nomina di amministratori Indipendenti causa reazioni positive da parte del mercato con un conseguente aumento del prezzo delle azioni in quanto si prevede che vi sia un miglioramento dei risultati. Tuttavia, il miglioramento che si prevede, non sempre avviene, infatti vi è una scarsa correlazione tra composizione del Consiglio di amministrazione e performance.

Uno studio effettuato in Italia (Paone et al. 2007) considerando le prime 40 società quotate, dimostra che su 284 amministratori indipendenti, solamente 5 rispettano tutti i requisiti del Codice Preda, evidenziando come tra i requisiti meno rispettati vi siano: non avere relazioni d'affari con le società; non avere un numero eccessivo d'impegni professionali concomitanti; non far parte del

medesimo Consiglio per troppi anni; non far parte del Consiglio di Amministrazione di altre società controllate dall'emittente.

Tuttavia, nonostante il Consiglio di Amministrazione sia considerato un meccanismo di controllo efficace, nella realtà non è garantito che gli amministratori siano incentivati a svolgere i loro compiti nel migliore dei modi. Infatti, spesso tra amministratori e manager si stabiliscono relazioni che conducono le parti a perseguire comportamenti opportunistici, a danno dell'impresa. Recentemente diverse società hanno realizzato una ristrutturazione del Consiglio di Amministrazione. Tra le maggiori modifiche riguardano:

- La riduzione della dimensione del Consiglio di Amministrazione;
- Un maggior numero di amministratori indipendenti;
- Assegnazione agli amministratori indipendenti del compito di elaborare i piani di compenso del management;
- La separazione delle posizioni di CEO e di Presidente del Consiglio di Amministrazione;

Alcune tra le principali variabili che costituiscono il problema d'agenzia in una azienda sono rappresentate dalla dimensione del CdA e dalla presenza di amministratori indipendenti. Per quanto concerne la dimensione del Consiglio, è opinione condivisa che un minor numero di membri consenta di operare più efficacemente e di effettuare un miglior monitoring dell'operato del management. La presenza di amministratori indipendenti, i quali non hanno alcun tipo di legame con il management, è ritenuto uno strumento di controllo sull'operato del manager più efficace rispetto alla sola presenza di insider directors, cioè amministratori facenti parte del management, e gli *affiliated directors*, ovvero membri del CdA che hanno rapporti con uno o più manager.

### **1.3.3.2 Schemi di retribuzione dei manager**

Un secondo meccanismo interno di Corporate Governance è rappresentato dagli schemi di retribuzione dei manager: contratti ben strutturati possono essere in grado di ridurre le divergenze tra gli interessi dei manager e quelli degli shareholder. La teoria degli incentivi e dell'agenzia suggerisce di far sì che la remunerazione sia legata alle prestazioni, in modo da allineare gli interessi del manager a quelli della proprietà, con l'obiettivo di aumentare il valore dell'impresa. Il compenso di un manager è comprensivo di uno stipendio fissato da contratto, che costituisce la parte fissa della remunerazione, e da una parte variabile legata alle prestazioni dell'impresa, che solitamente è costituita da un bonus, una somma variabile legata al raggiungimento di un target prestabilito di performance a breve termine, dai premi azionari, ovvero azioni cedute o vendute con forte sconto al dirigente. Queste tre componenti della remunerazione, in quanto collegate a risultati di breve periodo, possono indurre il manager a rinunciare a progetti che portano una profittabilità futura a vantaggio di progetti che portano una profittabilità immediata.

Lo schema di retribuzione del manager può prevedere anche le "stock options", le quali garantiscono il diritto di acquistare, entro un determinato periodo, le azioni della società ad un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta, per cui il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo dell'azione dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal manager. Questo tipo di remunerazione, invece, incentiva il manager a scegliere di investire su progetti che portano profittabilità nel lungo periodo a scapito di quelli che portano profittabilità nel breve periodo. È opportuno, tuttavia, considerare che le stock

options potrebbero indurre il manager ad assumere atteggiamenti rischiosi e poco corretti, incentivandoli a fare il possibile per mantenere elevato il prezzo delle azioni fino al periodo di durata dell'opzione, ad esempio eseguendo azioni quali la corruzione di analisti e revisori, la falsificazione dei libri contabili o, ancora, potrebbero retrodatare le opzioni a una data che precede l'aumento del corso del titolo.

Uno studio sulla Pay-performance del CEO effettuato da Brunello, Graziano e Parigi nel 2001, evidenzia come vi sia una bassa quota di compenso legate alle performance ed una scarsa sensibilità tra remunerazione e risultati (un aumento di profitti reali pari a € 500.000 comporta un aumento del compenso di soli €16€). È stata inoltre registrata una elasticità Pay-performance più alta per le imprese quotate, imprese straniere o partecipate da multinazionali estere.

Gli autori hanno inoltre effettuato una analisi sul Turnover del CEO, dal quale è emerso che il dirigente viene sostituito in caso di cattivi risultati, ma solamente se non è l'azionista di maggioranza.

Fama (1980) evidenzia come anche la reputazione costituisca un elemento determinante per i manager, che allo scopo di mantenere la credibilità e il prestigio potrebbero comunque cercare di massimizzare l'utilità degli shareholder, senza la necessità di stipulare un contratto che leghi la remunerazione alla prestazione.

Nelle imprese familiari il compenso dei manager familiari può ridurre il rischio di un loro arroccamento e quindi alleviare anche il problema di agenzia.

Gomez Mejia et al. (2003) affermano che i CEO familiari ricevono una paga inferiore rispetto ai CEO non familiari, ma mantengono una maggiore protezione al rischio. Jensen e Meckling (1976) sostengono che nelle imprese



familiari non è necessario servirsi di questa tipologia di meccanismo interno in quanto gli interessi dei dirigenti familiari coincidono con quelli dell'impresa. Anderson e Reeb (2003), invece affermano come risulti, comunque, opportuno legare il compenso dei manager familiari alle performance che possono essere effettivamente monitorate e valutate, in modo tale da disincentivare la tendenza al free-riding.

### **1.3.3.3 Large Shareholders e Investitori Istituzionali**

Un altro meccanismo interno di Corporate Governance è rappresentato dai Large shareholders e dagli investitori istituzionali, in quanto possono essere visti come potenziali controllori dei problemi di agenzia poiché le loro maggiori partecipazioni possono dare loro un incentivo più forte per monitorare le prestazioni dell'impresa e il comportamento manageriale. Ciò potenzialmente aiuta a eludere il problema del free-riding associato alla dispersione della proprietà. Diversi studi trovano risultati che suggeriscono che i grandi azionisti svolgono un ruolo rilevante nella Corporate Governance e l'idea che i grandi *large shareholders* aiutino ad allineare gli interessi degli azionisti e dei manager è ampiamente condivisa. A questo proposito, Vishny e Shleifer affermano che i large shareholders possono avere incentivi a perseguire i propri interessi a spese di altri azionisti esterni. Lehn e Demsetz (1985) suggeriscono che un altro possibile rischio è che i blockholders potrebbero rinunciare ad alcuni guadagni di diversificazione del rischio a causa della loro grande esposizione in una società. Ma anche se i grandi blockholders sono a priori disposti a svolgere un

ruolo di monitoraggio, diversi vincoli istituzionali e di altro tipo possono agire come forze inibitrici del loro attivismo.

#### **1.3.3.4 La struttura dei diritti di voto**

La struttura dei diritti di voto è un ulteriore meccanismo di controllo interno in quanto è uno dei fattori che determina la contendibilità del controllo dell'impresa e influenza l'esito di una potenziale scalata nel caso in cui il manager risulti incapace di operare in modo efficace o assuma comportamenti opportunistici allo scopo di massimizzare i propri interessi piuttosto che quelli degli azionisti. Hart afferma che idealmente, prima della quotazione, il proprietario impone una struttura di voto dei titoli che in futuro possa assoggettare il CdA alla giusta pressione da parte del mercato del controllo delle imprese, con l'obiettivo di massimizzare il valore dei titoli in circolazione. Se, infatti, è presente una struttura che garantisce il passaggio del controllo, il valore dei titoli risulta essere maggiore. Inoltre, la struttura dei diritti di voto può essere utile a minacciare i manager di takeover, impedendo al manager "incapace" di mantenere il controllo al fine di estrarre i benefici privati.

Considerando che all'interno dell'impresa non tutti detengono azioni con diritti di voto, potrebbe verificarsi l'eventualità di una eccessiva concentrazione di potere nelle mani di pochi azionisti.

Infatti, è possibile distinguere due tipi di strutture di voto: *one-share-one vote*, che offre la stessa frazione di dividendo e lo stesso diritto di voto e *dual class shares*, in cui vi sono due classi di azioni con la stessa frazione di dividendo, ma una garantisce il diritto di voto (o diritto di voto multiplo o plurimo), mentre

l'altra classe non ha diritto di voto (o diritto di voto singolo). L'azionista sarà, di conseguenza, più o meno in grado di influire sulle decisioni e scelte dell'impresa, a seconda della tipologia di azioni che detiene.

Grossman e Hart (1988) hanno sviluppato un modello, secondo il quale la struttura di voto ottimale per favorire il ricambio del management è avere una sola classe di azioni con uguali diritti di voto e di dividendo. La *one share-one vote* obbliga chiunque voglia ottenere il controllo ad acquisire una quota di proprietà proporzionata alla quota di controllo. Dato che l'incentivo alla creazione di valore dell'impresa da parte del manager è commisurato al valore dell'investimento finanziario effettuato, allora questa struttura di voto fornisce al nuovo controllante l'incentivo corretto per prendere decisioni a favore di tutti. Tale struttura impedisce che si verifichi il trasferimento del controllo, ovvero la sostituzione del manager capace (cioè se con lui il valore pubblico di tutti gli azionisti supera quello privato), e facilita, invece, il trasferimento del controllo quando il *manager* risulta di gestire l'impresa. Inoltre, Grossman e Hart affermano che la deviazione dalla struttura *one-share-one vote* può generare due tipi di errore:

- Facilitare il trasferimento del controllo quando il manager risulta capace
- Impedire il trasferimento del controllo quando il manager risulta incapace.

I due autori, inoltre, affermano che non è necessario rendere obbligatoria la struttura di voto *one share-one vote*, poiché, gli aggiustamenti spontanei del mercato penalizzano comunque le imprese che deviano dalla struttura *one share-one vote* e le restrizioni aumentano il costo della raccolta dei capitali sul mercato.

### **1.3.3.5 La Struttura di capitale: la disciplina del debito**

Jensen e Meckling (1976) affermano che il debito rappresenta uno strumento utilizzato per ridurre diversi problemi di agenzia, riducendo i conflitti che si instaurano tra insiders e outsiders. Uno di questi è che un maggior debito riduce il finanziamento azionario totale e la necessità che il capitale iniziale sia emesso in primo luogo dal proprietario-manager iniziale, riducendo così la portata dei conflitti tra manager e azionista. Inoltre, il debito può rappresentare una funzione disciplinante per il manager, incentivandolo ad agire nell'interesse dell'impresa, piuttosto che compromettere la sua posizione e reputazione, in quanto comporta l'obbligo di rimborso dei creditori, rappresenta una minaccia di fallimento o di scalata e vincola la discrezionalità del manager. Inoltre, la leva finanziaria limita la discrezione del management e riduce i costi di agenzia del comportamento manageriale non rivolto alla massimizzazione del valore dell'impresa. Un aumento del debito impone al management una maggiore minaccia di fallimento come sanzione per inadempienza sugli interessi del debito. Questa minaccia comporta conseguenze potenzialmente gravi per il management, a seguito di una potenziale perdita di reputazione o licenziamento, ed è quindi probabile che incoraggi l'efficienza.

D'altro canto, il debito presenta spesso un vantaggio fiscale in quanto le società ricevono detrazioni fiscali dai pagamenti di interessi versati ai creditori. Un altro potenziale vantaggio del debito è legato alla teoria di Myers e Majluf (1984) secondo cui il debito può ridurre i problemi di asimmetria informativa sul valore dell'impresa associato al finanziamento azionario.

Tuttavia, la leva finanziaria porta anche i propri problemi di agenzia derivanti da conflitti di interesse tra azionisti e creditori. Tali conflitti includono quelli che risultano dall'incentivo per gli azionisti a investire in modo non ottimale investendo in attività ad alto rischio o investendo in modo insufficiente in nuovi progetti redditizi. Il debito è quindi la fonte di quelli che vengono chiamati i costi di agenzia del debito. Jensen e Meckling (1976) definiscono i costi di agenzia del debito come costituiti da:

- la perdita di ricchezza in opportunità causata dall'impatto del debito sulle decisioni di investimento dell'azienda,
- costi di monitoring e bonding da parte dei creditori e dell'azienda
- spese di fallimento e di riorganizzazione.

I creditori si compensano per questi costi di agenzia addebitando tassi di interesse più elevati, aumentando così il costo del debito.

Oltre a creare i propri costi di agenzia, il debito può ridurre la resilienza di un'impresa perché i pagamenti degli interessi sono poco flessibili e questa mancanza di flessibilità può portare a un'assunzione del rischio manageriale non ottimale. Il costo e l'uso del debito come meccanismo di monitoraggio manageriale possono variare a seconda delle dimensioni dell'impresa, del livello degli asset materiali, della reputazione dell'impresa, del rischio aziendale e della struttura della proprietà. Per molte aziende, in particolare quelle con utili volatili o pochi asset materiali, mantenere un livello significativo di debito può essere molto poco pratico e livelli moderati di debito potrebbero non tradursi in un sufficiente impegno di legame per disciplinare i manager.

Pertanto, in termini di ruolo di disciplina manageriale, il debito può forse essere visto come un requisito minimo di prestazione per il management, al di sopra

del quale i manager possono discostarsi dall'ottimo con un certo grado di impunibilità. Ciò significa che il debito può assumere il ruolo di un importante meccanismo disciplinante solo se la soglia per i manager è sufficientemente elevata e il rischio di fallimento associato è percepito come sufficientemente elevato o credibile. Pertanto, nonostante l'importanza del debito in molti contesti, può essere ottimale per una determinata impresa fare meno affidamento sul debito e più su meccanismi di monitoraggio alternativi.

### **1.3.4 Conclusioni**

Le sezioni precedenti suggeriscono che sono disponibili diversi meccanismi interni di corporate governance per le aziende al fine di ridurre i problemi scaturiti dalla separazione tra proprietà e controllo. È stato osservato che i large shareholders possono essere un importante potenziale strumento di monitoraggio in quanto grandi quote possono compensare il problema del free riding associato alla mancanza di motivazione dei piccoli azionisti per impegnarsi nel monitoraggio. Tuttavia, le azioni disciplinanti delle grandi istituzioni potrebbero essere fortemente limitate nella pratica a causa, tra l'altro, di vincoli legali, problemi di agenzia interna, conflitti di interesse e concorrenza tra istituzioni. I risultati empirici sono, tuttavia, di solito coerenti con i grandi azionisti associati a una maggiore probabilità di acquisizione, a un maggiore turnover del management e a migliori prestazioni, sebbene siano emersi alcuni risultati contrastanti. Anche le azioni di monitoraggio sembrano essere più intense in presenza di large shareholders. Il livello di attivismo può dipendere,

tuttavia, dal tipo di istituzione a causa dei vincoli giuridici e di altra natura che ogni categoria deve affrontare.

Il consiglio di amministrazione è stato anche analizzato come un potenziale meccanismo per il controllo dei problemi delle agenzie di capitale. Sono state riportate alcune prove che sono coerenti con la rilevanza del valore della nomina di amministratori esterni e anche con l'importanza degli esterni nel contesto delle azioni di takeover. Le prove sull'effetto degli amministratori esterni sulle prestazioni dell'azienda sono, tuttavia, contrastanti e richiedono una maggiore ricerca sull'effetto di questo potenziale meccanismo di monitoraggio aziendale sulle prestazioni dell'azienda. La letteratura ha, anche, affrontato gli schemi di retribuzione come strumento di disciplina del management, in quanto collegamenti tra retribuzione e performance possono aiutare ad allineare gli interessi dei dirigenti e degli azionisti, sebbene in teoria un legame forte possa non essere ottimale a causa dell'avversione al rischio dei managers. Le prove, tuttavia, suggeriscono che la sensibilità della retribuzione alla performance è generalmente scarsa e che la dimensione delle attività è un fattore molto più significativo di remunerazione.

Infine, sono state anche considerate le politiche di debito come potenziali dispositivi interni aggiuntivi per ridurre i costi di agenzia. Sebbene alcune prove suggeriscano che il debito ricopra quel ruolo, l'uso del debito a tale scopo può essere limitato nella pratica per diversi motivi. Questi sono i debiti che possono creare i propri problemi di agenzia, aumentare la minaccia di fallimento, ridurre la capacità di recupero delle imprese ed essere vincolati, tra l'altro, dal livello degli asset materiali, dal rischio aziendale e dalla reputazione dell'azienda.

Una conclusione generale che emerge dall'analisi di questi potenziali strumenti è che ciascuno di essi non può essere universalmente adottato da nessuna impresa allo stesso modo. Ciò è essenzialmente dovuto al fatto che questi meccanismi presentano limitazioni e costi differenti tra le varie imprese e i diversi settori. Di conseguenza, ci si potrebbe aspettare che le imprese preferiscano fare affidamento su più combinazioni di tali meccanismi di monitoraggio e che anche le loro interazioni possano portare a risultati più o meno efficienti per l'impresa.



## **Capitolo 2**

### **Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti**

I meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance come strumento di disciplina del conflitto di interessi tra amministratori e azionisti non impediscono, tuttavia, l'espropriazione degli azionisti di minoranza.

Affinché possa essere garantita la protezione degli azionisti sono state emanate una serie di regolamenti e documenti per regolare quegli strumenti che separano proprietà e controllo con possibili risultati negativi (tunneling ed espropriazione) per gli azionisti di minoranza.

In particolare, risulta rilevante l'ingresso in vigore del TUF (Decreto Legislativo del 24/02/1998, n 58), che rappresenta un punto di svolta, per le riforme della corporate governance, allo scopo di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Le direttive riguardanti la stesura del Testo Unico delle Finanze sono state, l'attuazione di una normativa semplice in modo tale da stabilire i principi generali, facendo sì che i dettagli tecnici venissero lasciati ai regolamenti e all'autoregolamentazione del mercato; un maggior potenziamento dei meccanismi di corporate governance, definendo i ruoli e le mansioni dei membri facenti parte della società e precisando gli obblighi in materia di informativa societaria, allo scopo di tutelare gli azionisti di minoranza; la realizzazione di una legislazione

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

in grado di competere con quella degli altri paesi facenti parte dell'Unione europea.

Il TUF, quindi, regola i principali strumenti che spesso vengono utilizzati all'interno delle società con l'obiettivo di espropriare gli azionisti e incanalare i benefici verso chi detiene il controllo, tra i quali vi sono:

### ***2.11 Patti di sindacato***

I patti di sindacato sono accordi che vengono stipulati tra gli azionisti all'interno di una società allo scopo di “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società”. In altri termini, oltre alle regole statuarie, i cui vincoli hanno effetto anche verso i terzi e i futuri soci, alcuni soci si possono vincolare reciprocamente a tenere determinati comportamenti o a regolare alcuni profili relativi alla loro partecipazione nella società. Tali patti sono regolati dall' art. 2341-bis e ter del codice civile, secondo il quale “I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:

- a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
- b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;
- c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni.

Le disposizioni di questo articolo non si applicano ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo.

Per quanto riguarda le s.p.a non quotate, i patti riguardano prevalentemente:

- i sindacati di voto (esercizio del voto nelle assemblee): sono accordi con i quali i soci si impegnano a votare in un certo modo nelle decisioni assembleari, ovvero a votare nel modo stabilito in un'apposita pre-reunione. Nel caso in cui uno dei soci dovesse votare diversamente da quanto stabilito nel patto, il suo voto sarà comunque valido in quanto tale patto non è vincolante verso la società, ma dovrà risarcire i danni agli altri firmatari del patto.
- i sindacati di blocco (limiti alla circolazione delle azioni): sono accordi con i quali ci si obbliga a non cedere a terzi la propria partecipazione, salvo aver concesso la prelazione agli altri soggetti facenti parte del patto. Sono, per cui, patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari.
- i sindacati di gestione o di controllo (esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla società): sono accordi che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sulla

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

società, ovvero stipulati tra alcuni azionisti, detentori di un quantitativo rilevante di titoli, che si propongono di controllare la società ed esercitare su di essa il potere di decisione per il raggiungimento di determinati scopi.

Nel caso delle società quotate, i patti sono disciplinati dall'art.122 del TUF che determina obblighi di pubblicità presso la CONSOB, la stampa quotidiana, le società con azioni quotate e il deposito presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale. In caso di inosservanza degli obblighi previsti i patti sono resi nulli. I patti di sindacato, hanno una durata massima di 5 anni, ma rinnovabili per le società non quotate, mentre di 3 anni per quelle quotate.

### ***2.2 Le Partecipazioni incrociate***

L'incrocio di partecipazioni tra società quotate o tra controllante e controllata ostacola la contendibilità del controllo e sottrae il controllo e le decisioni ai piccoli azionisti. Si ha un incrocio di partecipazioni nel caso in cui due società risultino ognuna socia dell'altra. Per quanto riguarda le società tra le quali intercorre un rapporto di controllo, le partecipazioni reciproche sono regolate dall'art. 2359-bis c.c. secondo il quale "la società controllata non può acquistare azioni o quote della società controllante se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate. In nessun caso il

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi primo e secondo può eccedere la quinta parte del capitale della società controllante qualora questa sia una società che faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, tenendosi conto a tal fine delle azioni possedute dalla medesima società controllante o dalle società da essa controllate. Una riserva indisponibile, pari all'importo delle azioni o quote della società controllante iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni o quote non siano trasferite. La società controllata da altra società non può esercitare il diritto di voto nelle assemblee di questa. Le disposizioni di questo articolo si applicano anche agli acquisti fatti per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona". Il limite alla partecipazione di una società controllata nella società controllante è fissato al 10% e tale norma vale, indipendentemente che la società sia quotata o meno, purché vi sia un rapporto di controllo. Nel caso delle società quotate, la partecipazione incrociata è regolata dall' art.121 del TUF, secondo il quale nel caso vi sia un soggetto detenente una partecipazione maggiore del 2%, in una società con azioni quotate, "questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate, controllata dal primo". In caso si ecceda il limite, "la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Se non è possibile accertare quale delle due società ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione si applicano a

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

entrambe, salvo loro diverso accordo. Se un soggetto detiene una partecipazione in misura superiore alla soglia indicata in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. In caso di inosservanza, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato è sospeso. Se non è possibile accertare quale dei due soggetti ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto si applica a entrambi, salvo loro diverso accordo.” L’introduzione della normativa sorge dal rischio che le società alterino la consistenza patrimoniale e dalla necessità di evitare la mutua cooptazione, cioè che il gruppo di controllo di una società acquisti molte azioni di un’altra in modo tale da rafforzare il controllo ed escludere le minoranze.

### *2.3 Le Piramidi societarie*

Le piramidi societarie rappresentano uno dei metodi utilizzati per separare controllo e proprietà, sottraendo agli azionisti il trasferimento del controllo e il premio e riservandone i benefici a pochi. Esse sono strutture organizzative in cui una società all’apice, interamente posseduta da una famiglia, dallo stato o dalla banca, controlla più imprese, ciascuna delle quali a loro volta controllano altre società. Generalmente il controllo è mantenuto con il minimo necessario per ottenere la maggioranza assoluta (il 51% del capitale), che qualifica la società controllata come "sussidiaria". Maggiore è il numero di società nella piramide, minore è il rischio cui è sottoposto il proprietario della capogruppo. Infatti, alcune delle società possono essere quotate in borsa; ottenendo più capitale di debito dal mercato, quindi, il proprietario può limitare l'ammontare di risorse

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

proprie investite nel gruppo. Accade poi che gli azionisti di minoranza sono così tanti (e in alcuni casi possiedono azioni senza diritto di voto) che sono fortemente disincentivati dal partecipare alle assemblee. Come risultato, il proprietario ottiene il controllo economico con un investimento più piccolo di quello necessario (per ottenere il controllo assoluto). Si tratta di un meccanismo di "demoltiplicazione" della quota necessaria per il controllo di una società.

Tale sistema consente, quindi, alla società all'apice di controllare molte imprese il cui valore aggregato è maggiore della ricchezza investita dalla società nelle azioni che le conferiscono i diritti di proprietà, ovvero la ricchezza investita è inferiore al valore complessivo degli asset controllati. La struttura piramidale e gli altri strumenti utilizzati per mantenere il controllo dell'impresa consentono di esercitare direttamente la propria influenza sulla gestione dell'impresa e, inoltre, mette in atto la separazione tra proprietà e controllo. Se da un lato il mantenimento del controllo da parte dell'azionista dominante può avere un effetto positivo, in quanto all'aumentare della quota del manager si riducono i costi d'agenzia che abbassano il valore della azienda, dall'altro lato, però, i benefici privati di chi detiene il controllo superano gli incrementi di ricchezza provenienti dai diritti di proprietà, ovvero i profitti delle azioni effettivamente possedute dal proprietario. Per cui, la piramide è uno strumento che mette al sicuro i diritti di controllo dell'azionista dominante nel tempo, perché lo protegge dai tentativi di scalate che potrebbero sanzionare l'inefficienza del management. La struttura piramidale inoltre permette il fenomeno del tunneling, cioè dell'assorbimento dei profitti delle imprese degli strati inferiori, ad esempio tramite società infragruppo che espropriano gli azionisti di minoranza.

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

La separazione tra proprietà e controllo in presenza di un insider trasforma il conflitto d'interessi tra managers e azionisti, in un conflitto tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Quest'ultimo è un tipo di conflitto ancora più complesso da risolvere. Il solo strumento di disciplina potenzialmente efficace è un contesto istituzionale con efficienza alle loro rispettive funzioni nell'ambito di un sistema di regole in cui i diritti di proprietà degli azionisti di minoranza e degli investitori in generale siano adeguatamente protetti.

Al fine di regolare le piramidi societarie, la CE (2003) ha raccomandato gli Stati membri di “non ammettere alla quotazione società appartenenti a strutture piramidali abusive”, come ad esempio “società di partecipazione i cui unici e principali attivi sono rappresentati da una partecipazione in un'altra società quotata”. Inoltre, la Consob ha imposto vincoli riguardanti l'obbligo di trasparenza e il governo, in modo tale da garantire una autonomia maggiore per quanto concerne le scelte di gestione e di governance della società.

Oltre alle regole applicate agli strumenti di cui sopra, al fine di tutelare gli azionisti, sono state emanati ulteriori regolamenti riguardanti:

### ***2.4 L'Informativa societaria***

L'informativa societaria comprende regole che obbligano le aziende quotate di diffondere le informazioni riguardanti gli eventi significativi della vita della società nel rispetto delle modalità e tempi stabiliti dalle norme. L'informativa è disciplinata dagli articoli 113 e seguenti del Testo Unico della Finanza, secondo i quali “Prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti



---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

finanziari comunitari in un mercato regolamentato l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubblica un prospetto” in modo tale che gli investitori abbiano informazioni in merito alla situazione finanziaria, economica e patrimoniale della società. Inoltre, secondo l'articolo 120 “ Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al 3% per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla CONSOB. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al 5%”. La CONSOB oltre a determinare le modalità con le quali devono essere rese note le informazioni riguardanti la società, tra le quali quote azionarie possedute, informazioni privilegiate, operazioni straordinarie, documenti contabili periodici, ha il potere di vigilare e intervenire in caso di mancata osservazione delle norme, imponendo sanzioni penali in caso di comunicazioni false o che ostacolino il corretto svolgimento delle funzioni da parte della CONSOB.

### ***2.5 Tutela delle minoranze***

Il Decreto Legislativo 1998/58 del TUF, ha introdotto una specifica sezione intitolata “tutela delle minoranze” venendo così incontro all'esigenza di offrire una particolare disciplina di tutela degli azionisti titolari di piccole partecipazioni.

Esso prevede:

- l'abbassamento di alcune soglie di capitale per l'esercizio di alcuni diritti:

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

- Riduzione dal 20% al 10% del capitale sociale per la convocazione dell'assemblea (art. 125);
  - Riduzione dal 5% al 2% del capitale sociale per la denuncia al collegio sindacale di fatti censurabili
  - Riduzione dal 10% al 5% del capitale sociale per la denuncia al Tribunale di gravi irregolarità
- 
- Azione di responsabilità contro amministratori, sindaci e direttori generali dimostrabili da tanti soci pari ad almeno il 5% del capitale e iscritti da almeno 6 mesi nel libro dei soci (prima del TUF l'azione poteva essere promossa soltanto in seguito alla deliberazione dell'assemblea ordinaria)
  - Il diritto di recesso per gli azionisti dissenzienti, nel caso di scissione che comporti assegnazione di azioni non quotate. In precedenza, tale diritto era previsto solo nel caso di fusioni ovvero incorporazioni in una società le cui azioni non fossero quotate.
  - Raccolta di deleghe: semplificazione delle procedure per la sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto presso gli azionisti dipendenti.
  - Voto per corrispondenza: il TUF istituisce la facoltà di prevedere nello statuto l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza.

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

### ***2.7 Operazioni con parti correlate***

Con tale espressione si intendono tutti i soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza su una società quotata in Borsa e riguarda operazioni quali l'acquisto o la vendita di beni o attività di servizi; contratti di leasing e Garanzie; crediti e ogni altra operazione effettuata da una società in conflitto di interessi.

Un soggetto costituisce parte correlata se:

- Controlla la società, detiene una partecipazione o ne esercita il controllo con gli altri soggetti;
- È una società collegata;
- È una Joint Venture in cui la società è collegata
- È uno dei dirigenti con responsabilità strategiche o un suo stretto familiare o un soggetto su cui lui esercita un controllo;
- È un fondo pensione costituito a favore dei dipendenti della società

Le transazioni con le parti correlate sono una delle vie più usate per effettuare il tunneling e creano conflitto di interessi. Nel 2010 la Consob ha emanato una nuova disciplina sulle parti correlate al fine di aumentare la trasparenza e il controllo di queste operazioni che possono essere in contrapposizione all'interesse degli azionisti di minoranza. Secondo questa direttiva tutte le trattative sulle operazioni con parti correlate devono essere condotte coinvolgendo il Comitato degli Amministratori Indipendenti e da esso approvate, oppure, in sua assenza, dall'assemblea dei soci. Le operazioni rilevanti vanno, dunque, comunicate entro sette giorni dalla loro approvazione, con un dettagliato documento informativo.

---

## 2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti

### *2.8 Dual class shares*

Un altro strumento di separazione tra proprietà e controllo, come già discusso precedentemente, è rappresentato dalle azioni Dual class. Le azioni con diritto di voto limitato (azioni privilegiate o azioni privilegiate) e azioni senza diritto di voto (azioni di risparmio o azioni di risparmio) possono essere emesse da società quotate per un valore nominale complessivo non superiore a quello delle azioni ordinarie. Le società non quotate possono emettere azioni con diritti di voto limitati (di solito solo nelle assemblee degli azionisti, per decidere le modifiche dello statuto) ma solo per un valore nominale non superiore al valore nominale totale delle azioni ordinarie. I diritti di flusso di cassa e i diritti di controllo associati a tali azioni, in particolare dopo la riforma del diritto societario del 1998, dipendono dallo statuto della società. Le azioni con voto multiplo sono state dichiarate illegali dal 1942, ma i limiti di voto sono legali sia per le società non quotate che per quelle quotate. Sono rari tra le società non quotate, data la disponibilità di strumenti più efficaci per impedire agli estranei di acquisire una partecipazione influente, come gli accordi di prelazione e il potere discrezionale del consiglio di amministrazione di rifiutare i trasferimenti di azioni.

Tra le società quotate, i limiti di voto sono imposti dalla legge per le banche cooperative e sono molto comuni tra le società privatizzate: prima del collocamento delle sue azioni, il governo ha usato i suoi poteri per introdurre i limiti di voto negli statuti della maggior parte delle società da privatizzare, che vanno dal 3 al 10 per cento. La legge del 1994 sulla privatizzazione prevedeva

---

## **2. Strumenti per il mantenimento del controllo e tutela degli azionisti**

che l'assemblea generale non potesse abrogare i massimali di voto per tre anni dopo la loro promulgazione, ma che sarebbero stati automaticamente annullati se una sola persona avesse detenuto più del 50% delle azioni a seguito di un'offerta pubblica di acquisto. Il Decreto Legislativo 58/1998 ha modificato la legge del 1994 prevedendo che i limiti di voto diventino inefficaci se la società viene rilevata mediante un'offerta pubblica di appalto su oltre il 60% delle azioni.

## **Capitolo 3**

### **IL CONTESTO ITALIANO**

Il seguente capitolo riguarda il contesto economico, finanziario e legislativo italiano. L'obiettivo di questo capitolo è quello di esaminare i principali elementi che determinano la realtà italiana delle imprese quotate e non, con particolare riferimento alla struttura proprietaria, al fine di contestualizzare l'analisi empirica effettuata nella seconda parte di questo elaborato. Durante il corso di questo capitolo si è proceduto nella seguente maniera: inizialmente viene presentata una panoramica sulle tipologie e caratteristiche peculiari delle società di capitali e sull'evoluzione della corporate governance delle società non quotate italiane. Successivamente viene raccontata in breve la storia della Borsa italiana, dalla sua fondazione allo stato attuale, cercando di cogliere gli elementi storici e legislativi che ne hanno determinato l'attuale stato. Successivamente vengono descritti i cambiamenti relativi agli assetti proprietari nel corso degli ultimi venti anni delle società quotate, utilizzando rispettivamente i dati delle Relazioni annuali sulla Corporate Governance forniti dalla Consob.

#### **3.1 Le Società di Capitali**

Le società di capitali sono così definite poiché risulta prevalente dal punto di vista normativo e concettuale l'elemento del capitale rispetto a quello dei soci, la cui partecipazione al capitale sociale può essere costituita dalle azioni o da quote in base al tipo di società.

Tali società sono caratterizzate da autonomia patrimoniale perfetta e personalità

---

### 3. Il Contesto Italiano

giuridica, rispondendo illimitatamente e solidalmente con il proprio patrimonio. I soci possiedono, infatti, responsabilità per le obbligazioni sociali e rispondono limitatamente alle azioni o quote sottoscritte.

Possiamo distinguere tre tipologie di società:

- Società a responsabilità limitata (s.r.l.)
- società per azioni (s.p.a.)
- società in accomandita per azioni (s.a.p.a.)

#### **3.1.1 Le società a responsabilità limitata (s.r.l.)**

Nelle s.r.l. la società risponde per le obbligazioni sociali solamente nei limiti delle quote versate da ciascun socio. La quota rappresenta, la misura della partecipazione del socio alla società, i cui diritti, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, sono proporzionali ai conferimenti.

Il Decreto Legge 28 Giugno 2013 n.76 ( “Decreto sul lavoro”, convertito nella Legge 99/2013) ha modificato la disciplina delle differenti tipologie di società a responsabilità limitata (modifiche all’articolo 246-bis c.c. sulle s.r.l. semplificate; abolizione delle s.r.l. a capitale ridotto, che sono state assorbite dalla s.r.l. semplificata; modifiche sulla disciplina delle start-up innovative) che si possono distinguere in:

- s.r.l. ordinaria: Il capitale sociale minimo è di € 10.000 (art. 2463, 2° comma, 4 c.c.). con la conversione del Decreto Legge nella Legge 99/2013, è stata

---

### 3. Il Contesto Italiano

modificata la disciplina inerente al capitale sociale, infatti “L'ammontare del capitale può essere determinato in misura inferiore a euro diecimila, pari almeno a un euro. In tal caso i conferimenti devono farsi in denaro e devono essere versati per intero alle persone cui è affidata l'amministrazione e una somma pari a 1/5 degli utili netti di ogni esercizio deve essere destinato alla riserva legale, fino a che il patrimonio netto della società non abbia raggiunto la soglia di diecimila euro”.

- s.r.l. semplificata: in origine utilizzata per incentivare i giovani riducendo l'entità degli oneri da sostenere, è una forma di s.r.l la cui costituzione è agevolata dal punto di vista dell'ammontare del capitale sociale necessario (inferiore a € 10.000) e dei costi da sostenere e può essere costituita mediante contratto o atto unilaterale da qualsiasi persona fisica a prescindere dall'età anagrafica ( art.2463-bis c.c.).

- s.r.l startup innovative: l'art. 25 del Decreto Legge 18 Ottobre 2012,n.179 convertito con modifiche della legge 17 Dicembre 2012, n.221) definisce le start-up innovative come una società di capitali, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato. Tali società sono caratterizzati da una serie di requisiti (ad esempio, per i primi 24 mesi i soci, persone fisiche, devono detenere il 51% delle azioni o quote e diritti di voto; il valore della produzione annua, a partire dal secondo anno di attività, non deve superare i 5 milioni di euro; la società non deve distribuire o aver distribuito utili; non deve essere costituita a seguito di una fusione, scissione o cessione di una azienda; le spese in ricerca e sviluppo devono raggiungere un importo uguale o superiore al 20%



---

### 3. Il Contesto Italiano

dell'importo sostenuto tra il costo e il valore della produzione o impiegare una forza lavoro altamente specializzata o essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno un brevetto) e deve avere come oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

#### 3.1.2 Le Società per Azioni (s.p.a)

Nelle s.p.a il capitale sociale è rappresentato dalle azioni ed il valore minimo necessario per la costituzione della società è di € 50.000 (soglia ridotta dai € 120.000 previsti fino al 2014). A seguito della riforma del 2003, intervenuta in modo organico su diversi profili della disciplina, anche al fine di favorire la competitività del modello societario italiano, il regime normativo varia a seconda che le società facciano o meno ricorso al mercato del capitale del rischio. Possiamo distinguere:

- società chiuse: società azionarie che hanno una compagine sociale ristretta, che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e sono interamente regolate dalle norme del Codice Civile;

- società aperte: società azionarie che fanno appello al pubblico risparmio, ossia società i cui titoli sono in mano ad un numero significativo di soci. Per l'art. 2325-bis c.c. le società azionarie che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio si possono ulteriormente suddividere in:

- Società aventi titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante, secondo limiti definiti dalla Consob: sono aperte tutte le società con più di 200

---

### 3. Il Contesto Italiano

soci non di controllo, ognuno dei quali proprietario di una partecipazione pari ad almeno il 5% del capitale sociale.

- Società con azioni quotate in mercati regolamentati, per le quali la normativa codicistica trova applicazione solo in quei campi non diversamente disciplinati da altre leggi speciali, tra le quali, in primo luogo, quelle concernenti la disciplina dell'intermediazione finanziaria e la tutela del risparmio (TUF). Sono, per cui, tutte quelle società aperte i cui titoli sono negoziati in Borsa: per essere ammesse alla quotazione di borsa, le società azionarie devono avere dei requisiti sia in termini di negoziazione dei titoli, sia in termine di capitalizzazione, che abbiano un certo peso.

Le differenze di disciplina tra la società aperta e quella chiusa e tra quotata e non quotata, sono giustificate dalla necessità di rendere concretamente possibile l'esercizio di diritti che si ritiene che debbano essere riconosciuti alla minoranza, che si traduce sostanzialmente nel concetto di abbassare le soglie.

#### 3.1.3 Le società in accomandita per azioni (s.a.p.a.)

Le s.a.p.a prevedono la presenza di due tipologie di soci, ovvero gli accomandatari, i quali, per l'art.2452 c.c., rispondono solidalmente e illimitatamente per le obbligazioni sociali, e i soci accomandanti, obbligati nei limiti della quota di capitale sottoscritta. Come per le s.p.a, il capitale sociale minimo per la costituzione della società è di 50 000 euro ed è costituita dalle azioni.

#### 3.1.4 Le Categorie di azioni

Nelle società di capitali, l'azione rappresenta un'unità minima e indivisibile di partecipazione sociale. A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento, salvo diversa assegnazione prevista dallo statuto. Secondo l'art.2348 c.c. le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Tra i diritti degli azionisti, vi sono:

- Diritti Patrimoniali:

- diritto agli utili: attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti risultanti a bilancio;
- diritto alla quota di liquidazione (in caso di scioglimento): diritto di percepire una quota di patrimonio netto risultante dalla liquidazione;
- diritto d'opzione: nel caso in cui la società dovesse emettere nuove azioni, gli azionisti hanno diritto a sottoscrivere, in via preferenziale, le nuove azioni in proporzione al numero di quelle già possedute;
- diritto di recesso: per l'art. 2347 c.c.; l'azionista, in caso di dissenso, ha il diritto di recedere dalla società e ottenere la liquidazione delle azioni possedute;

- Diritti Amministrativi ( o corporativi):

- diritto di voto: l'azionista ha il diritto di partecipare alle scelte della società attraverso il voto in assemblea, in misura proporzionale al numero di azioni possedute;
- diritto di impugnare le delibere invalide: solo chi è socio, amministratore

---

### 3. Il Contesto Italiano

o consigliere può impugnare le delibere che non sono state prese in conformità con la legge;

- diritto di informazione: affinché possa votare, il socio deve avere tutte le informazioni necessarie sull'andamento della società, tale diritto è minimo nelle società chiuse, ma assume maggior rilevanza nelle quotate, per le quali la Consob, ha imposto alle società di rendere pubbliche le informazioni.
- Diritto di denuncia al collegio sindacale o al tribunale: offre la possibilità di tutelare i soci di minoranza, i quali possono segnalare le irregolarità dell'operato degli amministratori, al collegio sindacale o al tribunale.

Secondo l'art. 2348 c.c. , si possono tuttavia creare, con lo statuto o con le sue successive modifiche, categorie di azioni che conferiscono diritti diversi.

Tra le diverse categorie di azioni, si distinguono:

- azioni prive del diritto di voto: esclude dal diritto di voto e sono acquisite dai soggetti interessati solamente alla parte patrimoniale;
- azioni con voto limitato a determinati argomenti (ad esempio l'azionista ha il diritto di voto solamente nel caso di nomina di amministratori o di esclusione di soci);
- azioni con voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni;
- Dato che per queste categorie di azioni non è previsto un esercizio pieno del voto, la legge impone che il valore complessivo delle azioni di queste categorie non può superare la metà del capitale sociale, al fine di evitare la realizzazione di giochi di potere.
- Nelle società chiuse è, anche, possibile emettere:

---

### 3. Il Contesto Italiano

- azioni con voto limitato a una misura massima o con voto scaglionato: consente di depotenziare chi ha pacchetti azionari rilevanti;
- azioni a voto plurimo: con il Decreto Legge 91/2014 convertito in L. 116/2014, ogni azione può esprimere fino ad un massimo di 3 voti, consentendo di potenziare il proprio peso nonostante un investimento inferiore;

Sebbene le azioni a voto plurimo non possano essere emesse nelle società quotate, vengono comunque mantenute nel caso in cui una società chiusa decida di quotarsi.

Nelle società quotate è, invece, possibile emettere:

- Loyalty Shares (azioni a voto maggiorato): consente di raddoppiare il voto solamente a chi detiene le azioni per almeno 24 mesi, come sorta di premio fedeltà. Tale tipologia di azione, non è una vera e propria categoria, in quanto non è permanente e, in caso di cessione, viene perso il diritto di voto maggiorato.
- azioni di risparmio (senza voto, privilegiate, postergate): escludono dal diritto di voto in assemblea ordinaria, alla quale non possono nemmeno partecipare direttamente, ma danno un privilegio sugli utili e dalla postergazione sulle perdite.

#### 3.1.5 Modelli di Governance nelle società di capitali

La caratteristica fondamentale che consente alle società di capitali di essere considerate persone giuridiche, risiede nel fatto che le funzioni deliberative,

---

### 3. Il Contesto Italiano

amministrative e di controllo di gestione siano affidate ad organi separati, ossia che vi sia un'organizzazione di tipo corporativo. Il modo in cui viene governata una società e la suddivisione delle differenti funzioni corporative, varia in relazione alla tipologia di società.

#### 3.1.5.1 La Governance nelle società a responsabilità limitata

Nelle società a responsabilità limitata la funzione deliberativa è affidata ai soci, ma mentre per quanto riguarda le s.p.a, essa è affidata ai soci esclusivamente in assemblea, ovvero è obbligatorio l'organo collegiale, nelle s.r.l può anche non essere assembleare, ossia è possibile chiedere il consenso dei soci su certi tipi di decisioni anche al di fuori di un'assemblea rituale, per cui le decisioni possono essere prese mediante voto espresso per iscritto o consultazione scritta (il metodo assembleare è obbligatorio solo per le decisioni più importanti, come ad esempio quelle che riguardano le modifiche statutarie).

La attività di competenza dei soci all'interno di una società a responsabilità limitata sono le seguenti:

- Approvazione del bilancio;
- Distribuzione degli utili;
- Nomina degli amministratori;
- Nomina dell'organo di controllo;
- Modifiche dell'atto costitutivo;
- Decisioni comportanti la sostanziale modifica dell'oggetto sociale o la

---

### 3. Il Contesto Italiano

rilevante modifica dei diritti dei soci;

- Ogni altro argomento, anche di gestione, riservato ai soci all'atto costitutivo o rimesso alla loro approvazione da un amministratore o da un terzo del capitale sociale.

Un'altra peculiarità delle s.r.l. riguarda la funzione amministrativa, per la quale, mentre nel caso delle s.p.a i soci possono solo eventualmente autorizzare delle decisioni riguardanti la gestione, nella s.r.l i soci (o l'assemblea dei soci) possono anche prendere decisioni gestorie.

Agli amministratori compete l'amministrazione e la rappresentanza della società e in ogni caso:

- Redazione del progetto di bilancio;
- Redazione dei Progetti di fusione e scissione;
- Relazione in caso di trasformazione;
- Aumento di capitale delegato.

Per quanto concerne l'organo di controllo, nelle società a responsabilità limitata, esso è facoltativo e quasi mai presente, in quanto ogni singolo socio che non amministra, ha il potere di chiedere di consultare i documenti e di controllare direttamente l'operato degli amministratori.

#### **3.1.5.2 La Governance nelle società per azioni**

All'interno delle società per azioni, l'organizzazione corporativa delle s.p.a è composta da tre organi principali:

- l'Assemblea dei Soci: composta dai soci aventi diritti patrimoniali e

---

### 3. Il Contesto Italiano

di nominare gli amministratori, ma non di amministrare la società. Ciò non esclude la possibilità che gli amministratori possano anche essere dei soci;

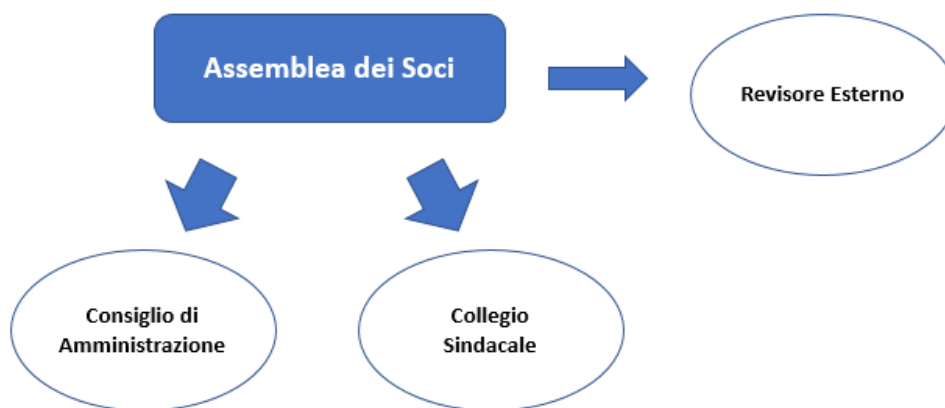
- l'Argano di Amministrazione: può essere composto da una o più persone (Consiglio di Amministrazione o Board, obbligatoriamente presente nelle società quotate) e ha il compito esclusivo di gestire la società;
- l'Organo di Controllo: rappresentato dal Collegio Sindacale, il quale controlla l'operato nella gestione dell'organo amministrativo, non dal punto di vista dell'efficienza, bensì in relazione alla conformità rispetto alla legge, allo statuto e ai principi di corretta amministrazione. Esso è composto da tre o cinque sindaci, i quali vengono nominati dall'assemblea dei soci.

Il Decreto Legge 6/2003 ha introdotto la possibilità di decidere tra tre possibili modelli di governo societario, ossia tra il modello tradizionale, presente unicamente in Italia, il sistema monistico, di origine anglosassone e il sistema dualistico, di stampo tedesco.



#### 3.1.5.2 .1 Il sistema Tradizionale

Figura 1: struttura di governance del modello Tradizionale



Fonte: elaborazione personale

Il modello Tradizionale o “Latino” è il sistema tipico della tradizione italiana e si applica in assenza di diversa scelta statutaria. Infatti, ai sensi dell’ art. 2380 c.c., se lo Statuto non dispone diversamente, la funzione deliberativa spetta all’Assemblea dei Soci, la quale ha il potere di nominare il Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale e il revisore esterno ( persona fisica o società, alla quale è affidato il controllo contabile della società), mentre l’amministrazione e il controllo sono demandati, rispettivamente, al Consiglio di Amministrazione (o amministratore unico) e al Collegio Sindacale.

L’elemento positivo di questo modello è rappresentato dalla definita e ben

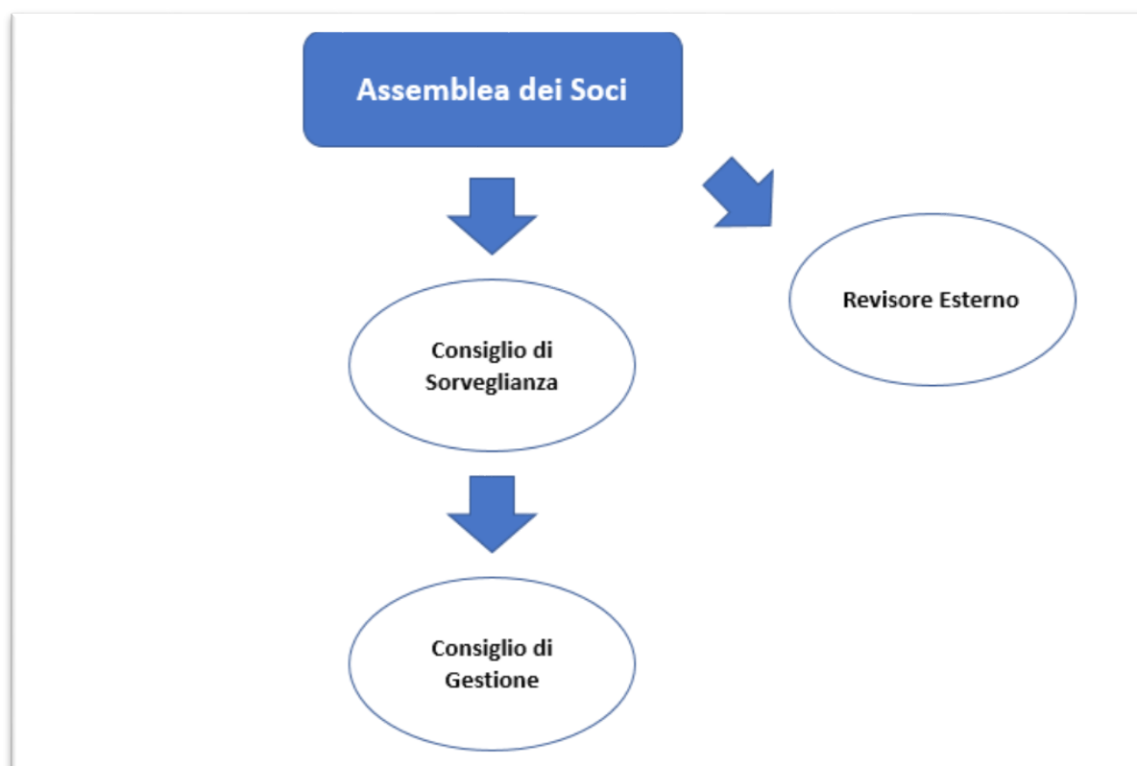
---

### 3. Il Contesto Italiano

distinta ripartizione delle funzioni tra i vari organi. Un elemento di criticità è, invece, costituito dal fatto che gli organi preposti al controllo e quelli controllati sono entrambi nominati dalla stessa assemblea dei soci, per cui, l'organo di controllo non sempre riesce a operare nelle condizioni di autonomia e indipendenza richiesta dalla funzione, le quali sarebbero, invece, rafforzate nel caso in cui la nomina di alcuni suoi componenti, fosse di competenza di un'altra autorità.

#### 3.1.5.2.2 Il sistema Dualistico

Figura 2 : Struttura di Governance del modello Dualistico



Fonte: elaborazione personale

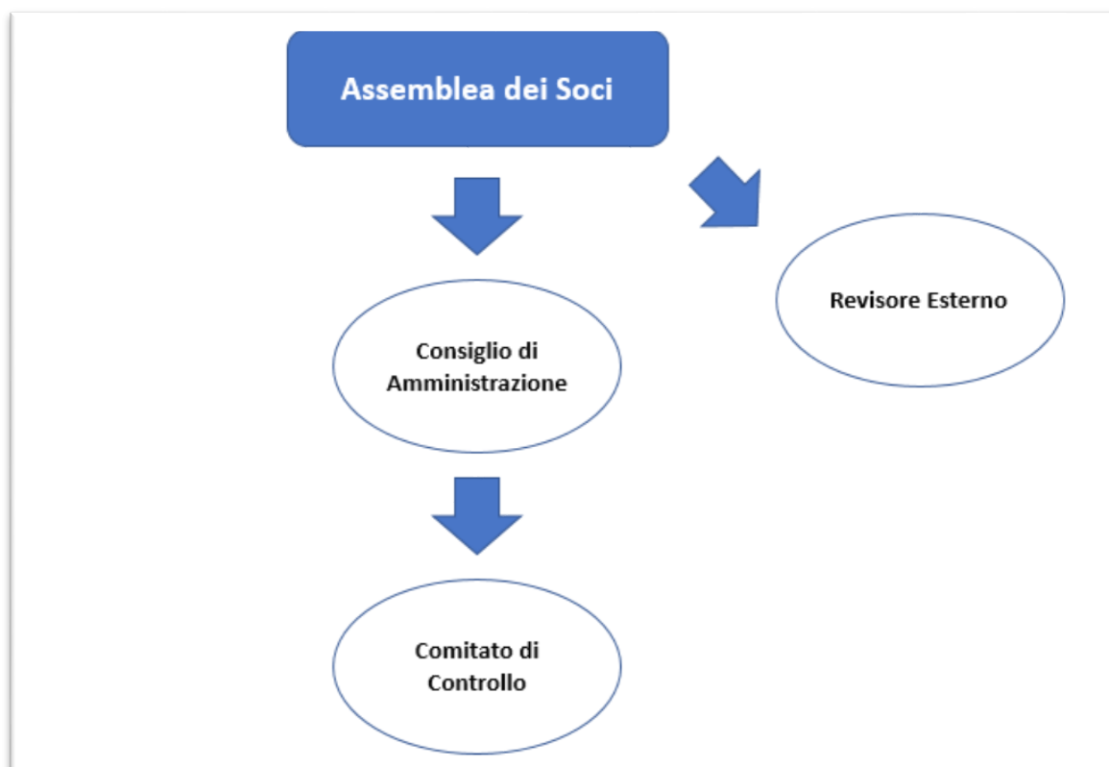
---

### 3. Il Contesto Italiano

Il modello Dualistico, di origine tedesca, è disciplinato dall'art. 2409-octies c.c., introdotto dal D.L. 5/2003. In tale modello, l'Assemblea dei Soci ha il potere di nominare il Consiglio di Sorveglianza, organo a cui competono funzioni di tipo strategico, vigilanza e sorveglianza, il quale a sua volta nomina il Consiglio di Gestione, ossia i veri e propri amministratori, e approva il bilancio di esercizio. Inoltre, l'assemblea provvede anche a nominare un revisore esterno o una società di revisione (quest'ultima obbligatoria nel caso in cui la società faccia ricorso al mercato del capitale di rischio).

#### 3.1.5.2.3 Il sistema Monistico

Figura 3 :Struttura di Governance del modello Dualistico



Fonte: elaborazione personale

---

### 3. Il Contesto Italiano

Il modello Monistico, di origine anglosassone, è disciplinato dagli art. dal 2409 sexiesdecies al 2409-novesdecies C.C., introdotti dal D. L. 6/2003. In questo sistema, l'Assemblea dei Soci nomina il revisore esterno e il Consiglio di Amministrazione, il quale sceglie, al suo interno, il Comitato di Controllo, ossia gli amministratori indipendenti con compiti di controllo. Per cui, il Consiglio di Amministrazione è suddiviso tra membri con compiti esecutivi e altri con compiti di controllo. A differenza del modello Tradizionale, in cui la funzione controllo è di competenza del Collegio Sindacale, nel sistema Monistico, essendo tale funzione svolta da amministratori, non si tratterà solo di controllo di legittimità sostanziale, ma essi potrebbero anche incidere direttamente sulle scelte di gestione.

Inoltre, in tale modello, il fatto che l'organo con funzione di controllo venga nominato dal medesimo organo che deve essere controllato, potrebbe compromettere l'efficacia del controllo, la quale potrebbe essere ulteriormente frenata, anche, dalla possibilità che un membro del Comitato di Controllo possa essere revocato, pur rimanendo un membro del CdA.

#### **3.1.5.2.4 La scarsa diffusione dei modelli alternativi**

L'idea alla base dell'introduzione della possibilità di utilizzare modelli alternativi di amministrazione e controllo tramite il D.L 6/2003, risiede nel fatto che questi, in linea con i modelli europei dominanti, furono considerati strumenti organizzativi particolarmente adatti a consentire alle imprese italiane di rispondere efficacemente alle esigenze di un mercato dei capitali globalizzato.

### 3. Il Contesto Italiano

Tuttavia, come è possibile notare dalla tabella 1, dalle informazioni disponibili relative alle società quotate, il modello di governo tradizionale continua ad essere quello utilizzato dalla quasi totalità delle società italiane (227 società su 231), mentre solamente due società utilizzano il modello monistico e altrettante il dualistico. Rispetto al 2011, quando tre società adottavano il sistema monistico e sette il dualistico, si è ridotto il numero di emittenti che hanno scelto modelli di governo alternativi al tradizionale.

Tabella 1: Modelli di governo adottati dalle società quotate italiane

	monistico		dualistico		tradizionale		totale	
	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
2011	3	0,1	7	8,1	250	91,8	260	100,0
2012	2	0,1	6	7,5	243	92,4	251	100,0
2013	2	0,1	5	8,6	237	91,3	244	100,0
2014	2	0,1	4	10,7	232	89,2	238	100,0
2015	2	0,1	4	11,3	228	88,6	234	100,0
2016	2	8,5	3	0,9	226	90,6	231	100,0
2017	2	8,1	2	0,8	227	91,1	231	100,0

Fonte: Relazione annuale per l'anno 2017, Consob

La principale motivazione della mancata adozione dei modelli alternativi di governance da parte delle società consiste nel fatto che le disposizioni legislative contenute sia nel Codice Civile sia nel TUF, relative ai sistemi alternativi di amministrazione e controllo, non costituiscono un corpus normativo autonomo e ben articolato, ma sono caratterizzate, tanto per sistema monistico quanto per quello dualistico, da disposizioni scarse e rinviano, il più delle volte, alle norme previste per il modello tradizionale. Inoltre, quest'ultimo modello, in seguito alle modifiche conseguenti al codice di Autodisciplina, ha acquisito alcuni elementi ed aspetti simili a quelli del sistema monistico (ad esempio, amministratori

---

### 3. Il Contesto Italiano

indipendenti e comitati interni) e dualistico (ad esempio, consigli di amministrazione pletorici) rappresentando, in tal senso, un freno all'adozione dei sistemi alternativi opzionali.

#### ***3.2 L'evoluzione della corporate governance delle società non quotate italiane***

Data l'oggettiva difficoltà nel reperire informazioni riguardanti le società italiane non quotate italiane, per descrivere l'evoluzione della corporate governance di tali imprese, sono stati presi in considerazione i risultati ottenuti da due differenti studi, in modo tale da avere una visione generale sulla variazione degli assetti proprietari delle società di capitali dagli anni '90 ad oggi. In particolare, al fine di analizzare gli anni compresi tra il 1993 e il 2005, è stato esaminato lo studio effettuato da Bianchi e Bianco ("Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", 2006) in riferimento alla concentrazione proprietaria (per la quale vengono date informazioni sulla quota media del *largest shareholder* e del secondo e terzo principale azionista), all'identità del controllante della proprietà e all'utilizzo degli strumenti per il mantenimento del controllo.

Per quanto concerne gli anni successivi, invece, è stato utilizzato uno studio della Banca d'Italia, effettuato nel 2019 da Baltrunaite, Mocetti e Brodi ("Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Questioni di Economia e Finanza) sfruttando le informazioni fornite dalla banca dati Infocamere per gli anni compresi tra il 2005 e il 2016.

---

### 3. Il Contesto Italiano

#### 3.2.1 Gli assetti proprietari dal 1993 al 2005

Di seguito vengono presentati i risultati emersi dall'analisi da Bianchi e Bianco ("Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", 2006), dalla quale non si evidenziano nel tempo cambiamenti sostanziali nella struttura di governance, mantenutasi fortemente concentrata, mentre si osservano variazioni maggiormente rilevanti nell'utilizzo di strumenti finalizzati al mantenimento del controllo all'interno della società.

##### 3.2.1.1 Struttura Proprietaria

In base ai dati forniti dalla Banca d'Italia, per un campione di società non quotate con almeno 50 impiegati, la concentrazione proprietaria risulta elevata e stabile negli anni: Il numero medio di principali azionisti per società è di 3 soci, la quota posseduta dal *largest shareholder* registra un aumento dal 66% nel 1993 al 66,9% nel 2005, mentre la quota del secondo e terzo maggior azionista è scesa dal 27% nel 2003 al 25% nel 2005.

Tabella 2: Concentrazione proprietaria delle società italiane non quotate

	1993	2005
Largest shareholder (average)	66.0	66.9
2 <sup>nd</sup> +3 <sup>rd</sup> largest shareholders (average)	27.0	25.0
N. of shareholders (median)		3

Fonte: Marcello Bianchi e Magda Bianco " Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", 2006.

---

### 3. Il Contesto Italiano

#### *3.2.1.2 Identità dell'azionista di controllo*

Nella maggior parte dei casi (circa il 50%, considerando la media non ponderata<sup>8</sup>) l'impresa risulta controllata da un individuo, mentre il secondo agente di controllo più grande è una holding o una sub-holding (il 24,6% dei casi, che di solito ha una famiglia al vertice), seguita da una società privata non finanziaria (il 10% dei casi) . Considerando la media ponderata, osserviamo che nelle società di maggiore dimensione, le holding (o sub-holding) assumono maggiore rilevanza come agenti di controllo (le società più grandi fanno più spesso parte di un gruppo), così come le società straniere, mentre le persone svolgono un ruolo maggiore nelle piccole imprese. Tra il 1993 e il 2005 le variazioni più rilevanti nella struttura della proprietà delle società non quotate riguardano la maggiore presenza di società straniere tra gli azionisti di controllo. Si evidenzia, inoltre, una netta riduzione della presenza dello Stato, adducibile al processo di privatizzazione avvenuto negli anni '90; un ruolo crescente degli individui nelle società più grandi e una crescita, relativamente piccola, di società finanziarie diverse dalle banche.

---

<sup>8</sup> Weighted rappresenta la media ponderata per dimensione dell'impresa misurata in base al numero di impiegati



---

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 3: Agenti di controllo delle società italiane non quotate

	1993		2005	
	unweighted	weighted	unweighted	weighted
Individual	50.9	26.5	51.0	32.9
Foreign company	7.8	14.9	12.3	21.0
State	6.9	15.5	0.7	1.9
Holding or sub-holding	20.8	32.4	24.6	34.4
Private non financial	13.6	10.6	9.0	8.1
Bank	0	0	0.01	0.01
Other financial	0	0	2.0	1.7

Fonte: Marcello Bianchi e Magda Bianco “ Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?”, 2006.

#### 3.2.1.3 Strumenti di controllo

Nelle società non quotate, il controllo, durante il periodo considerato, viene mantenuto attraverso un'elevata concentrazione di proprietà (il 61% delle società è controllato con la maggioranza delle azioni; nelle società controllate da individui ciò avviene nel 40% dei casi; nel 20% delle società il maggiore azionista ha il 66%). Tra gli strumenti maggiormente utilizzati dalle imprese allo scopo di mantenere il controllo vi sono i gruppi piramidali, per i quali si evidenzia una riduzione, tra il 1993 e il 2005, della tendenza al loro utilizzo (rispettivamente dal 56,5% al 45,8%).

---

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 4: Strumenti di controllo nelle società non quotate (% di imprese)

	1993	2003	2005
Pyramidal group	56.5	44.0	45.8
Shareholders' agreement		9.1	10.1
Clauses in by-laws that limit the transferability of shares		42.0	46.1

Fonte: Marcello Bianchi e Magda Bianco “ Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?”, 2006.

Un altro strumento che può garantire il controllo senza la maggioranza diretta delle azioni è quello di creare patti di sindacato le cui regole stabilizzino in qualche modo l'esercizio del controllo. Ciò potrebbe essere raggiunto attraverso accordi formali, che in passato non avevano ricevuto protezioni stabili dalla legge, ma ora sono esplicitamente riconosciuti con la riforma del diritto societario del 2004. A causa della mancanza di dati, non è possibile valutare se nel tempo il loro utilizzo è cresciuto o diminuito, se non per gli anni compresi tra il 2003 e il 2005, durante i quali si registra un leggero aumento dal 9,1% al 10,1%.

Un altro mezzo per rendere più stabile il controllo è introdurre nello statuto clausole che limitano la trasferibilità delle azioni, in modo tale da garantire che gli azionisti tra i quali vi sia un accordo non possano vendere le proprie azioni senza il consenso degli altri. Anche la diffusione di queste clausole è aumentata dal 42% nel 2003 al 46,1% nel 2005, poichè la maggiore libertà che la riforma sul diritto societario ha attribuito alle società nella redazione del loro statuto

---

### 3. Il Contesto Italiano

sociale, consente di includere negli statuti le clausole precedentemente incluse nei patti parasociali, consentendo una protezione ancora più forte.

Nel complesso, per quanto concerne le società non quotate, nel periodo considerato, non risultano evidenti cambiamenti sostanziali nella struttura di governance, per le quali i cambiamenti maggiormente rilevanti riguardano gli strumenti utilizzati per garantire il mantenimento del controllo all'interno della società, ma non si osserva una riduzione della concentrazione della società.

#### 3.2.2 Gli assetti proprietari dal 2006 al 2016

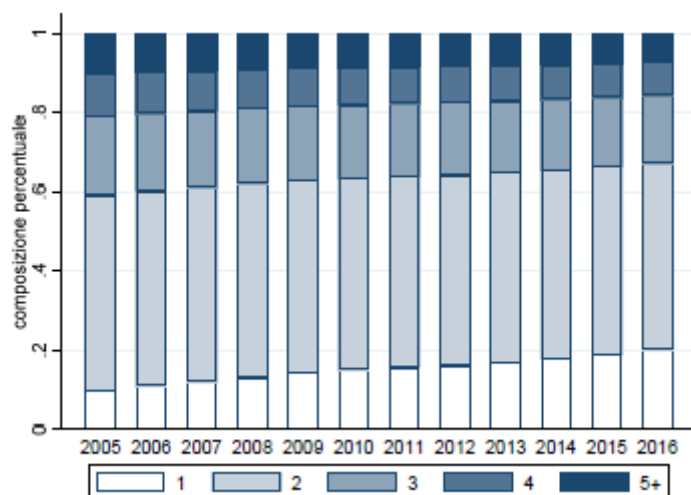
Per descrivere l'evoluzione degli assetti proprietari delle società non quotate italiane per gli anni compresi tra il 2006 e il 2016, viene di seguito presentato lo studio della Banca d'Italia effettuato nel 2019 da Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi e Sauro Mocetti ("Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Questioni di Economia e Finanza).

Sfruttando le informazioni fornite dalla banca dati Infocamere per gli anni compresi tra il 2005 e il 2016, dall'analisi della composizione delle società di capitali in base al numero di soci, risulta predominante nel tempo la partecipazione di due soci (47% nel 2016), mentre si evidenzia la crescita del numero di società composta dalla partecipazione di un solo socio (20% nel 2016, più che raddoppiata rispetto al 2005), adducibile alla crescita, avvenuta durante questo periodo, delle s.r.l. semplificate e delle s.r.l. ordinarie piccole.

---

### 3. Il Contesto Italiano

Figura 4: Società di capitali per numero di soci e anno



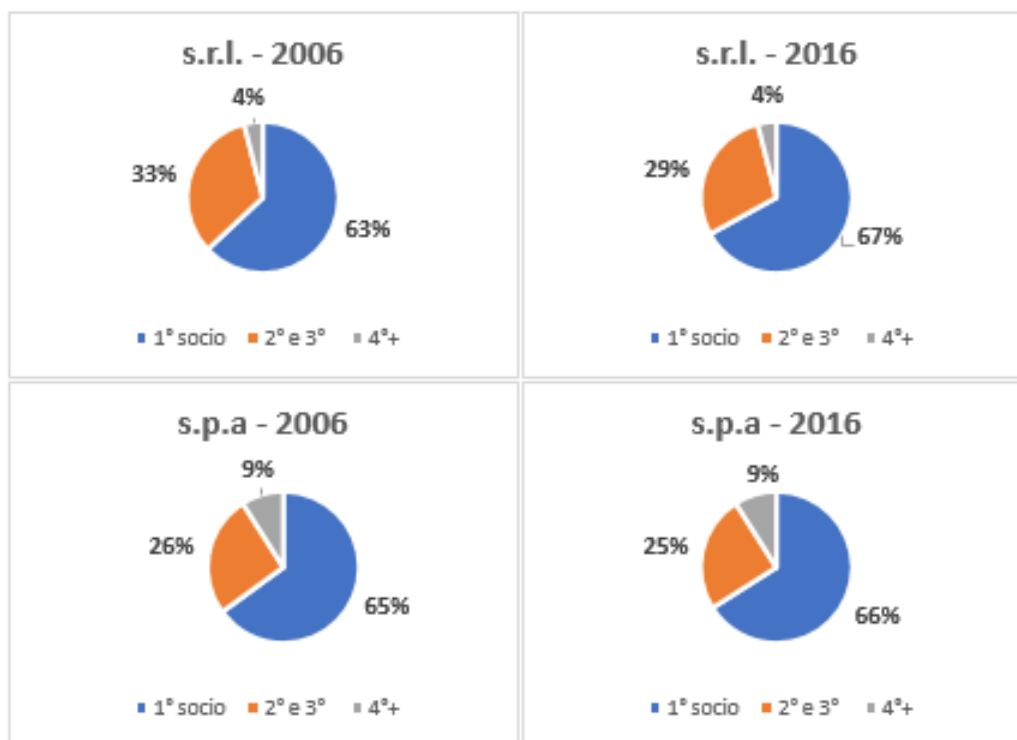
Fonte: "Assesti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Baltrunaite, Brodi e Mocetti, 2019

Le società di capitali hanno mantenuto nel tempo un elevato grado di concentrazione proprietaria. Infatti, confrontando l'evoluzione tra il 2006 e il 2016, sia per quanto riguarda le s.p.a che le s.r.l, il primo socio continua a possedere circa i due terzi del capitale di rischio. In particolare, nelle s.r.l la quota detenuta dal primo socio è leggermente cresciuta dal 63% nel 2006 al 67% nel 2016, mentre risulta in declino la percentuale detenuta dal secondo e terzo socio (33% nel 2006, 29% nel 2016) e stabile al 4% la quota posseduta dal quarto socio in poi. Analoga evoluzione risulta dai dati per le s.p.a, per le quali la quota del primo socio è cresciuta di un punto percentuale (dal 65% al 66%), quella del secondo e del terzo socio è, al contrario, scesa dal 26% al 25%, mentre si è mantenuta al 9% quella

### 3. Il Contesto Italiano

detenuta dal quarto socio in poi.

Figura 5: Concentrazione della proprietà nelle società di capitali



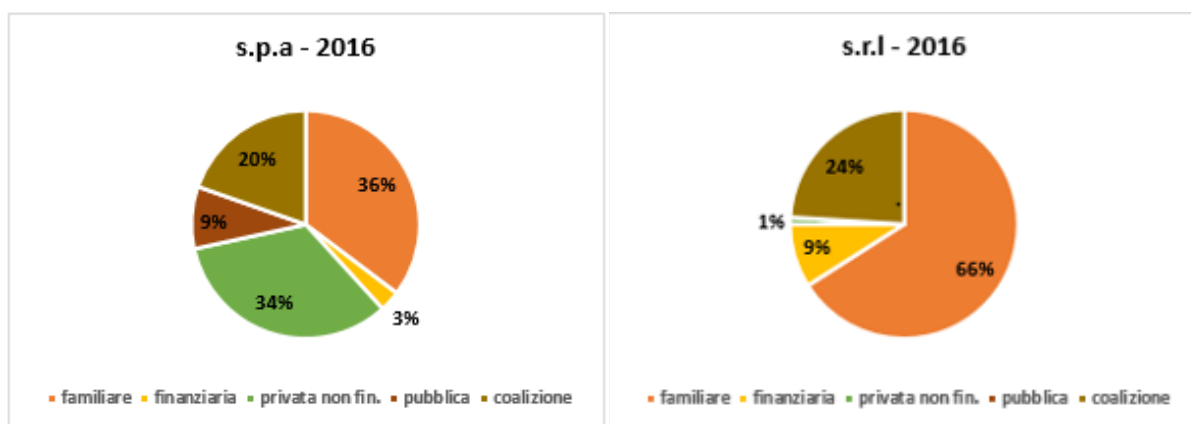
Fonte: rielaborazione personale sulla base delle informazioni fornite da "Aspetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Baltrunaite, Brodi e Mocetti, 2019

Per quanto concerne l'identità del soggetto controllante per le s.p.a, a fine 2016, l'impresa familiare risulta la tipologia predominante (36%) seguita dalla società privata non finanziaria (34%) e dalla coalizione (20%), mentre hanno un minor rilievo la società pubblica (9%) e quella finanziaria (3%). Anche nelle s.r.l. le imprese familiari rappresentano la fattispecie prevalente, ma con un'incidenza superiore rispetto al caso delle s.p.a, dato che costituiscono il 66% dei casi. Le

### 3. Il Contesto Italiano

coalizioni rappresentano il 24%, mentre le quote restanti appartengono alle società di tipo finanziario (9%) e private non finanziarie (1%). Tuttavia, bisogna tenere in considerazione che nella definizione di impresa familiare, gli autori hanno incluso solamente i dati dei soggetti in rapporto ai soci di primo livello e al cognome, mentre non hanno osservato altri tipi di relazione di parentela (ad esempio, il coniuge che, pur appartenendo al medesimo nucleo, ha un cognome differente). Un'altra possibile fonte di sottostima è legata alla proprietà dell'impresa attraverso la partecipazione nel capitale sociale con altre società della famiglia (pertanto, gli autori evidenziano la sottostima della percentuale legata all'impresa familiare).

Figura 6. Distribuzione delle imprese per tipologia di assetto proprietario



Fonte: rielaborazione personale sulla base delle informazioni fornite da “Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese”, Baltrunaite, Brodi e Mocetti, 2019.

#### ***3.3 Le società quotate nella Borsa Italiana***

Al fine di poter meglio comprendere l'evoluzione della corporate governance delle società quotate nel tempo, viene raccontata in breve la storia della Borsa italiana, raccontata dal sito ufficiale, dalla sua fondazione allo stato attuale, cercando di cogliere gli elementi storici e legislativi che ne hanno determinato lo stato attuale.

##### ***3.3.1 Storia della Borsa Italiana***

La Borsa di commercio di Milano venne istituita dal decreto del 16 gennaio 1808. Lo stesso decreto affidava ad “una commissione di quindici tra banchieri, negozianti e sensali”, appositamente nominata dal ministro dell'Interno, la ricerca di una sede provvisoria per l'immediata apertura e di una sede adeguata dove tenere definitivamente le riunioni di borsa. Un secondo decreto datato 6 febbraio 1808 stabilì un primo regolamento per il funzionamento della Borsa. La vera novità introdotta in Italia dalla normativa francese del 1808 fu il regime pubblicistico delle Borse di commercio. Questo contraddistinse il mercato finanziario italiano fino al 1998, differenziandolo dal sistema anglosassone dove le borse si erano costituite per la libera associazione degli operatori.

La Borsa di Milano nacque quindi con una identità originaria a mezzo fra l'interesse dei banchieri locali di avere un luogo di adunanza e di sconto personale e il desiderio dei francesi di disporre di un mercato il più possibile ampio e organico dove collocare le emissioni del debito pubblico in concorrenza con il mercato borsistico londinese.

---

### 3. Il Contesto Italiano

#### ***3.3.1.1 La Borsa nel nuovo Regno d'Italia (1860-1913)***

L'unificazione politica della penisola comportò un sensibile impegno finanziario per il nuovo governo che vi fece fronte con una forte emissione di titoli di debito pubblico. Negli anni '70 dell'Ottocento, accanto a questi titoli comparvero quelli delle prime compagnie ferroviarie e di numerosi istituti di credito. Le società manifatturiere invece rimasero fuori dal listino per un lungo periodo in virtù delle loro ridotte dimensioni che aiutavano a far fronte alle esigenze di sviluppo tramite le vie dell'autofinanziamento e del prestito bancario. Fu solo al volgere del secolo che la rapida crescita industriale del paese portò anche questo settore a cercare in borsa i finanziamenti necessari: il numero di azioni quotate a Milano passò da 23 a 54 tra il 1895 e il 1900, per raggiungere le 160 nel 1913.

#### ***3.3.1.2 Dai codici di commercio alla Legge del 1913***

All'inadeguatezza del quadro normativo, sostanzialmente fermo al dettato dei decreti napoleonici, rimediò in parte il nuovo Codice di commercio del 1865, senza tuttavia introdurre una legislazione specifica sulle Borse che sarebbe stata approvata solo nel 1913. I provvedimenti degli anni successivi (istituzione del Sindacato e limitazione della contrattazione ai titoli quotati ufficialmente) consentirono di circoscrivere alcuni dei problemi che interessavano le principali Borse. Il Codice di commercio (1882) e un nuovo regolamento (1883)



---

### 3. Il Contesto Italiano

introdussero alcune novità nella disciplina di ammissione dei titoli e di liquidazione dei contratti.

Poiché queste norme non intaccarono il principale problema che affliggeva le riunioni, ossia l'intermediazione abusiva da parte di mediatori non autorizzati, l'insoddisfazione del corpo dei mediatori andò crescendo per tutto l'ultimo quarto di secolo. Solo dopo la crisi internazionale del 1907 la legge n. 272 varata nel 2013 riunì in un corpo organico le norme che regolavano l'istituzione delle Borse, la sorveglianza sulla loro attività, le modalità di quotazione dei titoli e di rilevamento dei prezzi, le prerogative degli agenti di cambio e le loro modalità operative. La crescita impetuosa dell'attività pose alla piazza milanese la necessità di dotarsi di nuovi spazi per le riunioni di borsa e nel 1901 divenne operativa la nuova sede di Palazzo Broggi in piazza Cordusio, allora piazza Ellittica. Nel XIX secolo le sedi di Borsa si erano diffuse su tutto il territorio nazionale in molti centri mercantili anche di scarsa rilevanza: le principali piazze finanziarie erano tuttavia concentrate a Genova, Milano, Torino, Firenze e Roma. Nei primi anni del Novecento la geografia finanziaria mutò profondamente e, mentre Roma acquisiva peso a scapito di Firenze, Milano soppiantò Genova, gravemente colpita dalla crisi del 1907, diventando da allora in poi il principale mercato della penisola, anche grazie alla concentrazione di titoli azionari industriali.

#### *3.3.1.3 Espansione e crisi tra le due guerre mondiali (1914-1945)*

La legge approvata nel 1913 dopo decenni di discussioni diede al sistema delle contrattazioni la forma che ha conservato, con poche modifiche, fino alla chiusura della borsa gridata. La legge sancì con precisione le competenze di vigilanza, di controllo e di gestione, suddividendole tra Ministero, Camere di commercio, Sindacati dei mediatori e Deputazioni di borsa. Per quanto riguarda la figura degli agenti di cambio, si stabilì che potessero agire solo per conto della clientela e non in proprio. Pur ottenendo l'esclusiva di tutti gli scambi eseguiti alle grida, essi non videro riconosciuta la concentrazione in Borsa di tutti gli scambi, segnando così la strada di una lunga minorità rispetto ai borsini bancari. Nel 1925 gli agenti di cambio ricevettero la qualifica di pubblici ufficiali e nel 1932 il loro Sindacato mutò denominazione in Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori.

Negli anni tra le due guerre i mercati di borsa italiani e quelli internazionali subirono forti oscillazioni con fasi di euforia rialzista e drammatici ribassi. Alla fine della Prima guerra mondiale vi fu una forte ripresa dei corsi e dei volumi scambiati che durò sino alla crisi del '29. Con i primi anni '30 l'intervento dello stato in salvataggio del sistema creditizio portò alla cancellazione dei titoli bancari dal listino che ricomparirono solo nel 1956 con la quotazione di Mediobanca. Nella seconda metà del decennio le necessità finanziarie del regime a causa delle spese militari drenarono molte risorse dal mercato azionario. L'entrata in guerra e lo stato di emergenza portarono la

---

### 3. Il Contesto Italiano

nominatività obbligatoria dei titoli azionari. Dal 1942 al 1945 la Borsa continuò a funzionare in misura drasticamente ridotta, anche sotto i bombardamenti.

#### ***3.3.1.4 Post Seconda guerra mondiale (1946-1962)***

Dopo la ricostruzione postbellica, nel volgere di pochi anni l'attività riprese a pieno ritmo e per tutti gli anni '50 si ebbe una lunga fase espansiva in cui la forte crescita dei corsi azionari accompagnava il generale boom dell'economia italiana. Il numero delle società quotate rimase sostanzialmente invariato e tra queste crebbero i settori assicurativo, finanziario ed elettrico. In questa fase iniziarono ad essere quotate le holding accanto alle società operative controllate attraverso partecipazioni incrociate.

Nel 1956 furono proposte dal ministro delle Finanze, Roberto Tremelloni, nuove norme tributarie che imponevano agli intermediari di borsa la comunicazione quotidiana di tutti i contratti a termine conclusi. Le proteste degli agenti di cambio furono immediate e paralizzarono l'attività per qualche mese. L'obbligo venne aggirato introducendo una forma di contratto per contanti a liquidazione differita, che venne definitivamente approvata nel 1958.

#### ***3.3.1.5 Dagli anni '60 agli anni '90***

Con i primi anni '60 il ciclo di espansione economica rallentò: la crescita dell'inflazione e l'andamento negativo della bilancia dei pagamenti portarono

---

### 3. Il Contesto Italiano

un'inversione di tendenza mentre l'intervento crescente dello stato nell'economia agì come un fattore depressivo sulla borsa.

I beni rifugio come i titoli di stato e del reddito fisso acquisirono peso rispetto al mercato azionario. La nazionalizzazione dell'industria elettrica portò alla cancellazione dal listino di alcuni tra i titoli più scambiati; altri furono interessati da processi di concentrazione finanziaria, come la fusione Edison-Montecatini del 1966.

#### ***3.3.1.6 La legge del 1974 e l'istituzione della Consob***

Con l'inizio degli anni '70 la borsa perse quasi completamente la propria funzione di finanziamento della crescita industriale.

Il risparmio venne sempre più dirottato verso il fabbisogno pubblico, sostenuto da alti tassi di interesse e l'attività sui titoli azionari si ridusse a passaggi dei pacchetti di controllo e a operazioni di puro carattere speculativo.

In questo contesto, per ovviare alla crisi di trasparenza del mercato, la legge 7/6/1974 n. 216 introdusse per le società quotate i primi obblighi di pubblicità dei bilanci e di informazione societaria e istituì un nuovo organo di controllo: la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob). Gli anni '70 furono anche gli anni in cui la piazza milanese acquisì un peso sempre maggiore nel quadro della rete nazionale delle Borse valori.

Gli istituti bancari, principali motori dell'operatività delle Borse italiane, si dotarono di strumenti per la gestione centralizzata degli ordini e iniziarono a convogliare tutte le operazioni presso un'unica sede, nella maggior parte dei casi

---

### 3. Il Contesto Italiano

a Milano. Da allora le altre nove Borse poterono contare solamente sulla clientela privata e sulle più piccole banche locali.

Tra la seconda metà degli anni '70 e i primi anni '80 vennero presi provvedimenti per contrastare un clima economico italiano e internazionale poco favorevole. Nel 1977 l'indice raggiunse i minimi storici dal dopoguerra. Per rivitalizzare gli scambi fu adottato allora il sistema del credito d'imposta che pose fine alla doppia tassazione dei redditi e nello stesso anno fu istituito ufficialmente il Mercato ristretto per ampliare l'offerta dei titoli negoziabili. Ancora nel 1983 la legge n. 169 introdusse nuove agevolazioni fiscali (esenzione d'imposta per le plusvalenze realizzate in fase di cessione) volte a incentivare gli investimenti finanziari.

Il 1985 portò un altro elemento di novità con la legge n. 281 del 4 giugno che, dopo oltre dieci anni di esitazioni e paralisi, rinforzò il ruolo della Consob nella regolamentazione del mercato azionario, attribuendo alla commissione la "personalità di diritto pubblico" e la piena autonomia dal governo come autorità indipendente. Nel corso della seconda metà degli anni '70 la piazza milanese assunse una crescente visibilità all'interno degli organismi borsistici internazionali. Il presidente del Comitato direttivo fu chiamato alla guida della Federazione internazionale delle Borse valori, organismo che raggruppava le principali Borse mondiali. Il Comitato milanese inoltre promosse tra le Borse europee la nascita della Federazione europea delle borse che rispondeva più specificamente alle esigenze e alle problematiche dei mercati europei. Una consistente ripresa del mercato si registrò a partire dal 1983, quando vennero costituiti i primi fondi comuni di investimento di diritto italiano.

---

### 3. Il Contesto Italiano

I fondi comuni di diritto lussemburghese erano attivi già dalla metà degli anni '60, ma l'istituzione di quelli italiani ebbe un duplice effetto benefico sulla borsa. In primo luogo, i fondi procedettero a massicci acquisti di titoli per costituire i propri portafogli, con positivi effetti sulle quotazioni. Inoltre, l'offerta di questi nuovi strumenti di investimento raggiunse un bacino di risparmiatori molto più ampio di quello che operava direttamente sul mercato azionario.

#### ***3.3.1.7 La telematizzazione degli scambi***

La legge 2/1/1991 n.1, entrata in vigore il primo Gennaio del 1992 diede inizio ad un periodo di intense trasformazioni del mercato. In seguito allo scioglimento dei Comitati direttivi, furono costituiti il Consiglio di borsa a Milano, il quale aveva la funzione di rappresentare le componenti del mercato e unificare le contrattazioni sul piano nazionale, le Sim (Società di intermediazione mobiliare) le quali erano autorizzate ad agire sia per conto di terzi che per conto proprio. La legge, inoltre, impose che gli scambi in borsa fossero concentrati come luogo virtuale degli operatori, ai quali erano consentite le contrattazioni e non più come luogo fisico. Il Consiglio di borsa venne incaricato di completare il processo di trasformazione del mercato, non solo sul piano istituzionale, ma anche sul piano operativo. Il passaggio degli scambi dalla contrattazione gridata alla piattaforma telematica venne completato tra il 1992 e il 1994. Negli anni seguenti proseguì anche il processo di dematerializzazione, al termine del quale gli scambi di titoli

---

### 3. Il Contesto Italiano

si ridussero a semplici operazioni contabili tra le posizioni dei contraenti aperte presso la società depositaria.

Le nuove forme della contrattazione aprirono a loro volta più efficaci possibilità tecniche di integrazione tra i mercati mobiliari internazionali e di circolazione di nuovi prodotti finanziari. Dopo la metà degli anni '90 l'attenzione a questi temi si sviluppò e anche il Consiglio di borsa prese ad analizzare le nuove prospettive di convergenza internazionale.

#### ***3.3.1.8 La privatizzazione del mercato***

A partire dal 1992, con la privatizzazione delle partecipazioni statali, il mercato italiano ricevette un'energica iniezione di liquidità che contribuì all'aumento della capitalizzazione.

Lo stato procedette in questi anni alla collocazione in borsa di alcuni colossi pubblici non quotati, quali Ina ed Eni, e alla vendita di larghe quote di società già iscritte al listino come le principali banche nazionali (Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano). L'ultimo atto della riforma è stata la privatizzazione del mercato, con il passaggio della gestione da un soggetto ancora pubblico, il Consiglio di borsa, ad un soggetto privato in forma di società per azioni, la Borsa Italiana, partecipata dai principali istituti di credito italiani. Il carattere imprenditoriale dell'organizzazione dei mercati, la concorrenza tra i mercati domestici e internazionali, la separazione tra attività di vigilanza e funzioni di regolamentazione sono diventati i cardini di una struttura che ha progressivamente avvicinato il nostro mercato agli standard internazionali più

---

### 3. Il Contesto Italiano

avanzati.

La nuova società per azioni, nata nel 1998, ha sviluppato i mercati regolamentati, massimizzandone liquidità, trasparenza e competitività, ha costruito un accesso ai mercati internazionali, ed ha perseguito l'efficienza gestionale e la remunerazione del capitale. Inoltre, nel corso 2007, si è concretizzata l'integrazione della Borsa Italiana con il London Stock Exchange, e ha rappresentato allo stesso tempo un punto di arrivo e un punto di partenza nello sviluppo del sistema economico e finanziario italiano.

La complementarità dei modelli di sviluppo, sia sotto il profilo organizzativo che sotto quello dei prodotti e dei clienti, ha rappresentato un'opportunità unica per la creazione del principale mercato in Europa e protagonista sul piano globale.

Nel 1998 venne, anche, introdotto il Testo Unico della, che raccoglie come già spiegato in precedenza, la disciplina della sollecitazione, dell'Opa, dell'intermediazione mobiliare e dei mercati regolamentati, dell'*insider trading*, prima sparse fra diverse leggi. In particolare, le modifiche di maggiore importanza riguardano la privatizzazione dei mercati regolamentati e la possibilità di accesso diretto in borsa per le banche. Relativamente alle società quotate, il TUF si limita a ridefinire il ruolo e i compiti del collegio sindacale, a modificare le procedure di funzionamento delle assemblee societarie, a rendere possibile l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte di un gruppo qualificato di soci e a introdurre una disciplina organica delle deleghe di voto. Inoltre, risultarono importanti per lo sviluppo del mercato di borsa, gli



---

### 3. Il Contesto Italiano

sforzi di razionalizzazione delle norme fiscali in materia societaria e di redditi da capitale.

#### ***3.3.1.9 Gli anni 2000: scandali, bolle e crisi finanziaria***

Durante gli anni 1998-2000 si assistette ad un periodo nuovamente positivo per il mercato azionario, grazie sia alla fase espansiva del ciclo economico sia alla “dot-com mania” che portò a una bolla delle quotazioni dei titoli tecnologici, riguardanti l’uso di internet e delle tecnologie informatiche. Tale euforia, portò alla nascita, in Italia e nei principali paesi europei, di mercati borsistici specializzati nella quotazione di imprese innovative di piccole e medie dimensioni e il numero di società quotate sul listino della borsa di Milano fece un altro significativo salto dimensionale. Agli inizi del 2001 scoppiò la bolla delle quotazioni dei titoli tecnologici che portò a un crollo del valore reale delle azioni. Nel 2002 fu introdotta l’euro come moneta unica, con effetti positivi. Tuttavia, tali benefici furono oscurati da una serie di scandali societari. Negli Usa i casi Enron e Worldcom, mentre in Italia Cirio e Parmalat coinvolsero una serie di piccoli risparmiatori che avevano esposizioni derivanti prevalentemente dal possesso di obbligazioni di tali società. Proprio il forte sviluppo del mercato obbligazionario innescato dall’introduzione dell’euro aveva infatti permesso a Cirio e Parmalat di collocare ingenti prestiti

---

### 3. Il Contesto Italiano

obbligazionari presso investitori professionali sul mercato internazionale (in esenzione quindi dalle norme sul prospetto e la sollecitazione); molti di questi titoli furono tuttavia poi rivenduti agli investitori *retail* italiani. Questi scandali scaturirono una nuova riflessione sull'assetto della regolazione delle società quotate che in Italia portò, con la cosiddetta «legge sul risparmio» (l. 262/2005), ad affrontare in maniera sistematica alcuni importanti temi di *corporate governance* e controlli societari che non erano stati toccati in occasione dell'emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998.

Dal 2003 alla fine del 2006 si assistette ad una nuova fase positiva del mercato azionario, ma nel 2007 si assiste allo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti, determinando il fallimento di alcune delle maggiori banche di investimento americane e poi una crisi finanziaria che ha portato alla più severa recessione economica dal dopoguerra.

Ne sono seguite nazionalizzazioni e salvataggi bancari negli Usa e in molti paesi europei che hanno portato a una espansione del debito pubblico, con conseguenze che si avvertono ancora oggi, e a un significativo calo del numero di società quotate e delle relative capitalizzazioni di mercato.

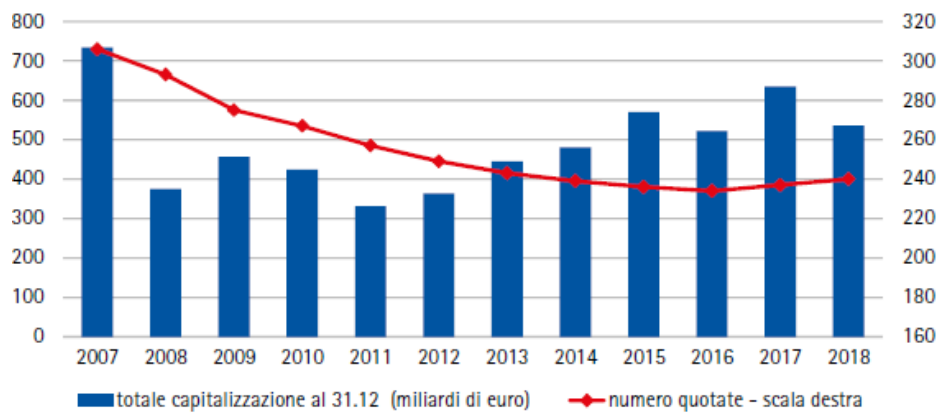
Infatti, mentre a fine 2007 le società italiane quotate erano 301 e la capitalizzazione di mercato aveva raggiunto il 48% del PIL, a seguito della crisi finanziaria si è assistito ad una riduzione fino a 242 società quotate

---

### 3. Il Contesto Italiano

nel 2018 sul mercato MTA e una capitalizzazione di mercato di 543 miliardi di euro, pari al 33,% del PIL.

Figura 7: Capitalizzazione e società quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

### **3.3.2 L'evoluzione della Corporate Governance nelle società quotate italiane**

In Italia, a partire dagli anni '90, il quadro giuridico ed economico italiano relativo ai mercati finanziari ha subito importanti sviluppi in seguito all'ondata di privatizzazioni e alla percezione che le inefficienze e problemi dei mercati fosse in gran parte correlata all'insufficiente protezione degli investitori (Laporta et al., 1998). Per risolvere tali problematiche, in questo periodo sono state emanate diverse riforme: è stata approvata una nuova legge bancaria nel 1993, è cresciuta l'importanza degli investitori istituzionali, la Borsa è stata privatizzata, è stato emanato il TUF nel 1998, ed introdotto un codice di Corporate Governance (con due successive revisioni nel 2005 e 2010). Inoltre, nel 2005 è stata emanata la "legge sul risparmio" con l'obiettivo di aumentare la protezione degli azionisti ed è stato stabilito un codice di disciplina e autodisciplina delle remunerazioni nel 2010. In aggiunta, al fine di garantire più libertà per il mantenimento del controllo, nel 2015 è stato introdotto l'utilizzo di voto maggiorato e plurimo.

Gli effetti scaturiti dal quadro di riforme comprendono:

- maggiore potere per gli azionisti. Ad esempio, è stato più semplice l'esercizio del diritto di voto; è stata ridotta la soglia per l'esercizio dei diritti degli azionisti di minoranza;
- maggiore chiarezza e trasparenza nella divulgazione delle informazioni riguardanti la società;

---

### 3. Il Contesto Italiano

- maggiore indipendenza per il consiglio di amministrazione. Ad esempio, limiti ai seggi dei consiglieri di amministrazione dei membri del CdA, minoranze rappresentate nel consiglio di amministrazione e nel comitato di revisione, maggiore ruolo per il comitato di revisione.

Tutti questi cambiamenti, che hanno contribuito a migliorare il quadro istituzionale italiano rispetto agli standard internazionali, avrebbero dovuto influenzare profondamente la struttura di governance delle società italiane.

In questo periodo, è stata, tuttavia, evidenziata, una scarsa incidenza delle riforme normative e dell'autodisciplina sulla crescita del mercato e tra gli effetti, in generale, si segnalano: un minor utilizzo di strumenti per garantire il controllo (piramidi e patti di sindacato), minore spazio per i conflitti di interesse e allineamento a best practice internazionali, maggior presenza di investitori internazionali.

Sulla base delle informazioni rese disponibili dalla Consob tramite le Relazioni annuali e i rapporti annuali sulla Corporate Governance, verrà di seguito analizzata l'evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate in seguito al quadro di modifiche legislative e di riforme emanate negli ultimi venti anni riguardanti la Corporate Governance, in modo tale da verificare, in particolare, gli effetti che l'emanazione del TUF, del codice di Corporate Governance e delle successive riforme hanno avuto sulla variazione degli assetti proprietari delle società quotate.

Dall'analisi dell'ultimo Rapporto sulla corporate governance pubblicato dalla Consob, risulta che alla fine del 2017, la Borsa Italiana (Mercato telematico

---

### 3. Il Contesto Italiano

azionario, MTA) conta 231 società quotate nazionali, con una capitalizzazione di 543 miliardi di euro. Quasi un'impresa su due opera nel settore industriale, mentre le restanti sono equamente distribuite sui settori finanziario e dei servizi

Tabella 5: Capitalizzazione di mercato delle società quotate italiane per settore

	companies		capitalisation <sup>1</sup>			
	no.	%	mean	median	total	%
financial	52	22.5	3,431	658	178,421	32.9
industrial	125	54.1	1,731	245	216,489	39.9
services	54	23.4	2,740	323	148,009	27.3
<i>total</i>	<i>231</i>	<i>100.0</i>	<i>2,350</i>	<i>298</i>	<i>542,919</i>	<i>100.0</i>

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

#### 3.3.2.1 Concentrazione proprietaria e Modelli di controllo

La staticità degli assetti proprietari nelle società quotate italiane riflette fattori strutturali e culturali, presenti anche nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, legati a una diffusa resistenza da parte dei soggetti che controllano le società quotate ad accettare diluizioni delle proprie quote di proprietà che possano compromettere la stabilità del controllo. In tale contesto, per le società italiane è da rilevare, in particolare, lo scarso rilievo di due fattori che negli altri paesi hanno favorito la diffusione della proprietà: l'entrata di nuove società sul mercato, per le quali di solito si registra un più esteso ricorso alla raccolta di capitale di rischio per finanziare accelerazioni del loro processo di crescita; la realizzazione di operazioni di acquisizione di società quotate attraverso offerte

---

### 3. Il Contesto Italiano

pubbliche di scambio, che comportano, qualora abbiano successo, una diluizione delle quote di proprietà nella società offerente. Riguardo al primo fattore, benché si sia registrato soprattutto nella seconda metà degli anni '90 un aumento del numero di nuove ammissioni a quotazione, queste hanno riguardato, con l'eccezione delle società oggetto di operazioni di privatizzazione, soprattutto società di dimensioni medio piccole che non hanno inciso in maniera sostanziale sul grado di concentrazione proprietaria complessiva del mercato.

La diffusione della proprietà a cui si assiste dopo il 1996, è da ascrivere al processo di privatizzazione avvenuto negli anni 1997 e 1998 che hanno coinvolto società di grandi dimensioni, con effetti rilevanti sul grado di concentrazione proprietaria. Successivamente l'aumento della diffusione proprietaria è stato però riassorbito, a causa dei successivi processi di riaggregazione del controllo, avvenuti nel 1999, che ha visto l'acquisizione del controllo da parte di un singolo azionista di alcune grandi società quali Telecom, Comite e Ina., che hanno provocato un aumento della concentrazione proprietaria, dal momento che la maggior parte delle principali società privatizzate ad azionariato diffuso sono state oggetto di successive acquisizioni che hanno portato in alcuni casi al loro delisting o alla determinazione di un assetto di controllo fortemente concentrato.

Analizzando i dati sull'evoluzione sia dei modelli di controllo che della concentrazione proprietaria che hanno caratterizzato gli anni tra il 1996 e il 2000, si può, infatti, notare che l'aumento della dispersione delle quote detenute da azionisti rilevanti è accompagnata da una più accentuata riduzione della concentrazione proprietaria complessiva delle società quotate. Infatti, la quota

---

### 3. Il Contesto Italiano

media ponderata (tabella 7) detenuta dal primo azionista si è ridotta dal 50,4% al 33,8% tra il 1996 e il 1998, mentre la quota del mercato è aumentata rispetto al 1996 dal 38,9 al 55,3%. Questo dato, appunto, segnala che oltre la metà della capitalizzazione di borsa è stata diffusa sul mercato, mentre negli anni precedenti tale quota oscillava intorno al 40%. Nel 1999 si è, invece, arrestata la tendenza, rilevata durante gli anni precedenti, alla progressiva riduzione della concentrazione proprietaria, in seguito ai processi di riaggregazione del controllo che hanno interessato alcune società di grandi dimensioni coinvolte nel processo di privatizzazione e hanno provocato un aumento della concentrazione proprietaria. La quota di capitale detenuta dal mercato è, infatti, scesa dal 55,3% nel 1998 al 47,6% nel 1999 ed è parallelamente aumentata la quota media del primo azionista, passata dal 33,8% al 44,2 per cento.

Nel corso degli anni successivi la struttura proprietaria e gli assetti di controllo delle società quotate hanno mostrato una sensibile attenuazione di alcune tra le loro principali caratteristiche strutturali, tradizionalmente rappresentate da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla ridotta contendibilità del controllo, che hanno storicamente contraddistinto il modello di corporate governance delle società quotate italiane. Benché tali caratteristiche continuino a essere ancora presenti in misura rilevante, a fine 2017 appare infatti rafforzata la tendenza emersa dalla fine degli anni '90, verso una maggiore diffusione proprietaria e assetti di controllo meno rigidi.

Vari fattori hanno concorso nel tempo a favorire tale rafforzamento. Ad esempio, a seguito dell'aumento della concentrazione a cui si è assistito tra il 1999 e il 2002, nel 2003, si sono verificate alcune operazioni di semplificazione



---

### 3. Il Contesto Italiano

di catene societarie all'interno di gruppi di grandi dimensioni che, attraverso la fusione di società poste a diversi livelli della catena, hanno comportato una importante diluizione della quota di proprietà degli azionisti rilevanti. Un altro elemento che ha favorito la riduzione della concentrazione è rappresentato da un lato l'uscita dal mercato, attraverso il delisting, di numerose società caratterizzate da un'elevata concentrazione proprietaria, e dall'altro un ridotto numero di nuove società quotate, che solitamente hanno una concentrazione più elevata della media. Infine, alcune tipologie di azionisti rilevanti hanno ridotto le loro partecipazioni di controllo, sotto la spinta della normativa e della continuazione del processo di privatizzazione. La conseguenza di questa evoluzione è stata un ritorno a livelli più bassi di concentrazione proprietaria. Infatti, nel corso del 2003, la quota media ponderata del primo azionista delle società quotate si è ridotta dal 40,7% del 2002 al 33,5% del 2003, mentre è ulteriormente aumentata la quota sia del mercato (da 51,2% nel 2002 a 54,9% nel 2003) sia degli altri azionisti rilevanti (da 8 a 11,6%).

Anche la contendibilità del controllo delle società quotate è aumentata nel 2003, sebbene in misura inferiore alla diffusione proprietaria, mostrando in particolare uno spostamento verso modelli di controllo coalizionali.

Nel corso del 2005 gli assetti proprietari delle società quotate hanno subito alcune variazioni di rilievo, collegate a operazioni di riassetto societario oltre che all'unica rilevante operazione di privatizzazione realizzata nell'anno (cessione di un ulteriore 9,4% dell'Enel).

Si è assistito, di conseguenza, a una diluizione della quota media del primo azionista e a un aumento delle quote degli altri azionisti rilevanti. In particolare,

---

### 3. Il Contesto Italiano

rispetto al 2004, la quota media del primo azionista è scesa dal 32,7 al 28,6%, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è cresciuta dal 13 al 15,5%. Nello stesso tempo si è ridotto fortemente il peso delle società controllate di diritto, mentre è aumentato il peso delle società non controllate o controllate di fatto. Dall'osservazione complessiva dei dati degli anni successivi fino al 2017 emergono solamente piccole variazioni. In particolare, per quanto riguarda la concentrazione proprietaria, i dati evidenziano una sostanziale stabilità nel lungo e nel breve periodo. Dal 2010 al 2018, la partecipazione media (considerando le medie semplici, figura 8) detenuta dal principale azionista è rimasta pressoché stabile (circa 47%) con un leggero aumento nell'ultimo anno (47,7%). Dopo una iniziale crescita dal 1998 (15%) al 2011 (18%), continua, invece, a ridursi la partecipazione media degli altri azionisti rilevanti (12% a fine 2017), mentre è complessivamente cresciuta la quota del mercato (40% del capitale a fine 2017).

Inoltre, relativamente ai modelli di controllo, sebbene si sia mantenuta una certa stabilità nel numero negli anni, osservando la percentuale di capitalizzazione del mercato, è possibile notare una netta riduzione delle società controllate di diritto nei primi dieci anni dell'intervallo di tempo considerato (seguita da una lenta ricrescita fino al 2017) in favore dell'aumento delle società controllate di fatto, cresciute da 12,8% nel 1998 a 48,8% nel 2017, cui segue una riduzione fino a 39,8% nel 2017, e della maggiore diffusione dell'azionariato (le società non controllate, come visto in precedenza, avevano dapprima aumentato il proprio peso tra il 1996 e il 1998, poi ridotto a seguito dei processi di riaggregazione successivi alla fase di privatizzazione, ed infine nuovamente cresciuto fino al 25,1% nel 2017).

#### ***3.3.2.2 Il declino dei patti parasociali***

Per quanto concerne, in particolare, i patti parasociali come strumento di mantenimento del controllo, si nota una crescita del loro utilizzo dal 1998 al 2010, adducibile alla fase di privatizzazione delle imprese, durante la quale si è assistito alla formazione di coalizioni per garantirsi il mantenimento del controllo. Gli interventi legislativi e la legge Draghi hanno regolato questo fenomeno, garantendo maggiore trasparenza e tutela per gli azionisti di minoranza. Dal 2010 alla fine del 2017, in seguito alla revisione del Codice di Corporate Governance avvenuta nel 2010, tuttavia, si è assistito ad una continua riduzione dell'utilizzo di tale strumento per separare proprietà e controllo rispetto agli anni precedenti. Sebbene, infatti, dal 1998 al 2010 si è assistito ad un aumento dei patti parasociali rispettivamente da 28 a 51 società, a fine 2017 si contano solamente 22 società, con un peso del 5,3% sulla capitalizzazione del mercato. Tra le possibili motivazioni di questo declino si potrebbe attribuire al crescente peso che diversi investitori istituzionali stanno acquisendo nel capitale delle società quotate, per cui i patti parasociali vengono considerati come una limitazione ad una corretta gestione della società. Di conseguenza l'attrattiva di nuovi capitali potrebbe essere messa a rischio dall'esistenza di patti di sindacato formalizzati con l'obiettivo di mantenere il controllo della società. Questo il più delle volte si è dimostrato un valido deterrente alla attuazione di tali patti, determinandone così nel corso degli anni un lento declino. Perciò la presenza dei patti parasociali nelle società quotate di questi anni, non è più indirizzato al mantenimento del controllo ma a regolare il comportamento dei soci.

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 6: Modello di controllo delle società quotate italiane nel tempo

	Controllate di diritto		Controllate di fatto		Controllate da patti		Società non controllate		Totale	
	numero	% mkt cap	numero	% mkt cap	numero	% mkt cap	numero	% mkt cap	numero	% mkt cap
1996	130	66.8	26	12.2	26	4.8	26	16.2	208	100
1997	122	48.1	28	12.4	27	6.3	28	33.2	205	100
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	33	39	216	100
1999	148	55	31	16.7	29	10.8	32	17.5	240	100
2000	141	51.4	34	18.5	24	9.6	38	20.5	237	100
2001	135	49.7	37	22.5	21	11.4	39	16.4	232	100
2002	142	46	37	28.4	20	10.2	32	15.4	231	100
2003	130	40.2	25	25.5	28	15.3	36	19	219	100
2004	134	32.7	22	27.2	26	15.1	37	25	219	100
2005	124	22.8	28	30.6	24	16.5	44	30.1	220	100
2006	128	22.8	25	29.1	26	22.3	44	25.8	223	100
2008	137	17,4	55	48,8	57	13,4	32	15,2	289	100
2009	135	16,5	50	38,3	57	15,1	29	25,7	279	100
2010	129	20,6	45	43,2	51	12,0	38	20,8	271	100
2010	128	20,6	53	43,0	51	12,4	38	24,0	270	100
2011	123	22,3	55	45,8	48	12,0	34	19,9	260	100
2012	125	22,8	49	44,0	42	10,1	35	23,1	251	100
2013	122	24,1	48	40,1	38	10,4	36	25,4	244	100
2014	116	25,0	51	36,8	32	9,6	39	28,5	238	100
2015	115	28,1	52	34,8	30	6,0	37	31,1	234	100
2016	116	27,2	53	43,6	29	6,5	32	22,6	230	100
2017	120	29,8	57	39,8	22	5,3	32	25,1	231	100

Fonte: Ricostruzione personale sulla base dei dati forniti dalle singole Relazioni annuali della Consob dal 1996 al 2018

---

### 3. Il Contesto Italiano

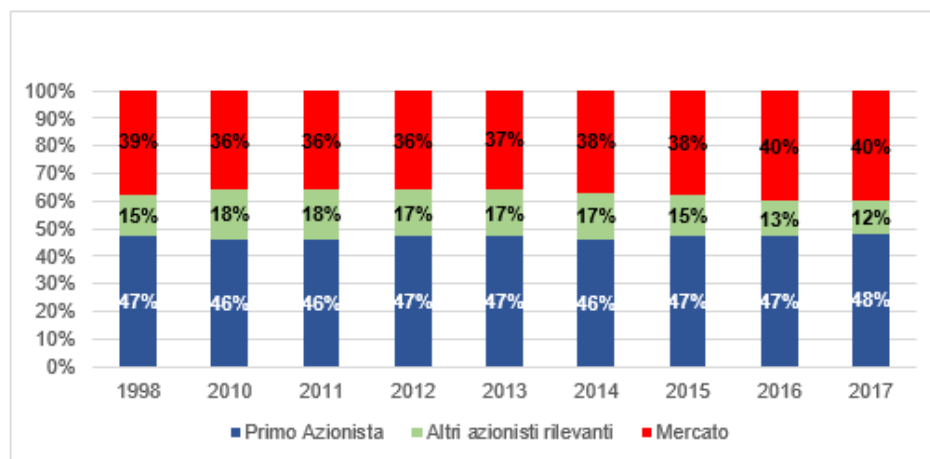
Tabella 7: Concentrazione proprietaria nelle società quotate italiane, medie ponderate

	<b>Primo azionista</b>	<b>Altri azionisti rilevanti</b>	<b>Mercato</b>
	<b>media ponderata</b>	<b>media ponderata</b>	<b>media ponderata</b>
1990	47,9	11,4	40,7
1996	50,4	10,7	38,9
1997	39	8	52,9
1998	33,8	9,7	55,3
1999	44,2	8,2	47,6
2000	44	9	46,6
2001	42	9	48,6
2002	41	8	51,2
2003	34	12	54,9
2004	33	13	54,3
2005	29	16	55,9
2006	28	15	57,3
2010	34	14	52,5
2011	36	11	52,9
2012	35	9	55,8
2013	35	10	55
2014	35	9	56,3
2015	34	10	56,5
2016	34	7	58,9
2017	35	7	57,9

Fonte: elaborazione personale sulla base delle Relazioni annuali della Consob  
Media ponderata: quota media ponderata in percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate

### 3. Il Contesto Italiano

Figura 8: Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane, medie semplici

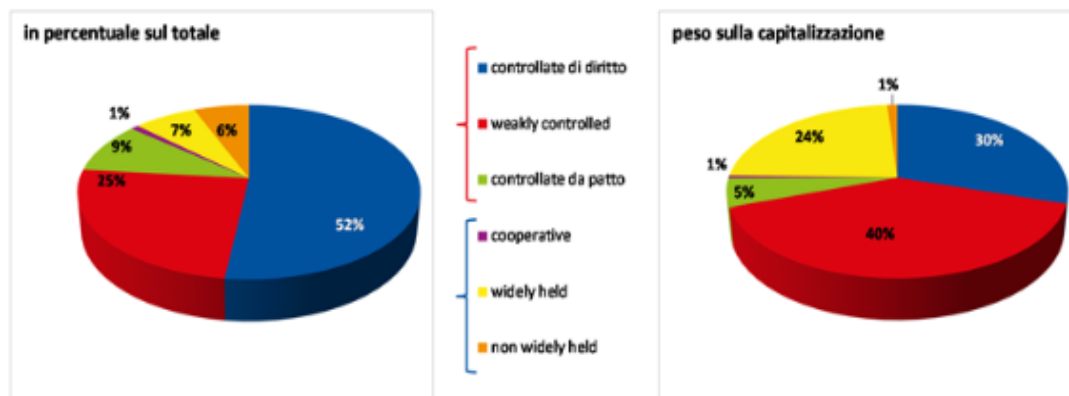


Fonte: Ricostruzione personale sulla base dei dati forniti dalle singole Relazioni annuali della Consob dal 1996 al 2018

In definitiva, per cui, dai dati osservati per l'ultimo anno, a fine 2017, la maggioranza delle società risulta controllata (199 aziende rappresentano l'86% del totale). In dettaglio, nel 77% circa dei casi un singolo azionista controlla la società, con una quota superiore alla metà del capitale (120 società controllate di diritto) o con una quota inferiore (57 società controllate di fatto).

### 3. Il Contesto Italiano

Figura 9: Modelli di controllo delle società quotate italiane a fine 2017



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

Tra le società non controllate, le società widely held continuano a crescere costantemente, dalle 11 del 2010 (4% del totale) alle 16 del 2017 e pur essendo poche (7%) hanno un peso rilevante sulla capitalizzazione (24%) mentre si osserva una riduzione del numero e peso delle società cooperative a seguito dell'emanazione della legge 33/2015 (rispettivamente da 8 nel 2010 a 2 nel 2017 e da 3,4% nel 2010 a 0,5% nel 2017).

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 8: Evoluzione delle società non controllate nel tempo, per tipologia

	cooperative companies		widely held <sup>a</sup>		non-widely held <sup>b</sup>	
	no.	% market cap <sup>c</sup>	no.	% market cap <sup>c</sup>	no.	% market cap <sup>c</sup>
1998	10	3.1	10	24.1	13	11.5
2010	8	3.4	11	20.3	19	0.3
2011	8	3.2	8	16.4	18	0.3
2012	8	3.2	10	19.2	17	0.7
2013	8	3.3	10	21.6	18	0.5
2014	8	4.0	13	24.0	18	0.5
2015	7	3.2	15	27.3	15	0.6
2016	4	1.3	14	20.6	14	0.7
2017	2	0.5	16	23.5	14	1.1

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

#### 3.3.2.3 Identità dell'agente di controllo

Al fine di descrivere l'evoluzione nel tempo dell'identità del soggetto controllante delle società quotate, sono state utilizzate due differenti riclassificazioni: la prima per gli anni 1996-2002, la seconda per gli anni compresi tra il 2012 e il 2017, mentre per l'intervallo di tempo compreso tra i due periodi, la Consob non ha pubblicato, all'interno delle sue relazioni annuali, informazioni a riguardo.

Tra il 1996 e il 2002, Il principale elemento evolutivo è rappresentato dalla forte diminuzione del peso dello Stato come azionista, ridottosi negli anni 1997 e 1998, per effetto delle operazioni di privatizzazione, attribuibile quasi esclusivamente alla perdita del controllo da parte dello Stato su due società (Telecom e di conseguenza Tim) che ha portato la quota di capitalizzazione



### 3. Il Contesto Italiano

controllata dal 45% al 15,6% nel 1998 (risalita nel 2002 al 26,4%) in seguito ai successivi processi di riaggregazione del controllo. Durante tale periodo, si osservano, inoltre, l'aumento del peso della Società di capitali (da 15,1% nel 1996 a 28,7% nel 2002) divenuto il soggetto controllante principale, dovuto al ruolo particolarmente attivo che svolto nelle operazioni di acquisizione del controllo realizzatesi nel 1999, la progressiva crescita sia nel numero che nel peso delle persone fisiche (rispettivamente da 45 nel 1996 a 64 nel 2002 e da 6,4% a 7,5%), e una riduzione complessiva per gli investitori istituzionali (rappresentate da banche, fondazioni e assicurazioni), mentre sono aumentati nel numero (da 17 nel 1996 a 24 nel 2002) i soggetti esteri, i quali hanno mantenuto il peso stabile al 4%.

Tabella 9: società quotate in borsa per tipologia di soggetto controllante

TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE								
	PERSONA FISICA	BANCHE	FONDAZIONI	ASSICURAZIONI	SOCIETÀ DI CAPITALI	SOGGETTI ESTERI	STATO E ENTI LOCALI	TOTALE CONTROLLATE
	<b>NUMERO</b>							
1996	45	12	5	2	54	17	21	156
1997	42	9	5	3	55	18	17	149
1998	51	12	5	3	52	21	15	159
1999	53	15	6	2	60	26	17	179
2000	53	12	6	4	53	31	16	175
2001	54	11	6	2	49	33	17	172
2002	64	12	5	1	49	24	18	173
	<b>PESO<sup>1</sup></b>							
1996	6,4	2,7	3,6	2,2	15,1	4,0	45,0	79,0
1997	5,4	4,2	2,4	2,3	25,2	3,0	18,0	60,5
1998	4,6	4,1	2,4	2,6	21,5	3,1	15,6	53,9
1999	6,0	5,5	2,8	1,4	32,8	4,4	18,7	71,6
2000	5,3	6,1	2,2	3,7	29,7	4,4	18,5	69,9
2001	5,4	3,8	2,9	1,8	32,1	3,8	22,4	72,2
2002	7,5	2,9	2,7	1,4	28,7	4,0	26,4	73,6

Fonte: Relazione annuale, Consob, 2002.

Peso in percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società.

---

### 3. Il Contesto Italiano

Osservando, invece, la diversa riclassificazione pubblicata dalla Consob nel 2018, relativa all'*ultimate controlling agent*, ossia l'agente di controllo finale, il modello di controllo dominante risulta essere quello di tipo familiare ( modello presente, a fine 2017, in 145 società quotate, che rappresentano il 33,5% della capitalizzazione di mercato (in aumento rispetto al 26,4% nel 2012).

Lo Stato e altri enti locali sono presenti in 23 società con il 34% della capitalizzazione di mercato (in continua riduzione rispetto al 41,7% nel 2012); risultano in aumento le società in cui l'azionista di controllo è un'entità finanziaria (passate da 9 nel 2012 a 14 casi nel 2017, principalmente piccole imprese), mentre in riduzione quelle miste (20 nel 2012 con una percentuale di capitalizzazione del 6,8%, 7 nel 2017 con una percentuale del 2,6% ). Infine nessun agente di controllo definitivo può essere identificato in 42 società (48 el 2012), pari al 30% del valore di mercato (24,5% nel 2012), essendo queste società non controllate o controllate da un agente non controllato

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 9: Identità dell'agente di controllo finale (UCA) nelle società quotate italiane

	families			State and local authorities			financial institutions			mixed <sup>1</sup>			no UCA <sup>2</sup>		
	no.	weight <sup>3</sup>	% market cap <sup>4</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% market cap <sup>4</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% market cap <sup>4</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% market cap <sup>4</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% market cap <sup>4</sup>
2012	152	60.6	26.4	22	8.8	41.7	9	3.6	0.6	20	8.0	6.8	48	19.1	24.5
2013	149	61.1	29.7	21	8.6	34.7	9	3.7	0.7	16	6.6	7.2	49	20.0	27.8
2014	145	60.9	27.7	19	8.0	32.2	11	4.6	0.9	16	6.7	7.5	47	19.7	31.7
2015	143	61.1	29.2	19	8.1	30.4	10	4.3	0.9	14	6.0	3.6	48	20.5	35.9
2016	146	63.5	33.3	21	9.1	35.9	10	4.3	0.8	12	5.2	3.6	41	17.8	26.5
2017	145	62.8	33.5	23	10.0	34.0	14	6.1	0.9	7	3.0	2.6	42	18.2	29.0

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018.

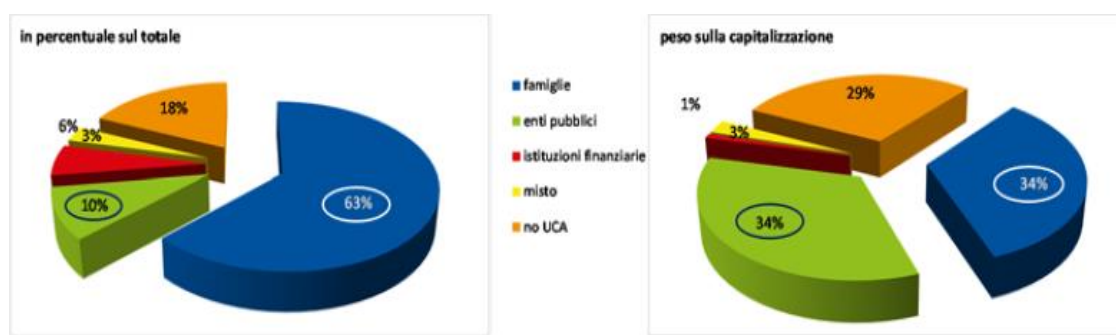
Mixed: società non incluse in nessuna delle precedenti (es: società controllate sia da società familiari che da istituzioni finanziarie).

No UCA (non-controlled companies): società non controllate (es.: società cooperative, widely held, and non-widely held) and società controllate da una società non controllata

Weight: numero di società in percentuale del totale del numero di società

% Market cap: valore di mercato delle azioni ordinarie delle società in percentuale della capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie di tutte le società

Figura 10: Identità dell'azionista di controllo delle società quotate italiane a fine 2017



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

#### ***3.3.2.4 Il ruolo degli Investitori Istituzionali***

Un ulteriore aspetto strutturale analizzato riguarda la presenza di investitori istituzionali nelle società quotate italiane. In base alla teoria dell'agenzia la presenza di investitori istituzionali contribuisce ad effettuare una azione di monitoring che dovrebbe ridurre i costi di agenzia, per cui la loro figura assume un ruolo rilevante all'interno delle società.

Considerando i principali investitori istituzionali come fondi di investimento, banche e compagnie assicurative soggetti agli obblighi di segnalazione secondo le norme Consob e le cui partecipazioni azionarie sono inferiori al 10% (nella classificazione in tabella 10, gli investitori che detengono più del 10% del capitale di una società non sono classificati come istituzionali. Inoltre, per garantire la comparabilità dei dati nel tempo, i dati 2010-2015 sono stati ricalcolati sulla base della soglia del 3%, alla luce del decreto legislativo n. 25 del 15 febbraio 2016 con il quale è stato aumentato dal 2% al 3% la soglia per l'informativa iniziale sulla proprietà), dai dati risulta che, a fine 2017, almeno un investitore istituzionale è presente nel 26% delle società (60 imprese) e con una quota media di capitale pari al 7,7%. Il dato, in netto calo rispetto al 2010 e in linea con l'evidenza registrata nel 2016, conferma da un lato la riduzione della presenza di investitori istituzionali italiani e dall'altro l'aumento della presenza di quelli esteri. Infatti, gli investitori istituzionali italiani sono i principali azionisti di 12 società, il valore più basso mai registrato dal 2010. Nello stesso periodo, la cifra è sostanzialmente cresciuta per gli investitori istituzionali

### 3. Il Contesto Italiano

stranieri, presenti come principali azionisti in 51 società (il suo massimo è stato raggiunto nel 2014 con 55 aziende ; Tabella 10).

Tabella 10: Principali partecipazioni di investitori istituzionali nelle società quotate italiane

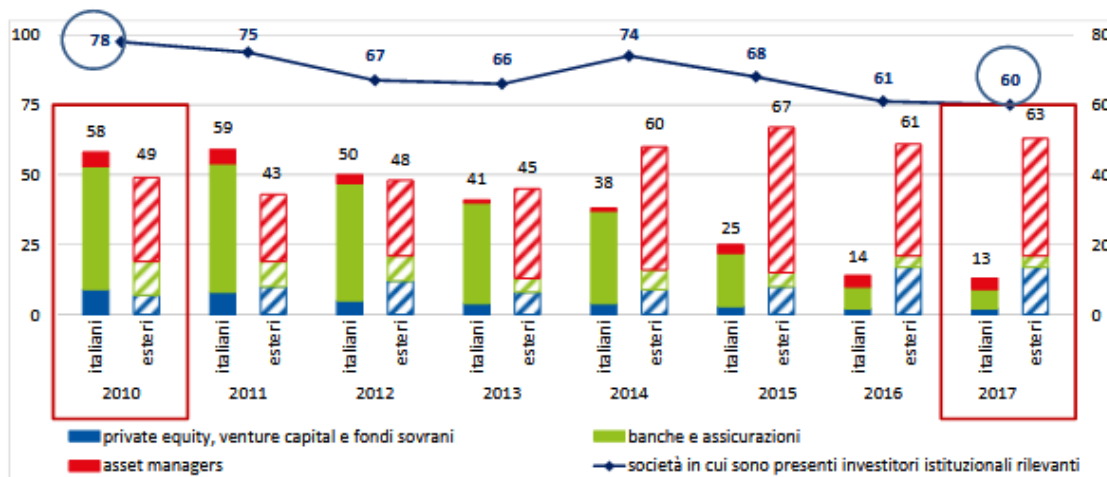
	at least one institutional investor			at least one Italian institutional investor			at least one foreign institutional investor		
	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>
2010	78	28.9	8.0	47	17.4	6.8	39	14.4	7.7
2011	75	28.8	7.7	48	18.5	6.7	36	13.8	7.1
2012	67	26.7	8.5	39	15.5	7.0	38	15.1	7.9
2013	66	27.0	7.7	32	13.1	6.9	41	16.8	7.0
2014	74	31.1	7.7	27	11.3	7.6	55	23.1	6.6
2015	68	29.1	7.9	18	7.7	7.8	53	22.6	7.5
2016	61	26.4	7.5	14	6.1	6.9	50	21.6	7.2
2017	60	26.0	7.7	12	5.2	7.6	51	22.1	7.3

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018.

Nell'ultimo decennio, le principali partecipazioni possedute da banche e compagnie assicurative, in particolare quelle italiane, sono diminuite, mentre la tendenza opposta vale per la proprietà di asset manager e private equity, capitali di rischio e fondi sovrani stranieri (figura 11).

### 3. Il Contesto Italiano

Figura 11: Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

#### 3.3.2.5 Gruppi piramidali

Rispetto al 1998 le società quotate fanno meno ricorso a strumenti che determinano una separazione tra proprietà e controllo.

Tra gli effetti scaturiti dalle riforme normative, che hanno come filosofia di fondo la protezione degli azionisti di minoranza e la strutturazione della governance, vi è stata anche la riduzione della presenza di gruppi piramidali.

Dai dati, si può, infatti, notare che dal 1998 al 2017 è ampiamente diminuita la percentuale di imprese parte di gruppi piramidali o misti (dal 44% al 18,6% di fine 2017). Nel complesso, i dati sono piuttosto stabili rispetto all'anno precedente, poiché la riduzione della percentuale di imprese nei gruppi piramidali è compensata dall'aumento della percentuale di imprese appartenenti alla parte verticale di un gruppo misto. I gruppi piramidali sono composti

---

### 3. Il Contesto Italiano

principalmente da grandi aziende, che rappresentano il 36,9% del valore totale di mercato.

*Tabella 10: separazione tra proprietà e controllo nelle società quotate italiane appartenenti a gruppi piramidali o misti*

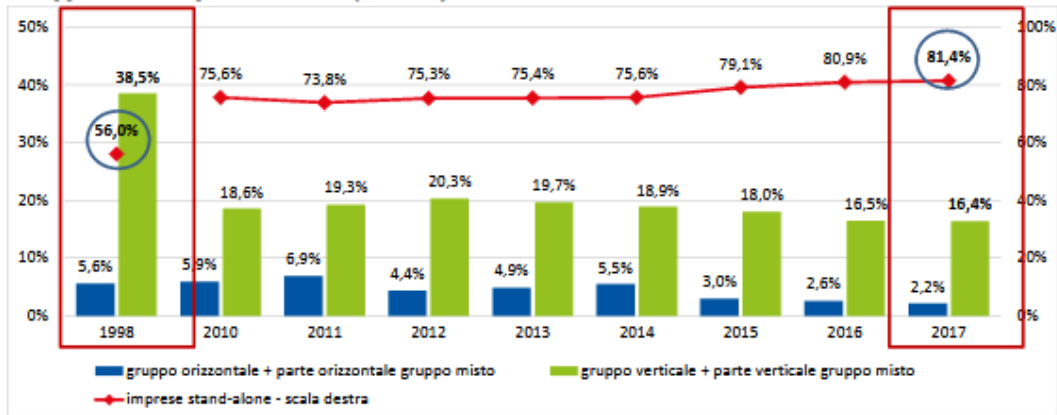
	companies belonging to pyramidal or mixed groups			leverage			wedge <sup>1</sup>		
	mean	min	max	mean	min	max	mean	min	max
1998	3.3	2.0	6.0	3.5	1.0	24.7	24.2	0.0	70.8
2010	2.9	2.0	5.0	1.9	1.0	6.5	16.8	0.0	65.7
2011	3.1	2.0	5.0	2.2	1.0	11.6	17.1	0.0	65.7
2012	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	13.0	17.9	0.0	65.7
2013	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	15.1	16.9	0.0	65.7
2014	2.9	2.0	5.0	1.8	1.0	6.8	15.9	0.0	66.3
2015	2.8	2.0	5.0	1.6	1.0	4.2	12.8	0.0	51.5
2016	2.8	2.0	5.0	1.7	1.0	5.8	13.6	0.0	49.7
2017	2.9	2.0	5.0	1.6	1.0	5.8	12.3	0.0	56.7

*Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018*

Inoltre, si nota che in media, circa tre aziende appartengono a un gruppo verticale. Il grado di separazione tra proprietà e controllo raggiunto attraverso queste strutture può essere misurato dal rapporto (la cosiddetta leva finanziaria) o dalla differenza (il cosiddetto cuneo) tra le unità di capitale controllate sulla base dei diritti di voto nelle assemblee ordinarie degli azionisti e le quote di capitale possedute sulla base dei diritti di flusso di cassa relativi all'azionista di controllo. La continua riduzione del grado di separazione tra proprietà e controllo è confermata da tali indicatori. Infatti, alla fine del 2017, la leva media è di 1,6, mentre la differenza tra diritti di voto e diritti al cash flow è di circa il 12,3%, evidenziando una continua riduzione della separazione tra proprietà e controllo.

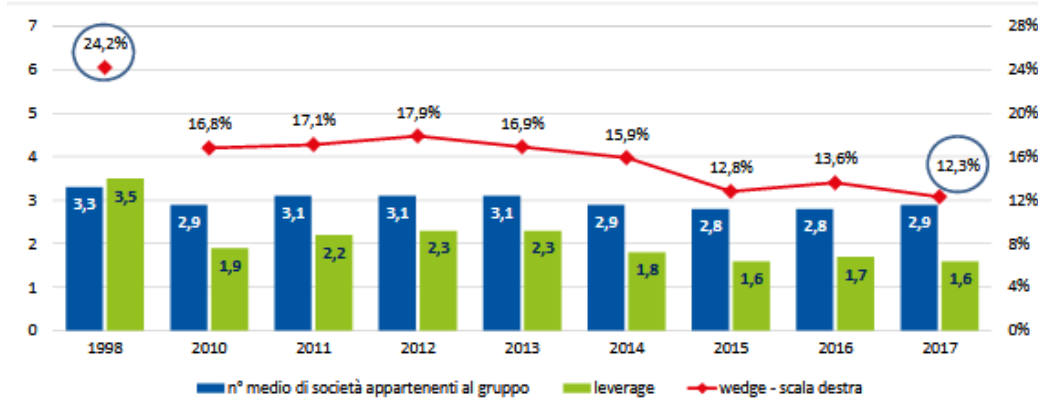
### 3. Il Contesto Italiano

Figura 12: Separazione tra proprietà e controllo: gruppi piramidali di società quotate italiane



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

Figura 13: Proprietà e controllo nei gruppi verticali



Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018



#### ***3.3.2.6 Deviazione dalla regola One share – One vote***

Per quanto riguarda la separazione tra proprietà e controllo realizzata attraverso la deviazione dalla regola ‘One share - one vote’, nel 2014, il Decreto Competitività (decreto legislativo 91/2014, convertito in legge n. 116/2014) ha concesso alle società quotate italiane una maggiore flessibilità nella progettazione dei diritti di voto delle azioni. In primo luogo, le società quotate possono attribuire un maggiore potere di voto, fino a due voti per azione, agli azionisti che detengono azioni per almeno due anni (azioni a voto maggiorato o loyalty shares). Inoltre, limitatamente alle società di nuova quotazione, lo statuto può prevedere categorie di azioni con diritto di voto multipli, fino a tre voti per azione (azioni a voto plurimo o azioni a voto multiplo). L’idea alla base delle azioni a voto multiplo sarebbe quella di incrementare il numero di strumenti utilizzabili per raccogliere nuove risorse sul mercato azionario e, quindi, per incentivare gli investimenti e la crescita economica. Le loyalty shares, invece, incentiverebbero l’investimento di lungo periodo, la presenza di investitori stabili con maggiore potere di monitoring e la riduzione della volatilità dei corsi azionari. Complessivamente, a fine giugno 2018, le società nelle quali sono previste loyalty shares e azioni a voto multiplo sono, rispettivamente, 41 e 3. Il 2017 è stato il primo anno di piena operatività della disciplina sul voto maggiorato. Nell’ultimo quadriennio, tale istituto è stato adottato statutariamente da 41 emittenti (35 nel 2017).

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 11: Loyalty shares e multiple voting shares nelle società quotate italiane per settore

	loyalty shares		multiple voting shares	
	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>
financial	4	0.6	1	0.3
industrial	28	14.9	2	0.5
services	9	12.5	--	--
<i>total</i>	<i>41</i>	<i>9.8</i>	<i>3</i>	<i>0.3</i>

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

Mentre, per quanto riguarda le loyalty shares (dati disponibili al 31 Dicembre 2017) a seguito del periodo di maturazione di 24 mesi, le società i cui azionisti hanno maturato la maggiorazione del diritto di voto sono 14 e mostrano una divergenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa di circa il 14%.

Tabella 12: loyalty shares attivate nelle società quotate italiane per settore

	no. of companies	average voting rights	average cash flow rights	leverage <sup>1</sup>		wedge <sup>2</sup>			
				mean	min	max	mean	min	max
financial	2	69.7	54.7	1.3	1.27	1.3	15.0	14.4	15.7
industrial	9	56.9	43.1	1.3	1.26	1.6	13.9	3.4	17.4
services	3	58.0	45.6	1.3	1.11	1.4	12.4	4.6	18.0
<i>total</i>	<i>14</i>	<i>59.0</i>	<i>45.3</i>	<i>1.3</i>	<i>1.11</i>	<i>1.6</i>	<i>13.7</i>	<i>3.4</i>	<i>18.0</i>

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

Considerando, invece, le azioni che non garantiscono il diritto di voto si è assistito ad una riduzione dell'utilizzo di tale struttura in maniera netta dal 1992 al 2010 (rispettivamente da 120 a 37), riducendosi progressivamente fino a 17 nel 2018, con una capitalizzazione di mercato pari al 3,8%.

### 3. Il Contesto Italiano

Tabella 13: Società quotate italiane che emettono azioni senza diritto di voto

	savings shares			preference shares			all non-voting shares		
	no.	weight <sup>1</sup>	% share capital <sup>2</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% share capital <sup>4</sup>	no.	weight <sup>5</sup>	% share capital <sup>6</sup>
1992	104	36.9	10.8	25	8.9	3.2	120	42.6	14.0
1998	69	31.9	8.2	10	4.6	1.1	70	32.4	9.4
2010	36	13.3	5.3	5	1.8	1.7	37	13.7	7.0
2011	36	13.8	5.5	6	2.3	1.5	37	14.2	7.0
2012	31	12.3	4.7	3	1.2	0.2	32	12.6	4.9
2013	27	11.1	4.9	1	0.4	0.2	28	11.5	5.1
2014	22	9.2	3.6	1	0.4	0.1	23	9.7	3.8
2015	19	8.1	3.6	0	--	--	19	8.1	3.6
2016	18	7.8	5.0	0	--	--	18	7.8	5.0
2017	17	7.4	3.8	0	--	--	17	7.4	3.8

Fonte: Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, Consob, 2018

La motivazione della crescente diminuzione del numero di società che emettono azioni senza diritto di voto è da ricercare sia nelle operazioni di fusione e delisting operate dalle imprese, sia da operazioni di conversione in azioni ordinarie. Le ragioni che hanno incentivato le società a convertire le azioni di risparmio in azioni ordinarie sono diverse:

- in concomitanza con l'entrata dell'Italia nell'Unione monetaria e la riduzione dei tassi di interesse, il costo delle azioni di risparmio, legato al privilegio nel dividendo, si è rivelato notevolmente più alto del costo del debito.
- l'entrata in vigore del T.U.F. ha indirettamente incentivato operazioni di conversione, in quanto l'obbligo di OPA totalitaria al superamento della quota del 30% del capitale con diritto di voto e l'innalzamento del quorum per le delibere delle assemblee straordinarie al 66,6% ha ridotto i rischi derivanti dalla diluzione della quota dell'azionista di controllo derivante dalla conversione di azioni di risparmio.

---

### 3. Il Contesto Italiano

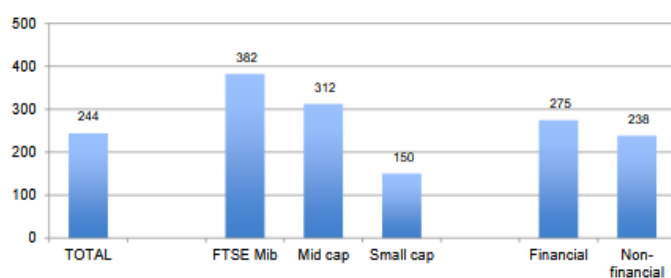
Inoltre, le conversioni sono state probabilmente realizzate anche per assecondare le preferenze degli investitori istituzionali, sempre più presenti nel capitale delle società italiane, verso strutture di voto proporzionali.

#### 3.3.2.7 Remunerazione degli Amministratori

Sulla base del report del 2019 sulle remunerazioni fornito da Assonime-Emittenti Titoli vengono di seguito descritti i risultati in tema di retribuzione ai manager.

La remunerazione media non-equity (ovvero escludendo le componenti basate su azioni) degli amministratori è pari a 244 mila €, in aumento rispetto al 2017 (232 mila €). Essa varia in misura notevole secondo la dimensione dell'impresa (è 382 mila € nel FTSE Mib, pari a circa 2 volte e mezza la remunerazione media presso le Small cap, pari a 150 mila €).

Figura 14: Remunerazione totale cash (non equity-based) amministratori (valore medio per indice di mercato e settore in €.000)



Fonte: Assonime Emittenti-Titoli "Corporate Governance in Italy: Compliance, Remunerations and Comply-or-explain Year 2019"

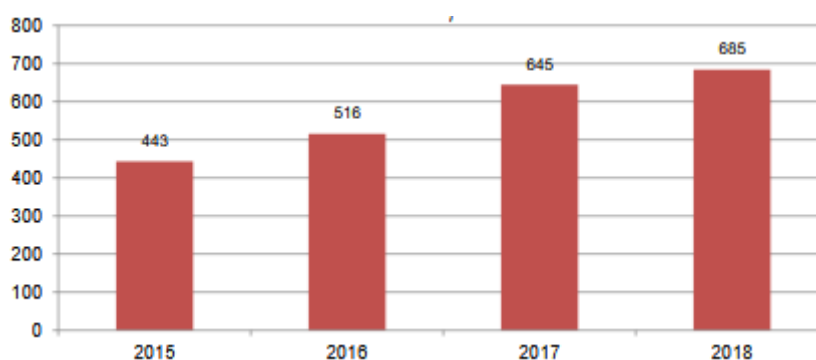
---

### 3. Il Contesto Italiano

Il numero dei beneficiari dei piani stock-based è in lieve diminuzione rispetto al 2016 (da 98 a 84), ma gli importi sono aumentati.

I dati forniscono informazioni sull'importo pagato per ciascun beneficiario, definito come il costo a carico dell'emittente, misurato secondo i criteri convenzionali di riconoscimento delle spese tratti dagli standard internazionali di rendicontazione finanziaria. Si nota un continuo aumento negli anni degli importi pagati in media (da 443.000 € nel 2015 a 685.000)

Figura 15: Valore contabile medio della remunerazione stock-based degli executives nel tempo



Fonte: Assonime Emittenti-Titoli “Corporate Governance in Italy: Compliance, Remunerations and Comply-or-explain Year 2019”

#### 3.3.2.7.1 Remunerazione e ruolo ricoperto

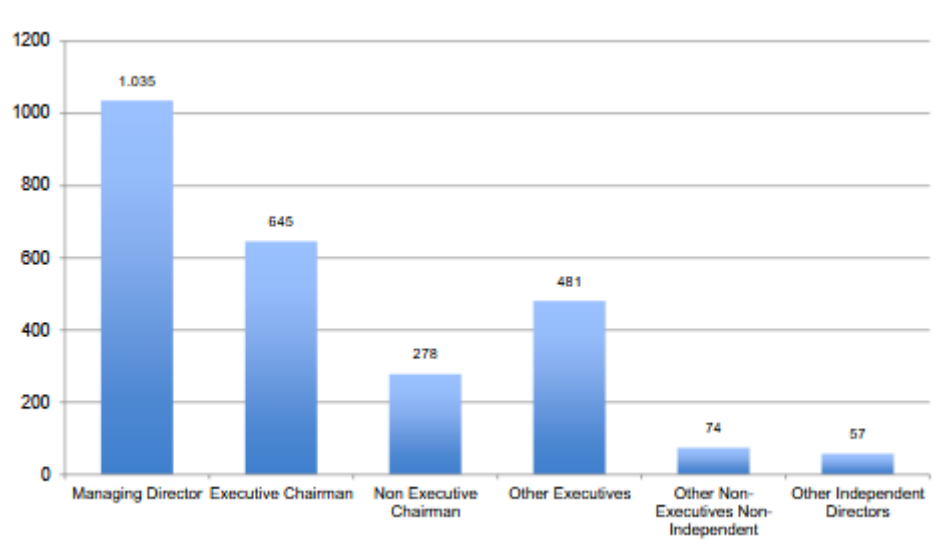
L'importo della remunerazione varia in modo significativo in base al ruolo di ciascun amministratore. Gli amministratori delegati guadagnano circa 1.035.000 € (“cash”, ovvero esclusi i compensi basati su azioni). I presidenti esecutivi ricevono circa il 40% in meno rispetto ai MD (645.000 €). Gli altri amministratori esecutivi guadagnano 481.000 €. La remunerazione è inferiore

---

### 3. Il Contesto Italiano

per i presidenti non esecutivi (278.000), gli altri non dirigenti (74.000 €) e gli amministratori indipendenti (57.000 €).

Figura 16: Remunerazione totale cash (non equity-based) per ruolo (media in €.000)



Fonte: Assonime Emittenti-Titoli “Corporate Governance in Italy: Compliance, Remunerations and Comply-or-explain Year 2019”

La remunerazione totale “cash” media degli amministratori delegati ha registrato un calo del 9% nel 2018; lo stesso vale per i presidenti esecutivi; la riduzione è principalmente dovuta a maggiori premi. La remunerazione degli amministratori non esecutivi ha registrato un calo del 10% rispetto all’anno precedente. La remunerazione degli amministratori indipendenti sta lentamente crescendo nel tempo (erano 56.000 € nel 2017, 52.000 € nel 2015). Il ruolo dei direttori influisce anche sulla struttura della remunerazione in contanti: in media, i pagamenti fissi contano per poco più della metà (51% ) della remunerazione in

---

### 3. Il Contesto Italiano

contanti degli AD, i premi rappresentano il 32%, i compensi da controllate per il 9%; le altre componenti sono quasi trascurabili. Sia le retribuzioni fisse (67%) sia i compensi da controllate (17%) sono più elevati per i presidenti esecutivi, mentre i premi sono inferiori (14%). La retribuzione fissa è prevalente (93%) nel pacchetto retributivo dei presidenti non esecutivi. I non dirigenti (non indipendenti) ricevono importi considerevoli dalle filiali (24.000 €, ovvero il 32% della retribuzione media). Gli amministratori indipendenti ricevono un piccolo compenso aggiuntivo (in media 19.000 €) solo per i membri dei comitati consiliari.

Secondo il Codice di Autodisciplina, la remunerazione degli amministratori non esecutivi dovrebbe essere proporzionata al loro impegno individuale, tenendo conto anche della loro eventuale partecipazione a uno o più comitati. Tuttavia, nonostante il ruolo rilevante e sempre più esigente degli amministratori non esecutivi e, in particolare, indipendenti, la loro remunerazione media non sembra riflettere il loro crescente impegno e compiti all'interno dell'azienda. In effetti, la remunerazione degli amministratori indipendenti è cresciuta in modo quasi trascurabile nel tempo, con un collegamento nullo o apparente al crescente impegno e alle responsabilità legate al loro ruolo.

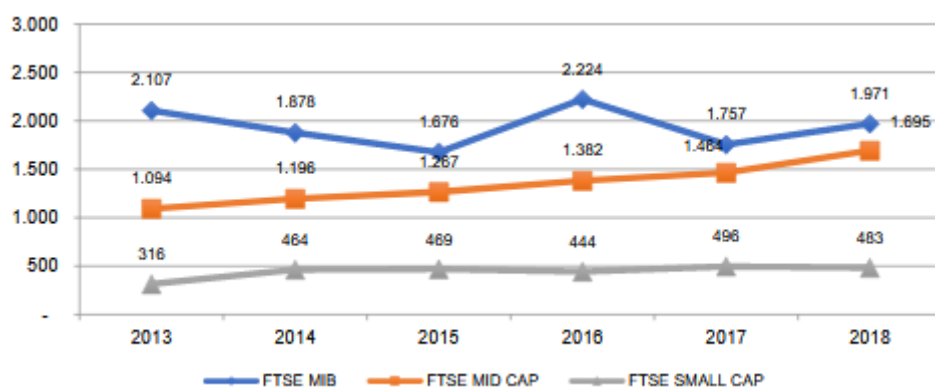
#### ***3.3.2.7.2 La remunerazione degli Amministratori Delegati***

La remunerazione (non-equity) degli AD è più elevata nelle società più grandi e nel settore finanziario e varia in modo significativo nel tempo, sostanzialmente a seguito delle variazioni nell'ammontare dei bonus. Le variazioni sono

### 3. Il Contesto Italiano

generalmente maggiori tra le società FTSE Mib, dove la remunerazione media degli AD è cresciuta del 12% nel 2018. In Small Caps la remunerazione media degli AD è effettivamente diminuita del 3%.

Figura 17: Remunerazione totale cash degli AD nel tempo, per indice di mercato



Fonte: Assonime Emittenti-Titoli "Corporate Governance in Italy: Compliance, Remunerations and Comply-or-explain Year 2019"

#### 3.3.2.7.3 Remunerazione variabile (Cash ed Equity) pagata

Per quanto riguarda la parte variabile della remunerazione, Il valore medio dei bonus incassati dagli AD è di circa 588.000 € (+ 16% rispetto al 2017). Una minoranza di dirigenti beneficia di piani basati su azioni e riceve una remunerazione aggiuntiva significativa: il valore medio dei piani di stock option è di circa 679.000 €, mentre quello di "altri strumenti finanziari" è 479.000 €. Tali importi variano molto a seconda delle dimensioni e dell'industria, sono, infatti considerevolmente più elevati nelle società più grandi e nelle società non finanziarie.



## Capitolo 4

### **Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali**

Come ampiamente affermato dalla letteratura, esistono diverse variabili della struttura proprietaria che influenzano la governance e le performance aziendali. Diversi studi in tutto il mondo si sono concentrati sulle tipologie di proprietà e i problemi di agenzia che si manifestano in relazione ad essa, con effetti sul valore e le prestazioni delle imprese. Tuttavia, bisogna precisare che gli studi effettuati negli Stati Uniti e Regno Unito potrebbero avere scarsa utilità rispetto al contesto Europeo a causa delle differenze sostanziali che incidono sulle caratteristiche di governo societario. Tali paesi sono infatti caratterizzati, come affermato da Berle e Means nella loro opera “The Modern Corporation and Private Property” (1932) dalla prevalenza delle widely held firms, in cui le azioni sono disperse tra un gran numero di investitori e la proprietà dell'impresa non può essere associata a una sola persona o a un gruppo ristretto di proprietari e in tale contesto il problema principale dell'agenzia è indirizzare il comportamento del manager verso la massimizzazione di ricchezza degli azionisti, piuttosto che della propria utilità (Jensen e Meckling, 1976). Diversamente, come evidenziato anche dallo studio di La Porta et al. (1998), le società Europee sono caratterizzate da una struttura maggiormente concentrata e dalla presenza della proprietà di tipo familiare. In questo contesto, La Porta suggerisce che il principale problema non è rappresentato dal conflitto tra azionisti e manager, ma dal rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza causati dall'incentivo da parte della

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

famiglia di estrarre benefici privati. L'analisi teorica dell'impatto della proprietà familiare sui costi delle agenzie deriva dalla teoria del principale-agente di Jensen e Meckling e porta alla conclusione che, rispetto alle società widely held, le imprese familiari dovrebbero essere meno esposte ai costi di agenzia a causa del limitato grado di separazione tra proprietà e controllo. Inoltre, nelle imprese familiari caratterizzate dalla presenza del fondatore o dei suoi successori, l'impegno della famiglia porta a un monitoraggio più intenso del comportamento dei manager, minimizzando così il problema del free riding riscontrato nelle aziende con strutture di proprietà widely held (Anderson e Reeb, 2003). Partendo da questa premessa, la presenza di azionisti familiari all'interno delle imprese, dovrebbe incentivare alla massimizzazione del valore dell'impresa. Diversi studi si sono occupati di analizzare la relazione tra le caratteristiche della proprietà e il valore e la performance delle imprese, spesso confrontando i risultati differenti che si evidenziano tra le family firms e le imprese non familiari, con risultati a volte contrastanti.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) affermano che la relazione tra concentrazione della proprietà e performance economica non è lineare, quindi la concentrazione della proprietà oltre un certo punto porta a effetti negativi sulla performance. Coerentemente, McConnell e Servaes (1990) hanno trovato una relazione prima crescente e poi decrescente tra il valore dell'impresa e concentrazione proprietaria, con un punto di flesso tra il 40% e il 50% di proprietà.

Thomsen e Pedersen (2000), in accordo con tali risultati, esaminando l'impatto della struttura proprietaria sulla performance economica dell'azienda in 435 delle maggiori società europee e controllando per il settore, la struttura del

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

capitale e gli effetti della nazione, hanno, infatti, trovato un effetto positivo della concentrazione proprietaria sul valore e sulla redditività, ma tale effetto risulta diminuire per quote di proprietà elevate.

Anderson e Reeb (2003) hanno esaminato, utilizzando i dati delle 500 società di Standard & Poor dal 1992 al 1999, la relazione tra la proprietà della famiglia fondatrice e le performance aziendali in termini di ROA e Q di Tobin (controllando per la dimensione dell'impresa, le opportunità di crescita, il rischio dell'impresa, il debito nella struttura del capitale, l'età dell'impresa, la dimensione e la composizione del consiglio di amministrazione, il compenso dei CEO, la presenza di blockholders, l'intensità di controllo della famiglia) e hanno scoperto che le imprese familiari risultano avere prestazioni migliori rispetto a quelle non familiari e che la relazione tra concentrazione proprietaria e performance ha un andamento non lineare (in particolare, il 31% della quota proprietaria rappresenta il punto di flesso dei vantaggi nelle performance delle imprese familiari rispetto a quelle non familiari e in generale le prestazioni delle imprese familiari sono migliori fino a circa il 60% della proprietà). Inoltre, analizzando il rapporto tra performance e intensità del controllo della famiglia, hanno trovato una relazione positiva tra le prestazioni dell'impresa e la presenza di membri della famiglia (fondatore o discendenti) nel ruolo di CEO. In particolare, le prestazioni risultano maggiori in presenza di CEO fondatori e CEO esterni, rispetto al caso di CEO discendenti. In definitiva Anderson e Reeb affermano che i loro risultati implicano che in mercati ben regolati e trasparenti, la proprietà della famiglia nelle imprese pubbliche riduce i problemi di agenzia senza portare a gravi perdite di efficienza e performance.

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

Miller et al. (2007) nel tentativo di verificare se le family firms godono di performance superiori rispetto alle imprese non familiari, distinguendo le imprese familiari (definite come quelle in cui più membri della famiglia sono insiders o grandi proprietari detenenti il 5% o più dell'equity dell'impresa, contemporaneamente o durante l'intera vita della società come discendenti della famiglia) dalle imprese "lone founder" (definite come quelle in cui un individuo è fondatore dell'azienda senza altri membri della famiglia coinvolti, ed è anche insider o è un grande proprietario), hanno effettuato uno studio su un campione costituito da "Fortune 1000" (500 aziende industriali e 500 aziende di servizi), analizzando i dati per gli anni dal 1996 al 2000. Gli autori hanno scoperto che le prestazioni, misurate in termini di Q di Tobin, delle imprese "lone founder" sono superiori rispetto a quelle delle imprese familiari, anche nei casi in cui queste siano gestite dal fondatore. La motivazione attribuita alle differenti prestazioni di questi tipi di imprese, entrambe caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata, risiede nel diverso numero di membri familiari coinvolti all'interno dell'impresa che possono influenzarne la gestione, in quanto, le imprese familiari costituite da più membri possono affrontare condizioni di governance più gravose rispetto ai lone founder senza legami di parentela (Bertrand e Schoar, 2006).

Più recentemente, Berzins et al. (2018) al fine di verificare la presenza di un premio nelle prestazioni delle Family firms (definite come imprese nelle quali le persone, legate da relazioni di matrimonio o sangue fino al quarto grado di parentela, detengono almeno il 50% della partecipazione azionaria) hanno confrontato le performance delle imprese non finanziarie familiari e non

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

familiari norvegesi nel periodo 2000-2015, per un campione di 86.000 imprese (in cui le imprese familiari rappresentano il 66% di tutte le imprese dell'economia). Gli autori hanno scoperto che, misurando le prestazioni in termini di ROA (controllando per le dimensioni, il rischio, le opportunità di crescita, la liquidità delle attività e l'intensità di capitale e per gli effetti fissi di settore e anno) il premio alla performance delle imprese familiari rispetto alle imprese non familiari è di circa 1-3 punti percentuali. Il premio risulta più grande per le piccole imprese, mentre la relazione tra dimensione e performance nelle imprese familiari mostra un andamento concavo suddividendo le imprese per dimensione grande, media e piccola. Le prestazioni sono maggiori quanto più grande è l'impresa, minore è il rischio, maggiore è l'intensità di capitale, minore è la crescita, più liquida è l'impresa e minore è la leva finanziaria. Le giovani imprese familiari diventano redditizie in età precoce e hanno una crescita media delle vendite inferiore rispetto alle imprese non familiari (supportando l'ipotesi che le imprese familiari siano fondate sull'aspettativa di una redditività relativamente alta e stabile, mentre le imprese non familiari possono sostenere basse prestazioni iniziali seguite da una crescita più elevata). Le prestazioni sono leggermente inferiori nelle imprese familiari in cui diversi membri della famiglia sono proprietari rispetto alle imprese familiari con un solo membro (una possibile motivazione di questo risultato risiede nel fatto che il coordinamento e la risoluzione dei conflitti sono più difficili quando diversi membri della famiglia possiedono, in modo tale da compromettere la qualità della governance). Inoltre, risulta un premio maggiore quando il CEO è un membro della famiglia, il che suggerisce che il coinvolgimento attivo della famiglia di controllo nella

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

governance è vantaggioso per le prestazioni. Infine, analizzando le prestazioni in relazione all'età dei CEO, i più giovani sono associati a prestazioni aziendali leggermente inferiori rispetto ai CEO più vecchi.

Stacescu et al (2018) hanno studiato la decisione da parte di una famiglia di partecipare con più o meno intensità alla governance dell'impresa, utilizzando dati proprietari su circa 70.000 imprese familiari norvegesi private non finanziarie dal 2000 al 2013. Definendo la famiglia come un gruppo di persone proprietarie dell'azienda, imparentate attraverso il matrimonio o il sangue fino al quarto grado di parentela, con una quota azionaria maggiore del 50% e distinguendo quattro diverse intensità di partecipazione alternative analizzando quando la famiglia ricopre la presidenza, la posizione di CEO, entrambe le posizioni o nessuna delle due, hanno scoperto che la famiglia partecipa più intensamente quando possiede più equity nell'impresa, quando l'impresa è più piccola, più redditizia e meno rischiosa. Questo risultato suggerisce che la famiglia scambia costi e benefici attesi condizionando l'intensità di partecipazione in base a caratteristiche aziendali osservabili. La relazione positiva tra intensità di partecipazione e proprietà sostiene l'idea che un investimento più ampio offra incentivi più forti per essere attivo nella governance perché è in gioco più ricchezza. La relazione potrebbe anche riflettere che la famiglia di controllo cerca di mitigare i conflitti di interesse con gli azionisti di minoranza, per cui una percentuale di proprietà più elevata riduce l'incentivo della famiglia a consumare benefici privati a spese degli azionisti di minoranza. Infine, per quanto riguarda il risultato di una minore intensità di partecipazione della famiglia nelle aziende di grandi dimensioni, sostiene l'idea

---

#### 4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali

che governare le imprese più grandi richiede competenze che sono più difficili da trovare all'interno della famiglia rispetto al gruppo molto più ampio di candidati al di fuori della famiglia. Pertanto, il desiderio della famiglia di assumere manager più abili sembra essere più forte della tentazione di usare queste posizioni per ottenere più facilmente benefici privati.

Per quanto riguarda, invece, il contesto italiano, Barontini e Siciliano (2003) utilizzando i dati sulle società quotate italiane nel periodo 1991-2000 e mettendo in relazione valore dell'impresa e il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, valutando il rischio di espropriazione da parte del proprietario finale e utilizzando proxy per il suo potere e incentivo a farlo (Il potere dipende dalla sua quota dei diritti di voto totali e dall'assenza di forti azionisti esterni, mentre l'incentivo dipende dalla presenza di un cuneo significativo tra i diritti di voto e la proprietà dei diritti di flusso di cassa) hanno trovato che un alto rischio di esproprio non influisce sui rendimenti azionari, mentre ha un forte impatto negativo sul valore dell'impresa quando il proprietario finale è una famiglia o uno Stato. Le imprese italiane controllate dallo stato o da una famiglia attraverso un gruppo piramidale o con azioni senza diritto di voto superiori al 20% del capitale azionario totale hanno una  $q$  di Tobin inferiore rispetto a quello di altre società quotate. Gli autori suggeriscono che tali risultati sono coerenti con il modello di Jensen e Meckling, suggerendo che i rendimenti delle azioni non sono influenzati dal rischio di espropriazione perché gli investitori razionali scontano tale rischio nel prezzo a cui sono disposti a acquistare azioni e che lo sconto sul prezzo è abbastanza grande da compensare la perdita attesa dall'espropriazione. Questi risultati indicano che le regole di divulgazione sulle

---

#### **4. Proprietà e Performance: evidenze empiriche internazionali**

strutture di proprietà e di governance sono le uniche misure che contano davvero per la protezione degli investitori, mentre le disposizioni di legge che limitano la libertà delle società nella scelta della struttura di proprietà desiderata (attraverso la piramide o l'emissione di azioni senza diritto di voto) risultano poco utili.



## Capitolo 5

### **Analisi empirica su un campione di società italiane quotate**

#### **5.1 Descrizione del Dataset**

L'obiettivo che si cerca di raggiungere mediante tale lavoro di tesi è quello di valutare, attraverso un'analisi empirica, l'esistenza di una relazione significativa tra la proprietà e il controllo e le performance delle imprese quotate italiane. A tale scopo, ci si è serviti di un panel di dati, gentilmente fornito dalla Professoressa Laura Rondi, contenente informazioni sulle società quotate non finanziarie italiane per il periodo di tempo compreso tra il 2000 e il 2017. I dati presenti nel dataset sono stati ottenuti tramite diverse fonti che hanno reso le informazioni disponibili al pubblico:

- I dati riguardanti i bilanci delle società, i dividendi e di borsa sono stati raccolti tramite le documentazioni annuali rese pubbliche da Mediobanca, quali “Le Principali Società”, “Indici e Dati” e “Il Celepino dell’Azionista”

- i dati relativi alla proprietà, l'azionariato e le informazioni a proposito della corporate governance, sono stati ottenuti attraverso relazioni annuali, siti web delle aziende considerate, il sito della CONSOB, il sito della Borsa Italiana.

Il dataset finale è costituito da un panel non bilanciato, in quanto durante il periodo osservato si è assistiti alla quotazione di alcune imprese e al delisting di

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

altre, comprendente 155 società non finanziarie quotate nell'Italian Stock Exchange tra il 2000 e il 2017, dal quale sono state escluse le imprese con dati per un numero inferiore a quattro anni consecutivi riguardanti i compensi dei CEO, outliers e le società che sono state protagoniste di importanti fusioni o cessioni che interrompono le serie temporali.

Il database di riferimento presenta variabili riguardanti le caratteristiche dell'impresa, la tipologia di proprietà, la governance e variabili relative alle caratteristiche del CEO. In particolare, di seguito sono elencate le variabili presenti nel dataset delle quali si è fatto utilizzo:

- `privateown`: variabile binaria pari a 1 se l'impresa è privata; 0 altrimenti.
- `family`: variabile binaria pari a 1 nel caso in cui la quota di maggioranza, il cui valore di soglia è fissato al 50%, sia detenuta da un individuo o da un gruppo di azionisti appartenenti ad una stessa famiglia mediante legami di sangue o matrimonio.
- `controllingshare`: variabile che indica la quota di capitale di controllo detenuta da un individuo o un gruppo di azionisti legati dal sangue o matrimonio.
- `institutional_dummy`: variabile binaria pari a 1 nel caso di presenza di investitori istituzionali aventi una quota azionaria di almeno il 2%. L'utilità della presenza di investitori istituzionali è rappresentata dal fatto che secondo la letteratura, essi svolgono una funzione di monitoring sull'operato del management.
- `institutionalshare`: variabile che indica la frazione azionaria totale detenuta dagli investitori istituzionali aventi almeno il 2% delle azioni.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

- famceo: variabile binaria pari a 1 se il CEO è un membro della famiglia detenente la quota di controllo; 0 altrimenti.
- Fond\_CEO: variabile binaria pari a 1 se il CEO è anche il fondatore dell'impresa; 0 altrimenti.
- CEO\_Chair: variabile binaria pari a 1 se il CEO è anche Chair del Board of directors; 0 altrimenti. Tale variabile è utilizzata per valutare il potere manageriale, poiché nel caso in cui le due cariche siano detenute dalla stessa persona, segnalerebbe una forte concentrazione del potere nelle mani di un'unica persona a sfavore degli azionisti di minoranza
- Erede\_CEO: variabile binaria pari a 1 se il CEO è un discendente del fondatore dell'impresa; 0 altrimenti.
- lrsales: variabile che indica il logaritmo del fatturato dell'impresa nell'esercizio di competenza, scorporato dall'effetto dell'inflazione. Tale variabile è utilizzata per misurare la dimensione dell'impresa.
- valadd: variabile che indica il valore aggiunto ottenuto dell'impresa nell'esercizio di competenza.
- labcost: variabile che indica il costo del lavoro sostenuto dall'impresa dell'esercizio di competenza.
- Ebitda= differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro
- Equity: variabile che esprime il patrimonio netto dell'impresa.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

- mktcap: variabile che esprime il valore della capitalizzazione di mercato dell'impresa, data dal prodotto tra il valore di mercato delle azioni e la loro quantità.
- debtst: variabile che indica il valore dei debiti di natura finanziaria di breve periodo
- debtml: : variabile che indica il valore dei debiti di natura finanziaria di medio e lungo periodo
- debtot: variabile costituita dalla somma dei debiti di natura finanziaria di breve e medio lungo periodo.
- leverage: espressa dal rapporto tra debtot e totasset. Tale variabile è utilizzata per misurare la leva finanziaria dell'impresa. Secondo la letteratura il ricorso al debito rappresenta uno dei meccanismi di disciplina del management, riducendo i costi di agenzia e mitigando i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza.
- Itn: variabile che esprime il valore delle immobilizzazioni tecniche dell'impresa
- fixedtoasset= espressa dal rapporto tra le immobilizzazioni tecniche e il valore totale degli asset. Tale variabile è utilizzata come misura della riduzione dei costi di agenzia, poiché tali immobilizzazioni vengono facilmente monitorate e forniscono buone garanzie (Himmelberg et al. 1999).

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

- ROA: variabile ottenuta dal rapporto tra Ebitda e totasset. Tale variabile esprime la redditività contabile dell'impresa rispetto al capitale investito, ed è utilizzata come strumento per misurare la performance

- Qtobin: Tale indice di mercato è stato ampiamente utilizzato in letteratura come misura delle performance dell'impresa in termini di valore dell'impresa ed è espressa tramite la formula:

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

- mtb: il market-to-book ratio è espresso dal rapporto tra il valore di mercato dell'impresa ed il suo book value. Tale variabile è utilizzata come strumento di misurazione della performance aziendale in termini di prospettive di crescita

$$mtb = \frac{mktcap}{equity}$$

- firmage: variabile che indica l'età dell'impresa rispetto all'anno in cui è stata fondata

- star: variabile binaria pari a 1 se l'impresa è quotata nel Segmento Titoli ad Alti Requisiti della Borsa Italiana, che ha requisiti più rigorosi in materia di governo societario, trasparenza e divulgazione delle informazioni.

- age: variabile che esprime l'età del CEO dell'impresa, utilizzato come proxy dell'esperienza e delle competenze del CEO

- dualshares: variabile binaria pari a 1 se l'impresa emette azioni dual class; 0 altrimenti.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

- *totcomp*: variabile che esprime il valore del compenso totale pagato al CEO comprendente emolumenti, bonus, benefici non monetari e altri compensi.
- *varcomp*= variabile che esprime il valore delle componenti variabili del compenso del CEO, dato dal rapporto tra la somma dei bonus e dei benefici non monetari rispetto al compenso totale
- *typer*: *variabile binaria* pari ad 1 se l'impresa è attiva in un settore ad alta intensità di R&D, presentando un elevato rapporto di R&D rispetto alle vendite; 0 altrimenti.

### 5.2 Statistiche descrittive

Sulla base delle variabili costruite a partire dal dataset, vengono di seguito mostrate le tabelle descrittive risultanti distinguendo l'intero campione di imprese, le imprese pubbliche statali e municipalizzate, le imprese private, le imprese familiari e quelle non familiari.

Analizzando la tabella riguardante tutte le imprese del campione si nota la prevalenza delle family firms presenti in circa il 63% delle società osservate, una quota media di controllo che si attesta all'incirca al 51,8%, l'età media delle imprese è circa 60 anni, il 32% delle imprese sono quotate nel segmento STAR (segmento titoli ad alti requisiti) e il 43% risulta attivo nel in settori ad alta intensità di R&D.

Dal punto di vista delle performance, le imprese presentano un ROA medio del 9% e un valore di mercato medio d' impresa, misurata tramite la Q di Tobin, di

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

circa 1,4%, segnalando che in media, le imprese presenti nel campione, presentano un valore di mercato superiore rispetto al valore totale degli asset.

Tabella 14: Statistiche descrittive di tutte le imprese del campione

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	1,774	.6262683	.4839301	0	1
famceo	1,775	.3814085	.4858694	0	1
CEO_Chair	1,773	.2774958	.4478895	0	1
Fond_CEO	1,439	.1737318	.3790104	0	1
Erede_CEO	1,439	.2578179	.4375853	0	1
controllingshare	1,762	51.75184	17.31487	5.008	99.484
institutional_dummy	1,748	.5320366	.4991154	0	1
institutionalshare	1,748	10.26545	17.53814	0	94.196
lrsales	1,775	8.582322	1.727722	4.049538	14.06843
fixedtoasset	1,772	.2607838	.1914445	.0027067	.9811321
leverage	1,775	.2778611	.1565466	0	.8320924
ROA	1,748	.0926827	.0705818	-.2426409	.520116
mtb	1,775	2.059989	2.683718	.0136855	40.41754
Qtobin	1,775	1.376156	.853117	.3665423	9.05698
firmage	1,775	59.88563	42.40712	0	270
dualshares	1,772	.2996614	.458239	0	1
typer	1,775	.4321127	.4955095	0	1
star	1,775	.3160563	.4650662	0	1

Considerando le imprese pubbliche, la quota di controllo media è del 41%, gli investitori istituzionali sono presenti nel 66% dei casi, con una quota media del 23%. Solamente il 6,2 % delle imprese è quotata nei segmenti STAR a differenza delle imprese private dove la percentuale si attesta al 35,57. Distinguendo all'interno delle imprese pubbliche tra imprese statali e municipalizzate si osserva che, per la seconda tipologia di impresa si ha: una quota di controllo mediamente maggiore (42,5% contro 39%), una netta maggiore presenza di investitori istituzionali, presenti nel 79,5% dei casi (46% nelle statali) ed una

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

maggior quota di partecipazione degli investitori istituzionali (35% contro il 5% nelle imprese statali).

Tabella 15: Statistiche descrittive imprese pubbliche

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CEO_Chair	240	.1708333	.3771498	0	1
controllingshare	240	41.1293	16.6054	9.993	86.856
institutional_dummy	228	.6622807	.4739729	0	1
institutionalshare	228	23.35041	29.98891	0	94.196
lrsales	240	9.50349	2.477851	4.230022	14.06843
fixedtoasset	240	.4856371	.2490823	.0363615	.9811321
leverage	240	.303761	.1642733	0	.6312267
ROA	231	.1102125	.068009	.0259259	.520116
mtb	240	1.49478	.9323889	.2361055	6.155448
Qtobin	240	1.269916	.7878216	.6363243	8.713131
firmage	240	64.19583	49.13979	0	162
dualshares	240	.25	.4339176	0	1
typer	240	.2125	.4099316	0	1
star	240	.0625	.2425673	0	1

Tabella 16: Statistiche descrittive imprese statali

CEO_Chair	101	.1683168	.3760135	0	1
controllingshare	101	39.1691	15.42664	17.362	78.124
institutional_dummy	91	.4615385	.5012804	0	1
institutionalshare	91	5.066967	11.191	0	42.079
lrsales	101	10.64623	2.797699	4.230022	14.06843
fixedtoasset	101	.5573426	.2738187	.0608696	.9811321
leverage	101	.2983405	.1834041	.0235819	.6312267
ROA	92	.1147178	.0701691	.0259259	.3757143
mtb	101	1.632502	.7182905	.2502232	3.341747
Qtobin	101	1.203734	.2565292	.6363243	1.903097
firmage	101	58.51485	45.38582	2	152
dualshares	101	.3168317	.4675616	0	1
typer	101	.5049505	.5024692	0	1
star	101	0	0	0	0



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 17: Statistiche descrittive imprese municipalizzate

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CEO_Chair	139	.1726619	.3793216	0	1
controllingshare	139	42.55363	17.32751	9.993	86.856
institutional_dummy	137	.7956204	.4047273	0	1
institutionalshare	137	35.49488	32.34144	0	94.196
lrsales	139	8.673154	1.819702	4.599304	11.26505
fixedtoasset	139	.4335345	.2159194	.0363615	.9138467
leverage	139	.3076997	.1494132	0	.5489491
ROA	139	.1072306	.066629	.0300061	.520116
mtb	139	1.394709	1.052508	.2361055	6.155448
Qtobin	139	1.318005	1.010789	.6862399	8.713131
firmage	139	68.32374	51.46424	0	162
dualshares	139	.2014388	.4025257	0	1
typer	139	0	0	0	0
star	139	.1079137	.3113935	0	1

Focalizzando l'attenzione nelle imprese private e distinguendo tra imprese familiari e non, si nota che nelle imprese familiari la quota di controllo media si attesta a circa il 60%, mentre nelle non familiari al 35%. Le imprese familiari sono caratterizzate dalla presenza di investitori istituzionali nel 41% dei casi, mentre le imprese non family nel 78% e detengono una quota di azioni mediamente più alta rispetto alle controparti familiari, suggerendo una certa riluttanza da parte degli investitori istituzionali ad investire in società con elevate quote di controllo, dove avrebbero difficoltà nell'esercitare il monitoring della gestione. Per entrambe le tipologie di imprese, si fa ricorso ad azioni dual class in circa il 30% dei casi, mentre si evidenzia una maggiore presenza di imprese familiari nel segmento STAR. Dal punto di vista delle performance le imprese familiari presentano in media un ROA più elevato (9,2% contro l'8,4% delle non family) e un anche valore di mercato maggiore (1,4% contro 1,36%).

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

All'interno delle imprese familiari si nota la presenza di un CEO appartenente alla famiglia nel 59,8% dei casi e la presenza della dualità CEO-Chair nel 32% dei casi, inoltre il CEO è un anche il fondatore nel 17% dei casi o un erede della famiglia nel 32% dei casi, evidenziando l'alta intensità di partecipazione della famiglia al controllo e di una forte concentrazione del potere manageriale.

Tabella 18: Statistiche descrittive imprese private

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	1,534	.7242503	.447037	0	1
famceo	1,535	.4410423	.4966736	0	1
CEO_Chair	1,533	.2941944	.4558285	0	1
Fond_CEO	1,439	.1737318	.3790104	0	1
Erede_CEO	1,439	.2578179	.4375853	0	1
controllingshare	1,522	53.42687	16.82768	5.008	99.484
institutional_dummy	1,520	.5125	.5000082	0	1
institutionalshare	1,520	8.30271	13.77692	0	79.977
lrsales	1,535	8.438296	1.530341	4.049538	13.67503
fixedtoasset	1,532	.2355588	.1534404	.0027067	.9201634
leverage	1,535	.2738116	.1549685	0	.8320924
ROA	1,517	.0900134	.0706061	-.2426409	.4011189
mtb	1,535	2.14836	2.852355	.0136855	40.41754
Qtobin	1,535	1.392767	.8619365	.3665423	9.05698
firmage	1,535	59.21173	41.23283	0	270
dualshares	1,532	.3074413	.4615844	0	1
typer	1,535	.4664495	.4990357	0	1
star	1,535	.3557003	.478881	0	1

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 19: Statistiche descrittive imprese private non familiari

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	423	0	0	0	0
famceo	423	.0307329	.1727974	0	1
CEO_Chair	423	.2222222	.416232	0	1
Fond_CEO	357	.1820728	.3864462	0	1
Erede_CEO	357	.0588235	.2356244	0	1
controllingshare	410	35.10434	18.03857	5.008	99.484
institutional_dummy	408	.7843137	.4118026	0	1
institutionalshare	408	21.21417	19.45029	0	79.977
lrsales	423	8.883519	2.012078	4.049538	13.67503
fixedtoasset	423	.2244385	.1703947	.0027067	.9201634
leverage	423	.2699303	.172598	0	.7524272
ROA	421	.0842141	.075136	-.2426409	.4011189
mtb	423	2.076832	2.588325	.0136855	40.41754
Qtobin	423	1.362827	.7748028	.4369781	6.519207
firmage	423	61.76359	46.74151	3	170
dualshares	422	.3127962	.4641824	0	1
typer	423	.4751773	.4999748	0	1
star	423	.2269504	.4193562	0	1

Tabella 20: Statistiche descrittive imprese private familiari

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	1,111	1	0	1	1
famceo	1,111	.5976598	.4905907	0	1
CEO_Chair	1,110	.3216216	.4673092	0	1
Fond_CEO	1,081	.1711378	.3768037	0	1
Erede_CEO	1,081	.3237743	.4681316	0	1
controllingshare	1,111	60.17276	9.914437	18.915	94.749
institutional_dummy	1,111	.4131413	.4926195	0	1
institutionalshare	1,111	3.56862	6.103744	0	44.66
lrsales	1,111	8.268207	1.261949	5.162732	11.744
fixedtoasset	1,108	.2261073	.1465488	.0038709	.9157043
leverage	1,111	.2754537	.1477312	0	.8320924
ROA	1,095	.0922242	.0687215	-.1449267	.3754553
mtb	1,111	2.175578	2.948564	.0798744	39.27277
Qtobin	1,111	1.403971	.8932989	.3665423	9.05698
firmage	1,111	58.27363	38.91472	0	270
dualshares	1,109	.3056808	.460903	0	1
typer	1,111	.4635464	.4988939	0	1
star	1,111	.4050405	.491121	0	1

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Statistiche descrittive Family firms con e senza CEO familiare

Distinguendo all'interno delle family firms, tra imprese in cui il CEO è un membro appartenente alla famiglia che detiene il controllo e imprese in cui il CEO è esterno, la quota di controllo risulta maggiore nelle imprese in cui il CEO non fa parte della famiglia (62%, rispetto al 58,9% delle imprese con family CEO) e una maggiore presenza di investitori istituzionali.

Per quanto riguarda le performance, le imprese con un family CEO presentano un ROA dell'8,6% contro il 10% di quelle che si affidano ad un CEO esterno. Similmente anche il valore di mercato dell'impresa risulta più basso nel caso di CEO appartenente alla famiglia (Q di Tobin 1,33% contro l'1,49% per le family firms con CEO esterno)

Tabella 21: Statistiche descrittive imprese private familiari con CEO esterno

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	447	1	0	1	1
famceo	447	0	0	0	0
CEO_Chair	446	.0470852	.212059	0	1
Fond_CEO	421	0	0	0	0
Erede_CEO	421	.0166271	.1280217	0	1
controllingshare	447	62.01236	9.655344	23.63	94.749
institutional_dummy	447	.5167785	.5002783	0	1
institutionalshare	447	4.548154	6.398621	0	44.66
lrsales	447	8.471438	1.256506	6.015843	11.41804
fixedtoasset	447	.2433716	.1682118	.0081543	.9157043
leverage	447	.295621	.152442	0	.8320924
ROA	436	.1003004	.0695631	-.1449267	.3754553
mtb	447	2.541786	3.964025	.0798744	39.27277
Qtobin	447	1.499638	1.092754	.5054862	9.05698
firmage	447	51.70022	33.14142	0	270
dualshares	445	.1932584	.3952983	0	1
typer	447	.4541387	.4984502	0	1
star	447	.4384787	.4967567	0	1

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 22: Statistiche descrittive imprese private familiari con CEO appartenente alla famiglia

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
family	664	1	0	1	1
famceo	664	1	0	1	1
CEO_Chair	664	.5060241	.5003406	0	1
Fond_CEO	660	.280303	.4494879	0	1
Erede_CEO	660	.519697	.4999908	0	1
controllingshare	664	58.93435	9.901393	18.915	93.779
institutional_dummy	664	.3433735	.4751928	0	1
institutionalshare	664	2.909205	5.809432	0	36.862
lrsales	664	8.131394	1.248016	5.162732	11.744
fixedtoasset	661	.2144323	.1286971	.0038709	.5976099
leverage	664	.2618772	.1429943	0	.7110124
ROA	659	.0868809	.0676836	-.1270303	.3205434
mtb	664	1.929049	1.958026	.089269	17.7698
Qtobin	664	1.339569	.7227637	.3665423	6.493526
firmage	664	62.6988	41.80598	1	269
dualshares	664	.3810241	.4860046	0	1
typer	664	.4698795	.4994682	0	1
star	664	.3825301	.4863713	0	1

### 5.3 Test delle differenze tra medie

Al fine di stabilire l'esistenza di differenze statisticamente significative tra i valori medi delle variabili considerate, può risultare utile mostrare i risultati dei test di ipotesi sulle differenze tra le medie, utilizzando il t-test con un livello di fiducia al 95% e considerando quale ipotesi nulla l'assenza di significative differenze tra le medie dei campioni. Di seguito sono riportati i t test eseguiti.

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza dimensioni tra family e non family firms

Utilizzando il logaritmo reale delle vendite, scorporato dall'effetto dell'inflazione utilizzando l'indice dei prezzi al consumo dell'anno 2015, come variabile di misura della dimensione dell'impresa, risulta che le imprese non familiari sono significativamente più grandi rispetto a quelle familiari

*Tabella 23: t-test dimensioni family vs non family firms*

```
. ttest lrsales if privateown==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	423	8.883519	.0978306	2.012078	8.691223	9.075815
1	1,111	8.268207	.0378604	1.261949	8.193921	8.342493
combined	1,534	8.437879	.0390834	1.530753	8.361217	8.514542
diff		.6153121	.0860607		.4465029	.7841213

diff = mean(0) - mean(1) t = 7.1497  
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1532

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

### Differenza dimensioni nelle family firms in presenza di CEO familiare o esterno

Distinguendo all'interno delle imprese familiari, tra imprese in cui il CEO è un membro appartenente alla famiglia che detiene la quota di controllo, e imprese in cui il CEO è esterno, risultano essere significativamente più grandi le imprese nelle quali il CEO non appartiene alla famiglia. Tale risultato è coerente con l'idea che laddove l'impresa è più piccola, c'è una maggiore intensità di partecipazione della famiglia nella gestione delle family firms, in quanto nelle



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza valore di mercato tra family e non family firms

Utilizzando la Q di Tobin come strumento di misura del valore di mercato delle imprese, le evidenze empiriche non permettono di rifiutare l'ipotesi nulla di uguaglianza tra le medie, per cui non si evidenziano differenze statisticamente significative tra la Q di Tobin delle società familiari e quelle non familiari

Tabella 26: t-test Q di Tobin family firms vs non family firms

```
. ttest Qtobin if privateown==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	423	1.362827	.0376722	.7748028	1.288779	1.436876
1	1,111	1.403971	.0268003	.8932989	1.351386	1.456556
combined	1,534	1.392626	.0220138	.8621998	1.349445	1.435806
diff		-.041144	.0492647		-.1377775	.0554895

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.8352  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1532

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.2019 Pr(|T| > |t|) = 0.4038 Pr(T > t) = 0.7981

### Differenza performance tra imprese familiari con family CEO e CEO esterno

Le imprese con un CEO non appartenente alla famiglia che detiene il controllo, presentano performance in termini di ROA significativamente maggiori rispetto alle imprese gestite da un CEO familiare.



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 27: *t-test* ROA family firms in presenza di CEO familiare vs CEO esterno

```
. ttest ROA if family==1, by(famceo)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	436	.1003004	.0033315	.0695631	.0937526 .1068481
1	659	.0868809	.0026366	.0676836	.0817037 .092058
combined	1,095	.0922242	.0020768	.0687215	.0881493 .096299
diff		.0134195	.0042249		.0051297 .0217093

diff = mean(0) - mean(1)    t = 3.1763  
 Ho: diff = 0     degrees of freedom = 1093

Ha: diff < 0     Ha: diff != 0     Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9992     Pr(|T| > |t|) = 0.0015     Pr(T > t) = 0.0008

### Differenza valore di mercato tra imprese familiari con family CEO e CEO esterno

Anche per quanto riguarda il valore dell'impresa, così come per le performance in termini di ROA, la presenza di un CEO esterno è legata ad un valore di Q di Tobin significativamente maggiore rispetto alle imprese familiari con un CEO appartenente alla famiglia.

Tabella 28: *t-test* Q di Tobin family firms in presenza di CEO familiare vs CEO esterno

```
. ttest Qtobin if family==1, by(famceo)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	447	1.499638	.0516855	1.092754	1.398061 1.601215
1	664	1.339569	.0280487	.7227637	1.284494 1.394644
combined	1,111	1.403971	.0268003	.8932989	1.351386 1.456556
diff		.1600692	.0544662		.0532007 .2669376

diff = mean(0) - mean(1)    t = 2.9389  
 Ho: diff = 0     degrees of freedom = 1109

Ha: diff < 0     Ha: diff != 0     Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9983     Pr(|T| > |t|) = 0.0034     Pr(T > t) = 0.0017

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza turnover tra imprese familiari con family CEO e CEO esterno

Utilizzando il turnover come strumento per misurare se esiste una differenza nella sicurezza del mantenimento del posto di lavoro da parte dei CEO, risulta che i CEO appartenenti alla famiglia mantengono la carica per un numero significativamente maggiore di anni.

*Tabella 29: t-test tenure family firms in presenza di CEO familiare vs CEO esterno*

```

. ttest tenure if family==1, by(famceo)

```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	446	6.226457	.3043671	6.427841	5.628282	6.824633
1	664	10.99548	.3072351	7.916894	10.39221	11.59875
combined	1,110	9.079279	.2315658	7.714999	8.624923	9.533636
diff		-4.769025	.4503006		-5.652563	-3.885486

diff = mean(0) - mean(1) t = -10.5908  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1108

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Inoltre, anche i CEO esterni risultano essere meno soggetti al turnover nelle imprese familiari rispetto a quelle non familiari

*Tabella 30: t-test tenure CEO esterni family firms vs non family firms*

```

. ttest tenure if famceo==0, by(family)

```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	647	5.510046	.1811773	4.60846	5.154279	5.865814
1	446	6.226457	.3043671	6.427841	5.628282	6.824633
combined	1,093	5.802379	.1643558	5.433692	5.47989	6.124868
diff		-.716411	.3338643		-1.3715	-.0613223

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.1458  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1091

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0161 Pr(|T| > |t|) = 0.0321 Pr(T > t) = 0.9839

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza leva finanziaria tra family e non family firms

Dal momento che il ricorso al debito è uno degli strumenti utilizzati per mitigare i problemi di agenzia e disciplinare il comportamento del management, è stato eseguito il test per verificare se le imprese familiari presentano una leva finanziaria superiore rispetto alle imprese non familiari. Dai risultati emerge che non vi sono differenze statisticamente significative.

Tabella 31: t-test leva finanziaria family firms vs non family firms

```
. ttest leverage if privateown==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	423	.2699303	.008392	.172598	.253435	.2864257
1	1,111	.2754537	.0044322	.1477312	.2667574	.2841501
combined	1,534	.2739306	.0039562	.1549487	.2661706	.2816907
diff		-.0055234	.0088544		-.0228915	.0118447

```
diff = mean(0) - mean(1)                t = -0.6238
Ho: diff = 0                           degrees of freedom = 1532

Ha: diff < 0                Ha: diff != 0                Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.2664           Pr(|T| > |t|) = 0.5329           Pr(T > t) = 0.7336
```

Mentre all'interno delle family firms, le imprese in cui un membro della famiglia ha l'incarico di CEO, tendono ad indebitarsi significativamente meno rispetto alle imprese con un CEO esterno.

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 32: t-test leva finanziaria family firms in presenza di CEO familiare vs CEO esterno

```
. ttest leverage if family==1, by(famceo)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	447	.295621	.0072103	.152442	.2814507	.3097913
1	664	.2618772	.0055493	.1429943	.250981	.2727735
combined	1,111	.2754537	.0044322	.1477312	.2667574	.2841501
diff		.0337438	.0089855		.0161133	.0513744

```
diff = mean(0) - mean(1)          t = 3.7554
Ho: diff = 0                      degrees of freedom = 1109
```

```
Ha: diff < 0                      Ha: diff != 0                      Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9999                 Pr(|T| > |t|) = 0.0002                 Pr(T > t) = 0.0001
```

### Differenza quota di controllo nelle family firms in presenza di family CEO o CEO esterno

Le imprese familiari aventi un membro della famiglia con l'incarico di CEO presenta una quota di controllo significativamente inferiore rispetto al caso in cui il CEO sia esterno, suggerendo un possibile trade off tra proprietà e controllo all'interno delle family firms, nelle quali la famiglia detiene una quota maggiore se l'impresa è gestita da un CEO esterno





## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza performance tra small family e small non family firms

Per quanto concerne, invece, le imprese di piccole dimensioni, non si apprezzano significative differenze nelle performance tra imprese familiari e non

Tabella 37: t-test ROA small family firms vs small non family firms

```

. ttest ROA if privateown==1 & large==0, by(family)

Two-sample t test with equal variances

```

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	199	.0761378	.0065894	.0929544	.0631435	.0891322
1	715	.0818452	.0026491	.0708362	.0766442	.0870462
combined	914	.0806025	.0025198	.0761806	.0756572	.0855479
diff		-.0057073	.0061062		-.0176911	.0062764

```

diff = mean(0) - mean(1)                      t = -0.9347
Ho: diff = 0                                  degrees of freedom = 912

Ha: diff < 0                                Ha: diff != 0                            Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.1751                          Pr(|T| > |t|) = 0.3502                  Pr(T > t) = 0.8249

```

### Differenza performance tra large family e large non family firms prima e dopo la crisi del 2007

Tra le imprese di grandi dimensioni, le imprese familiari presentano performance significativamente superiori nel periodo precedente la crisi, mentre non si apprezzano significative differenze tra le due tipologie di impresa tra il 2007 e il 2017.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 38: *t-test ROA prima della crisi del 2007 large family firms vs large non family firms*

```
. ttest ROA if privateown==1 & bef2007==1 & large==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	77	.0828675	.0061921	.054335	.0705349	.0952
1	120	.1206486	.0053887	.0590307	.1099783	.1313188
combined	197	.1058813	.004276	.0600168	.0974484	.1143142
diff		-.0377811	.0083588		-.0542664	-.0212958

diff = mean(0) - mean(1) t = -4.5199  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 195

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 39: *t-test ROA dopo la crisi del 2007 large family firms vs large non family firms*

```
. ttest ROA if privateown==1 & aft2007==1 & large==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	145	.0960131	.0043909	.0528736	.0873341	.1046921
1	260	.1076474	.003723	.060032	.1003162	.1149787
combined	405	.1034821	.0028709	.0577757	.0978383	.1091258
diff		-.0116343	.0059676		-.0233659	.0000972

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.9496  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 403

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0260 Pr(|T| > |t|) = 0.0519 Pr(T > t) = 0.9740

### Differenza performance tra small family e small non family firms prima e dopo la crisi del 2007

Confrontando le performance in termini di ROA ottenute dalle piccole imprese private, distinguendo tra family e non family firms prima e dopo la crisi del 2007, si evidenziano performance significativamente superiori per le imprese familiari nel periodo precedente la crisi, mentre il trend si inverte se viene preso



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

in considerazione il periodo post crisi, che mostra performance significativamente superiori per le piccole imprese di tipo non familiare

Tabella 40: *t-test* ROA prima della crisi del 2007 small family firms vs small non family firms

```

. ttest ROA if privateown==1 & bef2007==1 & large==0, by(family)

```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	76	.0429743	.0093262	.0813041	.0243956	.0615531
1	258	.0906182	.0041222	.0662127	.0825006	.0987358
combined	334	.0797771	.0039732	.0726122	.0719614	.0875928
diff		-.0476439	.0091239		-.0655918	-.029696

diff = mean(0) - mean(1) t = -5.2219  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 332

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Tabella 41: *t-test* ROA dopo la crisi del 2007 small family firms vs small non family firms

```

. ttest ROA if privateown==1 & aft2007==1 & large==0, by(family)

```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	123	.0966291	.0084829	.0940795	.0798364	.1134217
1	457	.0768923	.0034112	.0729229	.0701887	.0835959
combined	580	.0810779	.0032479	.0782192	.0746988	.0874569
diff		.0197367	.0079098		.0042013	.0352722

diff = mean(0) - mean(1) t = 2.4952  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 578

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.9936 Pr(|T| > |t|) = 0.0129 Pr(T > t) = 0.0064

### Differenza compenso totale del CEO tra family e non family firms

Confrontando i compensi (scorporati dall'effetto dell'inflazione) del CEO tra le imprese familiari e non, al fine di valutare la presenza di forme di estrazioni di benefici monetari nel caso in cui le imprese familiari offrissero salari globalmente maggiori, risulta che le imprese familiari pagano i CEO significativamente meno rispetto alle non family firms.



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

### Differenza compenso variabile del CEO tra family e non family firms

Eseguendo il test al fine di stabilire se le imprese familiari rilasciano maggiori incentivi ai CEO sottoforma di componenti variabili del compenso, risulta che tali tipi di imprese offrono un compenso variabile significativamente minore rispetto alle imprese non familiari.

*Tabella 44: t-test compenso variabile CEO family firms vs non family firms*

```

. ttest varcomp if privateown==1, by(family)

```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	391	.2091415	.0116689	.2307367	.1861998	.2320833
1	1,072	.1199181	.0061197	.2003674	.1079101	.131926
combined	1,463	.1437639	.0055567	.2125375	.132864	.1546637
diff		.0892234	.0123421		.0650133	.1134335

diff = mean(0) - mean(1)   t =     7.2292  
 Ho: diff = 0   degrees of freedom =     1461  
  
 Ha: diff < 0                                 Ha: diff != 0                             Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 1.0000                     Pr(|T| > |t|) = 0.0000             Pr(T > t) = 0.0000

Analizzando il compenso variabile offerto nelle imprese familiari in base al tipo di CEO, risulta che i CEO esterni ricevono incentivi significativamente superiori rispetto ai CEO membri della famiglia che detiene il controllo dell'impresa. Tale risultato supporta l'idea che nelle family firms, dove non si ha il classico conflitto di interessi verticale tra manager e azionisti, ma tra l'ultimate owner e gli azionisti di minoranza, il manager che agisce come agente della famiglia, venga maggiormente incentivato al fine di allinearsi agli interessi della famiglia di ottenere benefici privati espropriando gli azionisti di minoranza, mentre i CEO appartenenti alla famiglia sono di per sé già incentivati ad ottenere i risultati perseguiti dalla famiglia alla quale appartengono.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella 45: t-test compenso variabile nelle family firms in presenza di CEO familiare vs CEO esterno

```
. ttest varcomp if privateown==1 & family==1, by(famceo)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	435	.178917	.0111674	.2329154	.156968	.200866
1	637	.0796284	.0064597	.1630345	.0669436	.0923133
combined	1,072	.1199181	.0061197	.2003674	.1079101	.131926
diff		.0992885	.0120934		.0755591	.1230179

diff = mean(0) - mean(1) t = 8.2102  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1070

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

### Differenza emissioni stock option tra family e non family firms

Eseguendo il test allo scopo di verificare se le imprese familiari decidono di emettere stock options come possibile strumento di estrazioni dei benefici, risulta che tali imprese tendono ad emetterne, in realtà, significativamente meno rispetto alle non family firms

Tabella 46: t-test emissioni stock option family vs non family firms

```
. ttest StockOptionDum if privateown==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	389	.4524422	.0252686	.4983741	.4027617	.5021226
1	1,061	.2836946	.0138459	.451003	.2565261	.3108631
combined	1,450	.3289655	.0123428	.4699995	.3047539	.3531772
diff		.1687475	.0275125		.114779	.2227161

diff = mean(0) - mean(1) t = 6.1335  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1448

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Inoltre, focalizzandosi sul confronto tra CEO appartenente alla famiglia e CEO esterno, risulta che le imprese familiari con CEO esterni emettono significativamente più stock option rispetto alle imprese gestite da un CEO familiare.

*Tabella 47: t-test emissioni stock option nelle family firms in presenza di CEO familiar vs CEO esterno*

```
. ttest StockOptionDum if privateown==1 & family==1, by(famceo)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	421	.3847981	.0237411	.4871264	.3381319 .4314643
1	640	.2171875	.0163116	.4126538	.1851567 .2492183
combined	1,061	.2836946	.0138459	.451003	.2565261 .3108631
diff		.1676106	.0278422		.1129784 .2222428

diff = mean(0) - mean(1) t = 6.0200  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1059

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

### Differenza emissioni Dual Class shares tra family e non family firms

Per quanto riguarda l'utilizzo di azioni a doppia classe come strumento di separazione tra proprietà e controllo, non risultano differenze statisticamente significative rispetto alla tipologia di proprietà.

*Tabella 48: t-test emissioni dual class shares family firms vs non family firms*

```
. ttest dual if privateown==1, by(family)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	422	.3127962	.022596	.4641824	.2683811 .3572113
1	1,109	.3056808	.0138402	.460903	.2785247 .3328368
combined	1,531	.3076421	.0117989	.4616683	.2844983 .3307858
diff		.0071154	.0264136		-.0446953 .0589261

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.2694  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1529

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.6062 Pr(|T| > |t|) = 0.7877 Pr(T > t) = 0.3938

#### 5.4 Analisi della relazione tra Proprietà, Controllo e Performance

Al fine di stabilire la possibile esistenza di una relazione tra la proprietà, controllo e performance delle imprese presenti nel campione di imprese non finanziarie quotate presso la Borsa Italiana durante il periodo di tempo compreso tra il 2000 e il 2017, verranno di seguito mostrati i risultati delle regressioni eseguite mediante il software STATA. Nell'effettuare le regressioni, ci si è ispirati allo studio eseguito da Rondi e Abrardi (2018) e al modello utilizzato da Himmelberg et al. (1999), secondo i quali sia la managerial ownership che le performance sono endogenamente influenzate da cambiamenti esogeni e solo parzialmente osservabili del contesto specifico che caratterizzano le imprese. Per cercare di ridurre, per quanto possibile, il problema riguardante l'endogeneità causato dalle variabili omesse, si è quindi utilizzato il modello di regressione a effetti fissi allo scopo di tenere in considerazione le caratteristiche specifiche inosservabili delle imprese che si mantengono costanti nel tempo, basandosi sull'idea secondo la quale, utilizzando il modello a effetti fissi, nel caso in cui le variabili omesse non varino nel tempo, la variazione della variabile dipendente non possano essere influenzata dalle variabili omesse. In aggiunta, all'interno del modello si è fatto uso, oltre che degli effetti fissi delle imprese, anche delle dummy temporali per catturare gli effetti time-specific. Inoltre, si è fatto uso, all'interno del modello, di una serie di variabili proxy riguardanti le caratteristiche d'impresa, allo scopo di ridurre le potenziali distorsioni causate da variabili omesse che porterebbero, altrimenti, all'ottenimento di una correlazione spuria fra le variabili riguardanti la proprietà e la performance.

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

In primo luogo, nell'eseguire l'analisi della relazione tra proprietà, controllo e performance, si è cercato di individuare le determinanti del controllo, utilizzando come variabile dipendente "controllingshare", ossia la quota di partecipazione che determina il controllo dell'impresa, eseguendo la regressione distinguendo l'intero campione di imprese comprendente sia le imprese statali che private, il campione delle sole imprese private e il campione riguardante esclusivamente le imprese familiari, dai quali emergono risultati simili.

Osservando la tabella A si evidenzia una relazione positiva tra la performance dell'impresa misurata tramite il ROA e la quota di controllo detenuta dal principale azionista, ma con rendimenti decrescenti evidenziati dal segno negativo della variabile quadratica. Ciò potrebbe suggerire che il principale azionista tenderebbe a vendere quote delle proprie azioni quando l'impresa raggiunge livelli elevati di performance contabili. Inoltre, il test F sottolinea come sia significativa la relazione non lineare. Focalizzando l'attenzione sulle imprese familiari, emerge una relazione negativa tra la quota di controllo e la dimensione dell'impresa, ma con rendimenti crescenti. Questa relazione ad U potrebbe suggerire che la quota di controllo è mantenuta alta in presenza di imprese piccole o grandi, mentre tende a ridursi nelle imprese di media dimensione. Inoltre, eseguendo il test F risulta statisticamente non significativa la relazione non lineare.

Considerando la variabile *fixedtoasset*, utilizzata come proxy per misurare l'alleviamento dei problemi di agenzia (*moral hazard*) dal momento che gli asset materiali sono facilmente monitorabili e consentono una minore discrezionalità gestionale, secondo quanto teorizzato da Gertler e Hubbard (1988) una maggiore

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

livello di asset materiali è generalmente associato ad un livello ottimale di proprietà manageriale inferiore. Tuttavia, nel caso specifico, non risulta significativa la relazione tra la suddetta variabile e la quota di controllo.

Analizzando la variabile relativa alla quota di partecipazione degli investitori istituzionali, la cui presenza all'interno dell'impresa, secondo la teoria dell'agenzia, contribuisce ad effettuare un'azione di monitoring che dovrebbe ridurre i costi di agenzia, per quanto concerne la relazione con la quota di controllo, emerge un effetto significativamente negativo, suggerendo come gli investitori istituzionali siano tendenzialmente restii ad investire in società con elevate quote di controllo, in quanto si ritroverebbero ad avere difficoltà nell'esercitare le azioni di monitoring della gestione.

Le altre variabili inserite nel modello risultano, infine, avere una relazione statisticamente non significativa con la quota di controllo.



## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella A: Determinanti della quota di controllo

controllingshare	All Firms	Private Firms	Family Firms
ROA100	0.2290781* (0.1291813)	0.2315001* (0.1337029)	0.3103682** (0.1504586)
ROA100 <sup>2</sup>	-0.9322122*** (0.3312903)	-0.8430352** (0.4255189)	-1.256662** (0.5234432)
lrsales	1.756684 (6.448494)	-3.916852 (9.585603)	-18.88442** (8.914888)
lrsales <sup>2</sup>	-0.0308181 (0.3437941)	0.3318256 (0.5194518)	1.064429* (0.5054757)
fixedtoasset	-0.0679923 (0.133256)	0.1163959 (0.180648)	0.0834512 (0.1595934)
fixedtoasset <sup>2</sup>	0.1491327 (0.1493469)	-0.1519721 (0.2238261)	-0.057583 (0.1987578)
institutionalshare	-0.2318119** (0.1152562)	-0.2872836* (0.1543182)	0.1666084 (0.2166443)
leverage	-0.0115472 (0.0591961)	-0.0222636 (0.0618204)	0.0123478 (0.0495341)
firmage	-0.9696565 (1.991131)	0.0433036 (2.393809)	2.611673 (1.655745)
firmage <sup>2</sup>	0.002425 (0.001495)	0.0022427 (0.001623)	0.0011703 (0.0007938)
mtb	-0.0690965 (0.1126937)	-0.1251564 (0.0967128)	0.0441756 (0.0938762)
star	0.0333196 (0.0281352)	0.03407023 (0.0295323)	0.0175834 (0.0248331)
dualshares	-0.0050406 (0.0180141)	-0.0133234 (0.0196406)	-0.0076344 (0.01814336)
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes
R2	0.08	0.08	0.12
Firms (Obs)	147 (1710)	126 (1491)	96 (1090)

errori standard robusti tra parentesi. \* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

TEST F	All Firms	Private Firms	Family Firms
ROA - ROA <sup>2</sup>	4.16**	2,07	2,88*
lrsales - lrsales <sup>2</sup>	0.36	0,85	2,25
fixedtoasset - fixedtoasset <sup>2</sup>	1.1	0,23	0,49
firmage - firmage <sup>2</sup>	1.55	1,66	5,38***

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Successivamente si è eseguita un'analisi della relazione tra performance, utilizzando il ROA come variabile dipendente, e la family ownership, in modo tale da valutare se una partecipazione diretta nella gestione da parte della famiglia possa influenzare le prestazioni dell'impresa. A tale scopo sono state utilizzate le variabili riguardanti la presenza all'interno dell'impresa di un CEO facente parte della famiglia di controllo mediante legame matrimoniale o di sangue, e distinguendo, inoltre, i casi in cui il CEO sia il fondatore o un erede del fondatore. Vengono di seguito presentati i risultati per l'intero campione di imprese (simili a quelli del campione contenente le sole imprese private, per questo motivo non riportati in tabella) e le family firms.

Per quanto concerne le evidenze riguardanti l'intero campione di imprese, osservando la tabella B, la proprietà di tipo familiare non mostra l'esistenza di un premio nelle performance, e più in generale una influenza significativa sulla redditività dell'impresa. Valutando, invece, l'impatto sulla performance dell'intensità di partecipazione della famiglia alla gestione dell'impresa considerando le diverse tipologie di CEO coinvolte, risulta un effetto significativamente negativo nei casi in cui il CEO sia il fondatore o l'erede, mentre positivo negli altri casi di CEO appartenente alla famiglia.

Infine, focalizzando l'attenzione sulle sole family firms e valutando l'effetto delle diverse tipologie di CEO familiare sulle prestazioni, considerando la concentrazione del potere manageriale nelle mani dei CEO che sono anche presidenti del Board, risulta significativa solamente la variabile relativa all'erede, la cui presenza è correlata negativamente alla redditività dell'impresa,

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

mentre il CEO fondatore, seppur non in maniera significativa, è correlato positivamente al ROA.

Tabella B: Firms Performance (ROA) e Family Ownership

ROA	All Firms				Family Firms		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
family	-0.0081741 (0.0148183)	-0.004798 (0.0142994)	-0.0071296 (0.0153348)	-0.0073005 (0.0153131)			
famceo		-0.011207 (0.0070209)	0.0220137 * (0.0130057)	0.022633* (0.0133246)	-0.0103918 (0.0083084)		
Fond_CEO			-0.03921** (0.0196316)	-0.0385035** (0.019689)		0.0036102 (0.011454)	
Erede_CEO			-0.0513067*** (0.014989)	-0.051866*** (0.01547556)			-0.0212606** (0.0089476)
CEO_Chair				-0.0016606 (0.0078337)	-0.0030474 (0.0082385)	-0.0096476 (0.0075902)	-0.0035306 (0.0077716)
controllingshare	0.019143 (0.026375)	0.017397 (0.025587)	0.0140011 (0.0232056)	-0.014085 (0.02324)	0.0161666 (0.0442875)	0.021086 (0.0468025)	0.0061672 (0.0407592)
lrsales	0.0191546*** (0.0071554)	0.0199717*** (0.0067534)	0.0221949*** (0.0070633)	0.0221528*** (0.0071133)	0.0260273** (0.0106204)	0.0239832** (0.0109725)	0.0257946** (0.0098082)
fixedtoasset	0.056062** (0.0285102)	0.0548269** (0.028467)	0.0463917 (0.0324271)	0.046581 (0.0324947)	-0.0037441 (0.0275813)	0.0046891 (0.0296715)	0.0069964 (0.0290336)
institutionalshare	-0.02224 (0.034519)	-0.02422 (0.03448)	0.0061206 (0.0392812)	0.0057556 (0.0390207)	0.0566918 (0.0513286)	0.0487667 (0.0528499)	0.0522697 (0.0521507)
leverage	-0.169111*** (0.0217265)	-0.17098*** (0.0215522)	-0.1777212*** (0.0211454)	-0.175201*** (0.0210727)	-0.1828446 *** (0.022152)	-0.1805408*** (0.0217597)	-0.1855795*** (0.0213699)
firmage	0.0108082 (0.0076487)	0.00980374 (0.00744269)	0.0091087 (0.0079912)	0.0098037 (0.0074427)	0.0099789 (0.0094802)	0.0114794 (0.0098747)	0.0109885 (0.009101)
star	0.023339*** (0.0083171)	0.023847*** (0.0828987)	0.0196287** (0.0083153)	0.023847** (0.0082899)	0.011609 (0.0090023)	0.0110659 (0.0089526)	0.0104003 (0.0089369)
dualshares	0.0008945 (0.0060287)	0.0020569 (0.0057330)	0.0011009 (0.006324)	0.002057 (0.0057331)	-0.0102845 (0.0070455)	-0.0104815 (0.0074814)	-0.0097091 (0.0067986)
Year fixed effects	Yes				Yes		
Firm fixed effects	Yes				Yes		
R2	0.23	0.23	0.25	0.25	0.33	0.32	0.32
Firms (Obs)	147 (1709)	147 (1709)	116 (1394)	116 (1394)	91 (1060)	91 (1060)	91 (1060)

errori standard robusti tra parentesi. \* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

---

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Passando alle regressioni riguardanti il valore di mercato dell'impresa, misurato tramite la Q di Tobin, per gli stessi campioni appena analizzati, risulta che, per quanto concerne l'intero campione di imprese, la presenza di un CEO familiare, contrariamente alle evidenze relative al ROA, è correlata negativamente al valore di mercato, così come risulta invertito anche il segno, questa volta positivo, relativo sia al CEO fondatore che erede. Infine, focalizzando l'attenzione sulle sole family firms, pur non essendoci evidenze statisticamente significative, si può dedurre come il mercato azionario valuti maggiormente le imprese in cui il CEO è il Fondatore (risultato in colonna 6, seppur non significativo ma con p-value comunque prossimo al 10%<sup>1</sup>), mentre meno qualora il CEO sia un erede, in linea con la letteratura esistente e con quanto trovato da Miller et al. (2007) secondo i quali il fondatore sia associato a un premio di performance nelle family firms, mentre gli eredi abbiano, invece, un impatto negativo.

## 5. Analisi empirica su un campione di società quotate italiane

Tabella C: Firm Performance (QTobin) e Family Ownership

QTobin	All Firms				Family Firms		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
family	0.0367274 (0.0848055)	0.0453686 (0.084897)	0.056352 (0.1137701)	0.0439824 (0.1089572)			
famceo		-0.0285755 (0.0589445)	-0.1143285* (0.0635034)	-0.0710851 (0.0705923)	0.0795399 (0.0931594)		
Fond_CEO			0.1986117* (0.1145661)	0.2417881** (0.1199719)		0.170697 <sup>1</sup> (0.1162343)	
Erede_CEO			0.0145996* (0.0882001)	0.0512693 (0.0953548)			-0.0669401 (0.0957317)
CEO_Chair				-0.1161086 (0.0911063)	-0.1881049 (0.1216736)	-0.1552154 (0.0954427)	-0.1142198 (0.093601)
controllingshare	-0.3334038 (0.2885151)	-0.3378466 (0.2876581)	-0.201763 (0.2375548)	-0.1930646 (0.2384694)	0.1126878 (0.3903221)	-0.0618867 (0.3707011)	-0.0945301 (0.3636842)
lrsales	-0.0998089 (0.0789125)	-0.097829 (0.0794218)	0.0376316 (0.0513719)	0.0362891 (0.0512164)	-0.0340395 (0.1198164)	0.0830087 (0.0793711)	0.0848006 (0.0807844)
fixedtoasset	0.0356888 (0.5304099)	0.0328918 (0.5304828)	0.0499997 (0.2168784)	0.0601881 (0.2146683)	-10.057707 (0.8866837)	-0.1998193 (0.281743)	-0.2347744 (0.2915944)
institutionalshare	-0.3647806 (0.3403041)	-0.3695727 (0.3411109)	-0.1695989 (0.2518144)	-0.1919338 (0.2446512)	0.0436451 (0.4643612)	0.1995274 (0.4224651)	0.1880811 (0.4184554)
leverage	-0.2252631 (0.2885445)	-0.229791 (0.2891675)	-0.0605668 (0.2713896)	-0.0538108 (0.2679271)	-0.3928124 (0.3977874)	-0.1915048 (0.3178629)	-0.1863119 (0.3311629)
firmage	0.6132007 (0.0809072)	0.6106958 (0.0813413)	0.5842437*** (0.0805265)	0.5839362*** (0.0795938)	0.6737183*** (0.1255064)	0.5935576*** (0.098777)	0.580985*** (0.0974752)
star	0.0271452 (0.1157423)	0.0278651 (0.1147328)	-0.0606696 (0.0976475)	-0.0593733 (0.0972144)	-0.0596547 (0.1354194)	-0.0982273 (0.1258425)	-0.0879528 (0.1242393)
dualshares	-0.0955006 (0.0560209)	-0.0925715 (0.0521101)	-0.1626191*** (0.0465652)	-0.1586887*** (0.046661)	-0.1638867** (0.0707864)	-0.2042296*** (0.0603402)	-0.1903148*** (0.0621203)
Year fixed effects	Yes				Yes		
Firm fixed effects	Yes				Yes		
R2	0.11	0.11	0.14	0.14	0.12	0.17	0.16
Firms (Obs)	147 (1736)	147 (1736)	147 (1736)	116 (1412)	96 (1105)	91 (1076)	91 (1076)

errori standard robusti tra parentesi. \* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

## **Conclusioni**

L'obiettivo prefissato con lo svolgimento di questa tesi è stato quello, da un lato, di descrivere l'evoluzione della Corporate Governance e degli assetti proprietari delle imprese italiane, sia quotate che non, a partire dalla metà degli anni '90 ad oggi, periodo durante il quale il quadro giuridico ed economico italiano relativo ai mercati finanziari ha subito importanti sviluppi in seguito all'ondata di privatizzazioni e alla percezione che le inefficienze e problemi dei mercati fosse in gran parte correlata all'insufficiente protezione degli investitori, dall'altro, di verificare la possibile esistenza di significative relazioni tra le variabili riguardanti la proprietà, il controllo e le performance delle imprese quotate presso la Borsa Italiana.

Nello svolgere la presente tesi si è, inizialmente, proceduto introducendo il tema della Corporate Governance e di come un buon governo dipenda dal contesto giuridico e istituzionale del Paese, dal grado di "law enforcement" e di tutela degli investitori, e sia influenzato da vari elementi quali, ad esempio, la presenza di una struttura proprietaria concentrata o diffusa, il grado di separazione tra proprietà e controllo, il sistema di governo adottato, la presenza di investitori istituzionali e il grado di partecipazione della famiglia nella gestione aziendale. È stato, quindi, trattato il concetto del problema di agenzia che scaturisce dalla separazione dei poteri tra proprietà e controllo a causa dei diversi interessi perseguiti dagli attori coinvolti all'interno dell'impresa e, sono stati discussi i meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance che vengono attuati per disciplinare il management e mitigare i conflitti di interesse, evidenziando come ciascuno di essi, da solo, non sia sufficiente ad allineare gli interessi tra gli stakeholders e garantire un buon governo. Nella sezione successiva, è stata

presentata una panoramica sulla situazione relativa al contesto italiano, mostrando l'evoluzione della corporate governance nelle imprese italiane a partire dalla metà degli anni 90', analizzando nello specifico, le variazioni riguardanti la concentrazione proprietaria, i modelli di controllo, il ruolo degli investitori istituzionali come strumento di monitoring e l'utilizzo degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo quali i patti parasociali, gruppi piramidali e delle azioni dual class che hanno caratterizzato le imprese italiane nel tempo. Per quanto concerne le società non quotate, le imprese risultano aver mantenuto stabilmente nel tempo una elevata concentrazione proprietaria, con una quota media detenuta dal largest shareholder di circa il 66% e di una quota posseduta dagli altri azionisti rilevanti (quota media del secondo e del terzo maggiore azionista) di circa il 30%, mentre la tipologia di azionista di controllo finale predominante risulta essere quella familiare.

Relativamente alle società quotate, esse sono tradizionalmente caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla ridotta contendibilità del controllo. La staticità degli assetti proprietari nelle società quotate italiane riflette fattori strutturali e culturali, presenti anche nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, legati a una diffusa resistenza da parte dei soggetti che controllano le società quotate ad accettare diluizioni delle proprie quote di proprietà che possano compromettere la stabilità del controllo. Dall'osservazione complessiva negli anni emergono solamente piccole variazioni. In particolare, per quanto riguarda la concentrazione proprietaria, i dati evidenziano una sostanziale stabilità nel lungo periodo, con una leggera tendenza ad una maggiore diffusione in seguito ai processi di privatizzazione avvenuti a fine anni '90. La partecipazione media detenuta dal principale azionista è rimasta pressoché stabile circa 47% , mentre, dopo una iniziale crescita dal 1998 (15%) al 2011 (18%), continua, invece, a ridursi la

partecipazione media degli altri azionisti rilevanti (12% a fine 2017), e, contestualmente, è complessivamente cresciuta la quota detenuta dal mercato (40% del capitale a fine 2017). L'agente di controllo finale risulta essere il modello di tipo familiare (presente, a fine 2017, in 145 società quotate, che rappresentano il 33,5% della capitalizzazione di mercato e in aumento rispetto al 26,4% nel 2012).

Per quanto riguarda i patti parasociali, nonostante un aumento iniziale dell'utilizzo tra gli anni '90 e il 2010, si è successivamente assistito al declino dell'utilizzo di questo meccanismo. Le ragioni di tale tendenza, si potrebbero attribuire al crescente peso che gli investitori istituzionali hanno acquisito nel capitale delle società quotate, per cui i patti parasociali vengono considerati come una limitazione ad una corretta gestione della società. Di conseguenza l'attrattività di nuovi capitali potrebbe essere messa a rischio dall'esistenza di patti di sindacato formalizzati con l'obiettivo di mantenere il controllo della società. Questo il più delle volte si è dimostrato un valido deterrente alla attuazione di tali patti, determinandone così nel corso degli anni un lento declino. Perciò la presenza dei patti parasociali nelle società quotate di questi anni, non è più indirizzato al mantenimento del controllo ma a regolare il comportamento dei soci. Inoltre, si è assistito ad una riduzione nel tempo della separazione tra proprietà e controllo, con una diminuzione del numero di società appartenenti gruppi piramidali.

Un ulteriore aspetto strutturale analizzato riguarda la presenza di investitori istituzionali nelle società quotate italiane. In base alla teoria dell'agenzia la presenza di investitori istituzionali contribuisce ad effettuare una azione di monitoring che dovrebbe ridurre i costi di agenzia, per cui la loro figura assume un ruolo rilevante all'interno delle società. Nel tempo si è assistito ad una riduzione complessiva della presenza di investitori istituzionali, segnalando, in



particolare, un netto calo della presenza di investitori istituzionali italiani e il contestuale aumento di quelli esteri.

Infine, nell'ultima sezione è stata eseguita un'analisi empirica su un campione di società italiane non finanziarie quotate presso la Borsa Italiana tra il 2000 e il 2017, al fine di valutare la relazione tra proprietà, controllo e performance. Dall'analisi delle determinanti della quota di controllo, le evidenze mostrano una relazione positiva tra la performance dell'impresa misurata tramite il ROA e la quota di controllo detenuta dal principale azionista, con rendimenti decrescenti, suggerendo che il principale azionista tenderebbe a vendere quote delle proprie azioni quando l'impresa raggiunge livelli elevati di performance.

Focalizzando l'attenzione sulle imprese familiari, emerge una relazione negativa tra la quota di controllo e la dimensione dell'impresa, ma con rendimenti crescenti. Questa relazione ad U potrebbe suggerire che la quota di controllo è mantenuta alta in presenza di imprese piccole o grandi, mentre tende a ridursi nelle imprese di media dimensione. Successivamente si è eseguita un'analisi della relazione tra performance, utilizzando il ROA e la Q di Tobin come variabili dipendenti, e la family ownership, in modo tale da valutare se una partecipazione diretta nella gestione da parte della famiglia possa influenzare le prestazioni dell'impresa, valutando l'effetto dell'intensità del potere manageriale della famiglia, distinguendo tra le diverse tipologie di CEO. Dai risultati emerge, per quanto concerne l'intero campione di imprese, un effetto della presenza del CEO familiare positivo sul ROA e negativo sul valore di mercato dell'impresa, mentre risultano negativamente correlati al ROA e positivamente alla Q di Tobin, il CEO fondatore e l'erede.

Analizzando, il sottogruppo delle family firms risulta, in relazione al ROA, significativa solamente la variabile relativa all'erede, la cui presenza è correlata

negativamente alla redditività dell'impresa, a differenza del CEO fondatore che, seppur non in maniera significativa, è correlato positivamente alle prestazioni. Infine, in relazione alla Q di Tobin, pur non essendoci evidenze statisticamente significative, si può dedurre come il mercato azionario valuti maggiormente le imprese in cui il CEO è il Fondatore, mentre meno qualora il CEO sia un erede, in linea con i risultati offerti dalla letteratura esistente.

## **Bibliografia**

“A survey of corporate governance” Shleifer, Andrei e Vishny, *Journal of Finance*, 1997

“The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems” Jensen, M., 1993

"Corporate Governance, Some Theory and Applications", Hart, O., *The Economic Journal*, 1995

John, K., and L. Senbet, “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, 1998

“Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate Borsa Italiana S.P.A”, 1999

G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD 2015

"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Jensen, M., and W. Meckling, 1976

George A. Akerlof, “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism” 1970

Jensen, M., and K. Murphy, 1990, "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy* 98, 225-264

Agrawal, A., and C. Knoeber, 1998, "Managerial Compensation and the Threat of Takeover”, *Journal of Financial Economics* 47, 219-239

Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” 1990, *Journal of Finance* 45, 31-48

Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart “Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, 1980

Jensen, M., and R. Ruback, "The Market for Corporate Control - the Scientific Evidence" 1983

Martin, K., and J. McConnell, "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Managerial Turnover", 1991

- Hart, O., "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", 1983
- Jensen, M, "Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate finance and Takeovers", 1986
- Fama, E, "Agency Problems and the Theory of the Firm", 1980
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Vishny "Law and Finance",1998
- Paolo Santella, Carlo Drago, Giulia Paone "Who Cares about Director Independence?", 2007
- L. Gomez Mejia, M. Makri, M. Larraza-Kintana "The Determinants of executive compensation in family-owned",2003
- Ronald C. Anderson, David M.Reeb "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500",2003
- Marcello Bianchi, Magda Bianco "Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", 2006
- Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi , Sauro Mocetti "Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Questioni di Economia e Finanza, 2019
- "Corporate Ownership and Governance of Italian Listed Firms A focus on "Family" Firms (2000-2017)", 2019, Laura Rondi, Laura Abrardi, Enrico Gallo
- Demsetz, H., K. Lehn "The structure of Corporate Ownership: causes and consequences" 1985
- Giorgio Brunello, Clara Graziano, Bruno Parigi "Executive compensation and firm performance in Italy", 2001
- Grossman S, Hart O. "One Share/One vote and the Market for Corporate Control", 1988
- <https://www.borsaitaliana.it>
- Myers, S., N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", 1984

Morck R., Andrei Shleifer, Vishny R. “ Management ownership and market valuation: an empirical analysis”, 1988

McConnell, J., Servaes, H., “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, 1990

Steen Thomsen, Torben Pedersen ”Ownership Structure and economic performance in the largest European companies “, 2000

Danny Miller, Isabelle Le Breton-Miller, Richard H. Lester, Albert A. Cannella Jr. “Are family firms really superior performers?”, 2007

Janis Berzins, Øyvind Bøhren, Bogdan Stacescu “The Performance Premium of Family Firms: Evidence from Population Data”, 2018

Janis Berzins Øyvind Bøhren Bogdan Stacescu “Family participation and the performance of new firms”

Marianne Bertrand, Antoinette Schoar “The Role of Family in Family Firms”, 2006

Roberto Barontini, Giovanni Siciliano “Equity Prices and the Risk of Expropriation: an Analysis of the Italian Stock Market”, 2003

S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D’Eramo, N. Linciano “La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”, 2014, CONSOB

“Report on corporate governance of italian listed companies”, Consob, dal 2012 al 2018

Relazioni annuali Consob, dal 1990 al 2018

“Corporate Governance in Italy: Compliance, Remunerations and comply-or-explain” 2017, Assonime Emittenti titoli S.p.A.