

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BERGAMO

Facoltà di Economia

Dottorato in Marketing per le Strategie d'Impresa – XXI ciclo



CORPORATE GOVERNANCE E ASSETTI PROPRIETARI
LA GOVERNANCE DEI GRUPPI AZIENDALI

Supervisore:

Chiar.mo Prof. Angelo Miglietta

Tesi di Dottorato di
Riccardo RAPELLI
Matricola n. 700213

“Tanto più una tesi riceve accurata e inesorabile formulazione, tanto più irresistibilmente essa richiama l’antitesi”.

H. Hesse.

CORPORATE GOVERNANCE E ASSETTI PROPRIETARI

LA GOVERNANCE DEI GRUPPI AZIENDALI

INDICE	3
1. CORPORATE GOVERNANCE: ASPETTI TEORICI	
1.1 Introduzione	5
1.2 La <i>agency theory</i>	8
1.2.1 La discrezionalità manageriale	21
1.2.2 I problemi connessi alla relazione di agenzia	24
1.2.3 La critica alla teoria dell'agenzia	25
1.3 Le altre teorie relative alla <i>corporate governance</i>	27
1.3.1 La <i>transaction cost economics theory</i> (cenni)	27
1.3.2 La <i>stewardship theory</i> (cenni)	30
1.3.3 La <i>stakeholder theory</i> (cenni)	31
1.4 Il ruolo dei codici di autodisciplina e delle <i>best practices</i>	33
1.5 La mancanza di una <i>governance theory</i>	35
1.6 Conclusioni	36
2. CORPORATE GOVERNANCE E ASSETTI PROPRIETARI	
2.1 Introduzione	39
2.2 I principali contributi in tema di assetti proprietari	40
2.2.1 L'approccio <i>law and finance</i> allo studio degli assetti proprietari delle imprese ..	40
2.2.1.1 Tutela degli investitori e assetti proprietari	42
2.2.1.2 Studi empirici sugli assetti proprietari	50
2.2.1.3 I modelli di distribuzione dei dividendi	62
2.3 L'assetto proprietario delle imprese italiane	66

2.4	Il controllo familiare	69
2.5	Conclusioni	72
3.	I GRUPPI D'IMPRESE COME MODELLO DI ASSETTO PROPRIETARIO DELLE IMPRESE ITALIANE	
3.1	Introduzione	75
3.2	I gruppi di imprese: profili economico-aziendali	77
3.3	Le ragioni alla base della creazione di un gruppo societario	79
3.3.1	Il gruppo come forma organizzativa	79
3.3.2	Il gruppo come strumento per frazionare il rischio d'impresa	81
3.3.3	Il gruppo come strumento di separazione della proprietà dal controllo	82
3.4	L'attività di direzione e coordinamento	84
3.5	L'attuazione dell'attività di direzione e coordinamento	89
3.5.1	Gli organi esecutivi nei gruppi societari	90
3.5.2	Il ruolo degli amministratori indipendenti	91
3.6	La responsabilità derivante dall'attività di direzione e coordinamento	95
3.6.1	La valutazione del risultato complessivo	99
3.7	I risultati di un'analisi empirica	103
3.7.1	La scelta del campione da analizzare	104
3.7.2	Definizione delle variabili	109
3.7.3	I risultati dell'analisi delle correlazioni tra le variabili	111
3.8	Conclusioni.....	120
3.9	Limiti e possibili sviluppi	124
3.10	Allegati	126
4.	BIBLIOGRAFIA	153
5.	RINGRAZIAMENTI	163

1. CORPORATE GOVERNANCE: ASPETTI TEORICI

1.1 INTRODUZIONE

Il dibattito attorno alla corporate governance può sembrare piuttosto recente, essendo ormai divenuto uno dei temi più trattati in tutto il mondo negli ultimi 10-15 anni.

Questo rinnovato interesse, come ormai tutti sanno, è dovuto ai tremendi scandali finanziari (Enron, Barings Bank, Royal Ahold, Parmalat, per citarne alcuni) che hanno portato all'emersione di numerosi casi di *corporate malpractices* quali la diffusione di dati contabili falsi, l'effettuazione di operazioni in conflitto d'interesse, l'assenza di relazione tra remunerazione del management e performance, ecc.

Questi scandali hanno messo a dura prova il sistema economico, finanziario e sociale dei Paesi nei quali si sono verificati, ed hanno dimostrato che i sistemi di corporate governance rivestono un ruolo vitale per il corretto funzionamento dell'intero sistema economico, in quanto coinvolgono interessi che si ripercuotono, ad esempio:

- sul mercato dei capitali, in quanto le crisi nei sistemi di corporate governance generano incertezza e timore negli investitori;
- sul sistema economico, poiché i fallimenti delle grandi imprese hanno causato – a loro volta – i fallimenti o le crisi dei propri fornitori, che hanno visto “bruciarsi” i propri crediti;
- sul mercato del lavoro, poiché tali fallimenti hanno causato la perdita di migliaia di posti di lavoro;
- sul sistema sociale, a causa delle ripercussioni sulla vita dei dipendenti che hanno perso il posto di lavoro e, in molti casi, anche la propria pensione.

Anche l'attuale crisi economica e finanziaria, diffusasi a livello mondiale a partire dalla seconda metà del 2008, ha portato con sé avvenimenti di portata storica che hanno messo ulteriormente in discussione i temi della tutela degli investitori e dei mercati, ed in generale i grandi temi della corporate governance.

Queste brevi considerazioni possono spiegare perché è emerso così intenso il dibattito sulla corporate governance e, soprattutto, perché si è assistito ad una vasta produzione

normativa, ad esempio in tema di controlli endosocietari e di mercato, ed all'aggiornamento di numerosi codici di autodisciplina¹.

Nonostante possa sembrare che il tema sia di origine recente, le teorie sottostanti lo sviluppo della corporate governance (sebbene non sembra vi sia ancora una vera e propria “*corporate governance theory*”, come si approfondirà in seguito) sono apparse in tempi molto più lontani, e traggono spunto da una varietà di discipline quali *law*, *business*, *finance*, *economics*, *accounting*, *business ethics*, ecc.².

Tali teorie si sono originate fin dai tempi di Adam Smith, il quale già nel 1838 evidenziava la problematica connessa alla separazione tra proprietà e controllo³, anche se il primo contributo che ha dato notevole impulso al tema è riconosciuto nel lavoro di Berle e Means (1932)⁴ “*The modern corporation and private property*”, nel quale è contenuta un’analisi della struttura proprietaria delle grandi *corporation* statunitensi, caratterizzata da una netta separazione tra proprietà e controllo di un’impresa⁵.

¹ “*Company law reform seems to be on the agenda in nearly all of our countries*”. v. OECD, *Modern company law problems: a European perspective*, 2000, p. 3.

² “*Corporate governance is one of the most topical and controversial areas of business and finance*”. v. BECHT – JENKINSON – MAYER, *Corporate governance: an assessment*, in *Oxford review of Economic Policy*, vol. 21, n. 2, 2005, pag. 155.

³ “*...the directors of such companies [joint stock companies] however being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance [as if it were their own]*”. v. SMITH A., *The wealth of the Nations*, Ward Lock, London, 1838. Citazione ripresa da MALLIN C. A., *Corporate governance (second edition)*, Oxford University Press Inc., New York, 2007, p. 13.

⁴ BERLE A. A. – MEANS G. C., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

⁵ I due autori “*segnalavano che, nel 1929, 88 delle 200 aziende industriali più importanti degli Stati Uniti erano controllate dal management e che la separazione tra proprietà e gestione rappresentava una causa di inefficienza. Gli autori raccomandavano di migliorare l’informazione fornita agli azionisti e stabilire meccanismi di controllo sul management*”. v. ALBET J., *Guida pratica alla corporate governance*, edizione italiana a cura di S. Modena e A. Scafidi, Egea, Milano, 2005, p. 2.

Le teorie che sono state utilizzate nel tempo per spiegare i meccanismi di corporate governance sono molteplici⁶, e le principali sono:

- la *agency theory*;
- la *transaction cost economics theory*;
- la *stewardship theory*;
- la *stakeholder theory*.

Nel proseguo si è cercato di esporre sinteticamente l'evoluzione della letteratura sulla corporate governance sulla base di questa classificazione, evidenziando i contributi più rilevanti di ciascuna corrente teorica.

I temi affrontati riguardano essenzialmente i due principali soggetti dell'impresa: gli azionisti, ovvero coloro che detengono il diritto di proprietà sull'impresa, ed i manager, ovvero coloro che detengono il diritto/dovere di governo dell'impresa.

La struttura proprietaria è stata oggetto dell'attenzione degli studiosi da tempo, fin dalla teoria della separazione tra proprietà e controllo sviluppata negli Stati Uniti agli inizi del XX secolo, la quale sosteneva l'efficienza del modello a proprietà diffusa. Attualmente ha invece preso vigore un filone di letteratura che, preso atto della maggiore del modello a proprietà concentrata, ne analizza i possibili vantaggi e svantaggi. Un argomento di particolare interesse è relativo al ricorso ai gruppi piramidali, che consentono di detenere il controllo di numerose società con investimenti limitati, e che sono caratterizzati da rilevanti rischi di conflitto d'interesse. A tali temi sono dedicati in particolare il secondo ed il terzo capitolo del presente lavoro.

Nel primo capitolo, la letteratura analizzata, di stampo prevalentemente anglosassone, si concentra sul tema della relazione tra azionisti e manager. Il consiglio di amministrazione, in particolare, è stato oggetto di numerosi studi volti ad indagare quale ruolo tale organo rivesta nel governo societario, la relazione tra la remunerazione del management e la performance aziendale, l'evidenziazione dei limiti del *board* come

⁶ "Given that many disciplines have influenced the development of corporate governance, the theories that have fed into it are quite varied". v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 12.

strumento di monitoraggio nel caso di frodi societarie, il ruolo dei consiglieri indipendenti, ecc.

1.2 LA AGENCY THEORY

Una delle principali problematiche relative alla corporate governance è certamente quella legata alla separazione tra proprietà e controllo che, come evidenziato da Berle e Means, è tipica delle grandi *corporation* americane. Questo aspetto è stato studiato prendendo come riferimento la cosiddetta teoria dell'agenzia⁷, sulla quale ha preso corpo una parte rilevante della letteratura sulla corporate governance⁸.

Applicata alla corporate governance, la teoria dell'agenzia è stata definita in grado di spiegare il rapporto esistente tra gli azionisti (*principal*) ed i manager (*agent*)⁹. In tale ottica “*un sistema perfetto di corporate governance dovrebbe fornire ai manager i giusti incentivi per prendere tutte le decisioni di investimento e di finanziamento in un'ottica di massimizzazione del valore*”¹⁰.

La teoria dell'agenzia si è sviluppata lungo due filoni¹¹: un primo definito “positivista” ed uno definito “*principal-agent*”; entrambi hanno in comune l'unità di analisi: il

⁷ La “*agency theory*” è stata utilizzata in vari campi dagli studiosi di *accounting, economics, finance, marketing, political science, organizational behavior* e *sociology*.

⁸ “*Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency*”. v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, v. 3, n. 4. “*A significant body of work has built up in this area within the context of the principal-agent framework*”. v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 13.

⁹ La teoria dell'agenzia definisce la relazione tra azionisti e manager come “un contratto nel quale l'azionista assume il manager delegando determinate attività e talune responsabilità decisionali”. v. DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005, p. 12.

¹⁰ v. DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., *op. citata*, p. 8.

¹¹ I primi ragionamenti in merito alla separazione tra i due filoni di ricerca sembrano essere riconducibili a Michael Jensen: “*Since the original papers by Spence and Zeckhauser [1971] and Ross [1973], substantial attention has been given to the development of the theory of agency. Interestingly, that development has resulted in two almost entirely separate and valuable literatures that nominally address*

contratto tra il principale e l'agente. I due filoni, in ogni caso, risultano essere non in contrasto ma complementari¹².

I cosiddetti "positivisti" hanno identificato le situazioni nelle quali principale ed agente hanno obiettivi in conflitto, descrivendo i meccanismi di governance adatti a limitare i comportamenti opportunistici di quest'ultimo. Inoltre tale filone si è concentrato quasi esclusivamente sullo studio dei meccanismi di governance applicati alla relazione di agenzia tra gli azionisti ed i manager delle grandi imprese a proprietà diffusa¹³.

Tra i positivisti, in particolare, tre articoli sono stati particolarmente influenti: Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983).

In confronto al filone positivista, quello definito "*principal-agent*" è relativo ad una più generale teoria sulla relazione tra principale ed agente, maggiormente astratto¹⁴ ed applicabile a più relazioni rispetto a quella azionista-manager¹⁵.

the same problem. [...] what I have labelled the "positive theory of agency". The other literature has acquired the label "principal-agent". v. JENSEN M. C., *Organization theory and methodology*, The Accounting Review, n.vol. LVIII, n. 2, April, 1983, p. 334. "Agency theory has developed along two lines: positivist and principal-agent. The two streams share a common unit of analysis: the contract between the principal and the agent". v. EISENHARDT K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, January, 1989, p. 59.

¹² "The important point is that the two streams are complementary: Positivist theory identifies various contract alternatives, and principal-agent theory indicates which contract is the most efficient under varying levels of outcome uncertainty, risk aversion, information, and other variables described below". V. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 60.

¹³ "Positive researchers have focused almost exclusively on the special case of the principal-agent relationship between owners and managers of large, public corporations". "From a theoretical perspective, the positivist stream has been most concerned with describing the governance mechanisms that solve the agency problem". v. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 58.

¹⁴ "The principal-agent literature is generally mathematical and non-empirically oriented, while the positive agency literature is generally non-mathematical and empirically oriented". v. JENSEN M. C. (1983), *op. citata*, p. 334

¹⁵ "Principal-agent researchers are concerned with a general theory of the principal-agent relationship, a theory that can be applied to employer-employee, lawyer-client, buyer-supplier, and other agency relationship. [...] In contrast, the positivist writers have focused almost exclusively on the special case of the owner/CEO relationship in the large corporation". V. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 60.

Come detto, particolarmente rilevante è il contributo di Jensen e Meckling (1976), rientrante nella corrente cosiddetta “positivista”, il quale fornisce numerosi spunti di interesse sia sul fronte della *agency theory*, sia per le tematiche connesse alla corporate governance.

Jensen and Meckling spiegano come all’epoca non esistesse ancora una teoria che spiegasse come gli obiettivi contrapposti degli individui che operano in una impresa raggiungano un punto di equilibrio¹⁶, e che una teoria dell’impresa basata sul modello della massimizzazione del valore della stessa sia inadeguata a spiegare i comportamenti dei manager nelle grandi *corporations*. Il concetto è ripreso ed approfondito dallo stesso Jensen (1983)¹⁷, mentre una critica alla classica teoria dell’impresa è discussa da Fama (1980)¹⁸.

I due autori si inseriscono nel filone della cosiddetta visione contrattualistica dell’impresa, stimolato inizialmente dal lavoro di Coase (1937)¹⁹. Alla base di tale concezione dell’impresa vi è la considerazione che i diritti di proprietà (*property rights*) sono in genere regolati attraverso contratti, sia impliciti che espliciti, e quindi i comportamenti degli individui operanti in un’organizzazione, incluso il comportamento dei manager, dipenderà dalla natura di tali contratti²⁰.

¹⁶ “*We have no theory which explain how the conflicting objectives of the individual participants are brought into equilibrium so as to yield this result*”. v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

¹⁷ “*Unfortunately, the vast literature of economics that falls under the label of “Theory of the Firm” is not a positive theory of the firm, but rather a theory of markets. The organization or firm in that theory is little more than a black box that behaves in a value – or profit – maximizing way. In most economic analyses, the firm is modelled as an entrepreneur who maximized profits in an environment in which all contracts are perfectly and costlessly enforced*”. v. JENSEN M. C. (1983), *op. citata*, p. 325.

¹⁸ “*This literature [the classical theory] fails to explain the large modern corporation in which control of the firm is in the hands of managers whi are more or less separate from the firm’s security holders*”. v. FAMA E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, p. 289.

¹⁹ COASE R., *The nature of the firm*, *Economica*, 1937, pp. 386 – 405.

²⁰ “*Since the specification of rights is generally affected through contracting (implicit as well as explicit), individual behaviour in organizations, including the behaviour of managers, will depend upon the nature of these contracts*”. v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

In una visione utopica gli azionisti potrebbero assumere i manager sulla base di contratti nei quali stabilire come questi ultimi debbano agire in qualsiasi circostanza e come ripartire i profitti derivanti dalla gestione. Poiché ciò non è evidentemente possibile, gli azionisti devono adoperarsi per porre in essere un sistema di monitoraggio dell'operato del management e di incentivi allo stesso.

Jensen and Meckling spiegano efficacemente il significato della visione contrattualistica: l'impresa è vista come una "finzione giuridica" (*legal fiction*) che serve come punto di incontro di un insieme di relazioni contrattuali tra diversi individui²¹; si tratta peraltro di una visione "allargata", in quanto le relazioni contrattuali che formano l'essenza dell'impresa sono in pratica quelle che si instaurano con tutti gli *stakeholders* (dipendenti, fornitori, clienti, ecc.)²².

Enfatizzando al massimo la natura contrattuale dell'impresa, gli autori ne danno la seguente definizione: "*the private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organizations which can generally be sold without permission of the other contracting individuals*".

In questa visione l'impresa non è altro che un insieme di complesse relazioni (ossia i contratti) instauratesi tra la finzione giuridica (ossia l'impresa), coloro che detengono i fattori della produzione (capitale, terra e lavoro) ed i clienti²³. La natura essenzialmente contrattuale fa emergere quindi la problematica che è poi l'essenza della teoria dell'agenzia: l'impresa è un insieme di relazioni tra individui che hanno interessi in conflitto tra loro, poiché tendono a massimizzare la propria utilità, e raggiunge

²¹ "It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals". v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

²² "Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors and so on. The problem of agency costs and monitoring exist for all of these contracts". v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

²³ "The firm is viewed as a set of contracts among factors of production, with each factor motivated by its self-interest". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 289.

l'equilibrio (tra gli interessi) attraverso una contrattualizzazione, esplicita o implicita, delle relazioni che la compongono²⁴.

La teoria dell'agenzia è alla base di questa visione "contrattualistica" dell'impresa, la quale definisce la relazione tra azionisti e manager come un contratto con cui l'azionista assume i manager delegando determinate attività e responsabilità decisionali²⁵.

Tale teoria è stata, ed è tuttora, utilizzata per studiare quella che è da molti indicata come la principale problematica della corporate governance²⁶.

La questione fondamentale evidenziata dalla teoria dell'agenzia riguarda il fatto che i principali (gli azionisti) non sono in grado di controllare in modo efficace l'operato dell'agente (il manager). Questo problema rileva ed è particolarmente presente nelle imprese a proprietà diffusa, come ad esempio le società per azioni quotate nei mercati regolamentati. Al contrario il problema è meno sentito nelle imprese di minori dimensioni o nelle quali vi è la presenza di un azionista di controllo, il quale potrebbe monitorare direttamente il management²⁷.

²⁴ "The striking insight of [...] Jensen and Meckling (1976) is in viewing the firm as a set of contracts among factors of production. In effect, the firm is viewed as a team whose members act from self-interest but realize that their destinies depend to some extent on the survival of the team in its competition with other teams". v. FAMA E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, n. 88, p. 289. "Gli obiettivi contrastanti dei vari soggetti raggiungono l'equilibrio in uno schema di relazioni contrattuali". v. DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., *op. citata*, p. 13.

²⁵ "We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent". v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

²⁶ "Much of agency theory as related to corporations is set in the context of the separation of ownership and control as described in the work of Berle and Means (1932). In this context, the agents are the managers and the principals are the shareholders, and this is the most commonly cited agency relationship in the corporate governance context". v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 13.

²⁷ "Diffuse ownership of securities is beneficial in terms of an optimal allocation of risk bearing, but its consequence is that the firm's security holders are generally too diversified across the securities of many firms to take much direct interest in a particular firm". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 293. "La delega dell'attività di monitoraggio è particolarmente importante nelle imprese a proprietà diffusa. Un azionista di controllo potrebbe monitorare da vicino il top management; al contrario, in presenza di una moltitudine di piccoli azionisti, ognuno dei quali è detentore di una modesta quota proprietaria, il

La teoria in esame parte dal presupposto che se tutte le parti coinvolte nella relazione di agenzia massimizzano la propria utilità, è probabile che l'agente non opererà sempre nel migliore interesse del principale. È per questo motivo che il principale dovrà cercare di limitare i comportamenti dell'agente che non massimizzano la propria utilità sia stabilendo un appropriato sistema di incentivi, sia sostenendo dei costi per il controllo. Nonostante ciò è probabile che l'operato del management rispetto a quello che avrebbe massimizzato l'utilità degli azionisti sia comunque differente: tale differenza è definita come "*residual loss*".

In particolare il sistema di monitoraggio include ad esempio le attività di auditing ed il sistema di controllo interno, la fissazione di limiti di budget ed un sistema di incentivi finalizzato ad allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti.

Le cosiddette "*bonding activities*", invece, hanno la funzione di vincolare i manager e garantire gli azionisti contro eventuali azioni sleali da parte dei manager; esse possono includere ad esempio garanzie contrattuali in merito alla certificazione dei bilanci da parte di auditor esterni, limitazioni contrattuali al potere decisionale dei manager, ecc.

L'insieme dei costi sostenuti dagli azionisti per tutte queste attività, oltre che la perdita residuale di utilità, costituiscono i cosiddetti "*agency costs*"²⁸, che rappresentano in ultima analisi i costi connessi con la separazione tra proprietà e controllo già evidenziati da Adam Smith e resi popolari da Berle e Means, come già ricordato.

Il modello organizzativo disegnato dalla teoria dell'agenzia si basa su tre ipotesi fondamentali:

- i soggetti (agente e principale) agiscono cercando di massimizzare la propria utilità;
- l'agente (manager) beneficia di una asimmetria informativa rispetto al principale (azionista), in quanto conosce meglio l'impresa in cui opera;

singolo investitore non ha sufficienti incentivi a spendere tempo e denaro nel monitoraggio e lascerà il compito agli altri azionisti, guadagnando gratuitamente dal loro sforzo". v. DALLOCCCHIO M. – TAMAROWSKI C., op. citata, pp. 13-14.

²⁸ "We define agency costs as the sum of:

- *the monitoring expenditures by the principal;*
- *the bonding expenditures by the agent;*
- *the residual loss". v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), op. citata.*

- la distribuzione dei risultati economici ai soggetti è differente: la remunerazione dei manager è fissa o comunque ha una parte fissa, mentre quella degli azionisti è inevitabilmente legata ai risultati aziendali.

Come detto, la relazione di agenzia può avere una serie di svantaggi relativi all'opportunità o al privilegio dei propri interessi da parte dell'agente (manager).

Jensen and Meckling analizzano i costi di agenzia in due differenti tipologie di assetti proprietari dell'impresa. In particolare analizzano il comportamento di un azionista-manager che detiene il 100% del capitale della propria impresa ed il comportamento dello stesso manager-azionista nel caso in cui lo stesso non detiene la totalità delle azioni dell'impresa.

Nel primo caso, nel quale vi è un unico azionista-manager, egli gestirà l'impresa cercando di massimizzare la propria utilità; questo non solamente in termini economici ma anche attraverso ulteriori benefici quali il prestigio, il rispetto, la stima, la disponibilità di risorse superiori a quelle necessarie, ecc. È chiaro che in questo caso i problemi connessi con la teoria dell'agenzia non si pongono, poiché proprietà e controllo coincidono.

Nel caso in cui, invece, l'azionista-manager non possiede il 100% delle azioni, ma vi sono altri azionisti (di minoranza) le cui azioni posseggono gli stessi diritti, egli probabilmente incrementerà la propria utilità poiché continuerà ad usufruire dei benefici non monetari sostenendo però solo una parte del costo, corrispondente alla propria quota azionaria.

Questo potrebbe far sì che gli azionisti di minoranza desiderino sostenere dei costi per monitorare l'operato dell'azionista-manager. Ciò sarà tanto più vero quanto maggiore sarà la partecipazione al capitale dell'impresa da parte degli azionisti di minoranza.

Al contrario, invece, l'azionista-manager che detiene la maggioranza del capitale dell'impresa sarà propenso a minimizzare le risorse destinate a controllare il suo operato. È chiaro infatti che la relazione di agenzia si instaura solo in seguito ad una decisione dell'azionista-manager che cede una parte del capitale dell'impresa ad altri soggetti. La scelta di "aprire" il capitale ad altri investitori nonostante l'incombere dei costi di agenzia, può essere semplicemente spiegata dall'utilità che deriva all'azionista-

manager dalla possibilità di investire risorse superiori a quelle personali in progetti ad alto rendimento rispetto ai costi di monitoraggio da sostenere.

Le considerazioni dei due autori qui sintetizzate saranno riprese anche nel proseguo del lavoro, quando si parlerà del rapporto tra azionisti di maggioranza, management e strumenti di tutela degli azionisti di minoranza. Se, infatti, la teoria dell'agenzia è stata utilizzata in gran parte per spiegare i conflitti tra proprietà e manager tipici delle grandi corporations americane, in un'ottica europea la principale relazione di agenzia riguarda quella che si instaura tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza²⁹.

Sulla scia di Jensen e Meckling, Fama (1980) discute sulla separazione tra proprietà e controllo, cercando di dimostrare come la stessa possa rappresentare una forma di organizzazione efficiente nell'ottica della teoria contrattualistica dell'impresa³⁰.

In questa visione, spiega l'autore, le due funzioni che storicamente vengono attribuite all'imprenditore, cioè i) la gestione di un'attività d'impresa e ii) la connessa assunzione di rischio, vengono separate ed attribuite ai soggetti in gioco nella relazione di agenzia³¹: il manager ha il potere di gestione e non sopporta il rischio d'impresa³², che resta invece in capo all'azionista. Fatta questa separazione, l'autore afferma l'irrelevanza

²⁹ *"The primary principal-agent conflict in continental European company law is not the conflict between the shareholders and the board of directors, but rather the conflict between the minority shareholders and the majority shareholder"*. v. OECD (2001), *op. citata*, p. 4.

³⁰ *"The main thesis of this paper is that separation of security ownership and control can be explained as an efficient form of economic organization within the "set of contracts" perspective"*. v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 289.

³¹ *"The two functions usually attributed to the entrepreneur, management and risk bearing, are treated as naturally separate factors within the set of contracts called a firm"*. v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 289.

³² Occorre precisare che, sebbene il manager non sopporti il rischio d'impresa, il suo futuro (come manager) è influenzato dai risultati (d'impresa) che egli sarà in grado di ottenere. *"The manager of a firm, like the coach of any team, may not suffer any immediate gain or loss in current wages from the current performance of his team, but the success or failure of the team impacts his future wages, and this gives the manager a stake in the success of the team"*. v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 292.

della struttura proprietaria di un'impresa nell'ottica della visione contrattualistica³³, poiché non necessariamente il controllo sulle decisioni dell'impresa è in mano agli azionisti³⁴.

Fama evidenzia la funzione che un mercato dei capitali ed un mercato del lavoro efficienti svolgono quale meccanismo in grado di controllare l'operato del management. In particolare, se è indubbio che gli azionisti sopportano il rischio d'impresa, è altrettanto vero che sul mercato dei capitali essi possono diversificare il proprio rischio investendo in imprese diverse. Questa considerazione, derivante dalla "*portfolio theory*", sembra coerente con la tesi dell'autore, il quale afferma che il modello di governance caratterizzato dalla separazione tra proprietà e controllo sia efficiente. In sostanza, se l'azionista investe in più imprese al fine di minimizzare il proprio profilo di rischio, egli non sarà interessato a controllare l'attività specifica di ogni impresa, e pertanto l'autore conclude che "*efficient allocation of risk bearing seems to imply a large degree of separation of security ownership from control of a firm*"³⁵.

Fatte queste premesse, risulta chiaro come in linea generale un azionista desidera investire in imprese per le quali confida di ottenere un certo ritorno economico, dato il proprio profilo di rischio. Ciò significa che, sebbene l'azionista non abbia un interesse particolare nel monitorare personalmente l'operato del management, egli ha però un forte interesse nell'esistenza di un mercato dei capitali che apprezzi efficacemente le imprese nelle quali ha investito. Risulta perciò chiaro perché il mercato dei capitali efficiente possa essere considerato uno strumento di valutazione dell'operato del management; ciò avviene indirettamente attraverso la valutazione dell'impresa stessa³⁶. Anche il mercato del lavoro esercita pressioni sull'impresa che possono influenzare l'operato del management; in particolare si tratta del mercato dei potenziali nuovi

³³ "In this "nexus of contracts" perspective, ownership of the firm is an irrelevant concept". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 290.

³⁴ "Control over a firm's decisions is not necessarily the province of security holders". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 290.

³⁵ v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 291.

³⁶ "The signals provided by an efficient capital market about the values of a firm's securities are likely to be important for the managerial labor market's revaluations of the firm's management". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 292.

manager. I manager di un'impresa, infatti, possono essere sostituiti nel caso in cui le performance aziendali non soddisfacessero le attese degli azionisti.

Essi sono pertanto interessati ai meccanismi con i quali viene valutato il proprio operato; è evidente che, oltre al rischio di essere sostituiti nel caso di performance non rispondenti alle attese, i meccanismi di valutazione dovrebbero essere direttamente collegati alla remunerazione ed agli incentivi. Infatti, quando il sistema di incentivi non è funzione delle performance, o non risponde in maniera efficace alla performance, l'impresa rischia di perdere i manager migliori poiché essi saranno incentivati a cercare un'altra impresa che, al contrario, valorizzi a pieno le loro capacità³⁷.

Un'ulteriore meccanismo di controllo dell'operato del management è interno al management stesso³⁸. Innanzitutto vi è un naturale processo di monitoraggio dell'operato dei manager di livello inferiore da parte dei top manager (cosiddetto "top-down"). Inoltre, vi è anche un processo di monitoraggio di tipo "bottom-up". Siccome il mercato dei manager utilizza le performance aziendali per determinare il salario opportunità di ciascun manager di un'impresa, i lower manager desidereranno che i top manager scelgano politiche aziendali che siano in grado di fornire segnali positivi al mercato.

Infine, è indubbio che tra i manager dei diversi livelli possa esserci una certa competizione, poiché tutti ambiscono ad assumere una posizione di maggior prestigio. Fama afferma che la competizione tra i top manager può essere un'ulteriore forma di pressione sugli stessi³⁹. Per evitare forme di collusione tra i manager, che potrebbero decidere di appropriarsi dell'utilità degli azionisti piuttosto che competere tra di loro,

³⁷ "The outside managerial labor market exerts many direct pressures on the firm to sort and compensate managers according to performance. One form of pressure comes from the fact that an ongoing firm is always in the market for new managers. Potential new managers are concerned with the mechanics by which their performance will be judged, and they seek information about the responsiveness of the system in rewarding performance. Moreover, given a competitive managerial labor market, when the firm's reward system is not responsive to performance the firm loses managers, and the best are the first to leave". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 292.

³⁸ "There is also much internal monitoring of managers by managers themselves". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 292.

³⁹ "If there is competition among the top managers themselves (all want to be boss of bosses), then perhaps they are the best one to control the board of directors". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 293.

l'autore suggerisce un ulteriore meccanismo di controllo dell'operato del management, ossia l'inclusione di amministratori indipendenti con funzione di stimolare e controllare la competizione tra i top manager⁴⁰.

La tesi dell'autore sembra coerente anche con le considerazioni espresse sul mercato del lavoro (in particolare sul mercato del lavoro riferito ai manager), che è visto come un meccanismo che spinge i manager ad operare nell'interesse dei propri azionisti⁴¹.

I concetti espressi dalla corrente positivista della teoria dell'agenzia sono ulteriormente sviluppati da Fama e Jensen (1983)⁴². Gli autori si focalizzano sui contratti⁴³ (tra principali e agenti) che i) attribuiscono ai diversi agenti una funzione nel processo decisionale dell'impresa, ii) definiscono chi sono i cosiddetti "*residual claimant*" e iii) stabiliscono meccanismi di controllo del processo decisionale.

Il concetto di *residual claimant* è, in ultima analisi, riconducibile tipicamente agli azionisti⁴⁴: essi sono infatti coloro che sopportano il rischio d'impresa o "*residual risk*", definito come il rischio che vi siano differenze tra le risorse a disposizione e le risorse dovute ai diversi agenti. Si tratta in sostanza di coloro che hanno diritto ai cosiddetti "*free cash flow*", ovvero i flussi di cassa generati dall'impresa in eccesso rispetto a quelli necessari per finanziare investimenti a VAN positivo.

⁴⁰ "Having gained control of the board, top management may decide that collusion and expropriation of security holder wealth are better than competition among themselves. The probability of such collusive arrangements might be lowered, and the viability of the board as a market-induced mechanism for low-cost internal transfer of control might be enhanced, by the inclusion of outside directors. The latter might best be regarded as professional referees whose task is to stimulate and oversee the competition among the firm's top managers". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 293.

⁴¹ "Since such a system of separation of security ownership from control is consistent with the pressures applied by the managerial labor market, and since it likewise operates in the interests of the firm's security holders, it probably has good survival properties". v. FAMA E. F. (1980), *op. citata*, p. 294.

⁴² FAMA E. F. – JENSEN M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, vol. 26, June, 1983.

⁴³ "These contracts or internal "rules of the game" specify the rights of each agent in the organization, performance criteria on which agents are evaluated, and the payoff functions they face". v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁴⁴ "The least restricted residual claims in common use are common stocks of large corporations". v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

Gli autori separano il processo decisionale di un'impresa in quattro fasi:

1. inizio (*initiation*): formulazione di proposte sull'utilizzo delle risorse e sulla struttura dei contratti;
2. ratifica (*ratification*): scelta della proposta da implementare;
3. implementazione (*implementation*): esecuzione delle decisioni ratificate;
4. monitoraggio (*monitoring*): misura della performance degli agenti e dei risultati.

Le fasi di inizio (1) e di implementazione (3) sono in genere funzioni svolte dallo stesso agente e pertanto la loro combinazione è definita come “*decision management*”. Al contrario, il termine “*decision control*” è utilizzato per definire la combinazione delle fasi di ratifica (2) e di monitoraggio (4).

Il problema del controllo in una relazione di agenzia emerge in modo rilevante quando gli agenti ai quali sono attribuiti i poteri di *decision management* non sono i principali *residual claimant* e, perciò, non sopportano la maggior parte degli effetti delle proprie decisioni.

Nei casi di netta separazione tra proprietà e controllo è perciò evidente come un sistema di governance efficace debba implicare che l'attività di controllo (ratifica e monitoraggio) delle decisioni sia separata dall'attività di gestione (*decision management*)⁴⁵.

Definito quanto sopra, gli autori effettuano alcune interessanti considerazioni sull'efficienza delle diverse possibili allocazioni delle funzioni di *decision management*, *decision control* e *residual risk bearing*.

In particolare, nella maggioranza delle piccole organizzazioni le tre diverse funzioni tendono ad essere concentrate in uno o pochi agenti. Senza separazione di queste funzioni è ragionevole pensare che coloro i quali detengono il potere decisionale e di controllo siano anche i principali *residual claimant*⁴⁶. Il tipico caso è quello delle piccole imprese familiari nelle quali sovente i membri della famiglia sono sia azionisti che manager delle stesse. Questa combinazione può dimostrarsi comunque efficiente nel caso di piccole imprese non complesse, che non necessitano di una vasta gamma di

⁴⁵ “[...] *separation means that an individual agent does not exercise exclusive management and control rights over the same decisions*”. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁴⁶ “*Combination of decision management and decision control in a few agents leads to residual claims that are largely restricted to these agents*”. V. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

specializzazioni e/o conoscenze da parte degli agenti e che, anzi, incorrerebbero in costi eccessivi⁴⁷ per strutturare un sistema decisionale nel quale le funzioni siano suddivise⁴⁸. Per quanto riguarda invece le organizzazioni complesse e di maggiori dimensioni, caratterizzate dalla separazione tra coloro che detengono il potere decisionale e coloro che sopportano il rischio d'impresa (cosiddetta separazione tra proprietà e controllo), la tesi degli autori è che queste imprese controllino i problemi derivanti dalla relazione di agenzia attraverso l'attribuzione ad agenti differenti delle due funzioni di management (inizio ed implementazione) e di controllo (ratifica e monitoraggio). In questo caso entrano in gioco alcuni fattori che possono ridurre i costi di agenzia, e cioè i) il ruolo delle conoscenze specifiche dei diversi agenti ai quali sono attribuite le funzioni decisionali⁴⁹, e ii) la delega dei poteri di controllo agli agenti nel caso di un azionariato diffuso⁵⁰. Questi fattori influiscono sul grado di efficienza della struttura di governance; infatti la separazione del potere di gestione dal potere di controllo permette di utilizzare al meglio nel processo decisionale le conoscenze specifiche dei manager, e ne consente il loro monitoraggio a tutela degli interessi degli azionisti⁵¹.

⁴⁷ *“However, because contracts are not costlessly written and enforced, all decision systems and systems for allocating residual claims involve costs. [...] Small noncomplex organizations do not have demands for a wide range of specialized decision agents; on the contrary, concentration of specific information relevant to decisions implies that there are efficiency gains when the rights to manage and control decisions are combined in one or a few agents”*. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁴⁸ *“Such a combining of decision and risk-bearing functions is efficient in small noncomplex organizations because the benefits of unrestricted risk bearing and specialization of decision functions are less than the costs that would be incurred to control the resulting agency problems”*. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁴⁹ *“Since specific knowledge in complex organizations is diffused among agents, diffusion of decision management can reduce costs by delegating the initiation and implementation of decisions to the agents with valuable relevant knowledge”*. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁵⁰ *“[...] in large open corporations [...] where most of the diffuse residual claimants are not qualified for roles in the decision process and thus delegate their decision control rights to other agents”*. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁵¹ *“Diffusion and separation of decision management and control have benefits because they allow valuable knowledge to be used at the points in the decision process where it is most relevant and they help control the agency problems of diffuse residual claims”*. v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

Il più importante strumento di controllo dell'operato del management è il consiglio di amministrazione (*board of directors*)⁵². Secondo i due autori il consiglio di amministrazione è un efficace strumento di riduzione del problema di agenzia in quanto i) l'attività di controllo viene esercitata da più persone (il *board*), il che garantisce la separazione del potere di gestione da quello di controllo; ii) il consiglio, sebbene sovente deleghi l'attività gestionale ad alcuni dei propri membri (es. consiglieri esecutivi), mantiene il controllo sui delegati⁵³; e iii) poiché il consiglio di amministrazione è composto anche da amministratori indipendenti, i quali hanno la funzione di far emergere possibili problemi di agenzia nel rapporto tra manager ed azionisti, ad esempio sulla determinazione della remunerazione dei manager⁵⁴.

1.2.1. LA DISCREZIONALITÀ MANAGERIALE

Nell'ambito del filone positivista la teoria dell'agenzia è stata utilizzata per analizzare l'esistenza dei problemi connessi alla relazione tra azionisti e management i) in svariate situazioni nelle quali il loro interesse diverge, per esempio nelle acquisizioni e nelle difese da acquisizioni ostili, nella scelta tra debito ed equity, nelle scelte di investimento, ecc., nonché ii) nelle modalità di limitazione dei problemi di agenzia⁵⁵.

Tale ambito è noto come "*management discretion*" ed evidenzia le modalità con le quali il management societario utilizza il proprio potere per conseguire benefici personali espropriando utilità dagli azionisti, violando in tal modo il proprio dovere di lealtà verso

⁵² "The common apex of the decision control system of organizations, large and small, in which decision agents do not bear a major share of the wealth effects of their decisions is some form of board of directors". v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁵³ "The board then delegates most decision management functions and many decision control functions to internal agents, but it retains ultimate control over internal agent – including the rights to ratify and monitor major policy initiatives and to hire, fire, and set the compensation of top level decision managers". v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁵⁴ "Corporate boards generally include outside members, that is, members who are not internal managers, and they often hold a majority of seats". v. FAMA E. F. – JENSEN M. C. (1983), *op. citata*.

⁵⁵ "There is support for the existence of agency problems between shareholders and top executives across situations in which their interests diverge – that is, takeover attempts, debt versus equity financing, acquisitions, and divestitures, and for the mitigation of agency problems". v. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 69.

questi ultimi (*duty of loyalty*). Ciò deriva evidentemente dal fatto che i manager hanno il diritto di controllo sull'allocazione dei fondi degli investitori⁵⁶.

L'espropriazione dei fondi ai danni degli azionisti assume diverse forme, alcune particolarmente elaborate. Un primo esempio può riguardare il *transfer pricing*. La letteratura e l'evidenza empirica hanno infatti evidenziato come i manager trasferissero a prezzi inferiori a quelli di mercato beni o *asset* societari a favore di società da essi direttamente o indirettamente possedute.

Poiché tali pratiche, quando scoperte, sono risultate illegali e sanzionabili, la letteratura ha sottolineato come spesso i manager utilizzino il loro potere discrezionale per allocare i fondi degli investitori per ottenere altre forme di benefici personali, quali ad esempio la concessione di elevati *benefits*⁵⁷.

Anche la letteratura in tema di remunerazione dei manager, nel ricercare una correlazione con le performance aziendali, soprattutto per quanto riguarda la parte "*incentive-based*" della retribuzione, ha sollevato numerosi interrogativi suffragati dal fatto che sovente i manager detengono partecipazioni nelle imprese che gestiscono. Ciò potrebbe portare i manager a privilegiare una gestione volta alla creazione di valore nel breve periodo fino ad indurre l'adozione di comportamenti fraudolenti, volti all'incremento del prezzo dei titoli da essi detenuti.

Un interessante esempio dell'utilizzo del potere di discrezionalità manageriale possa influire sulla relazione con gli azionisti, senza ricadere in pratiche scorrette e sanzionabili è individuato da Jensen (1986)⁵⁸, il quale sviluppa una teoria sui costi di agenzia relativi ai *free cash flow*. Secondo l'autore, il management di un'impresa che è

⁵⁶ "The upshot of this is that managers end up with significant control rights (discretion) over how to allocate investors' funds". v. SHLEIFER A. – VISHNY R. W., *A survey of corporate governance*, Working Paper 5554, NBER Working Paper, Cambridge, April, 1996, p. 9.

⁵⁷ "Because such expropriation of investors by managers is generally kept down by the courts in the United States, more typically managers use their discretion to allocate investors' fund for less direct personal benefits. The least costly of this is probably consumption of perquisites, such as plush carpets and company airplanes". V. SHLEIFER A. – VISHNY R. W. (1996), *op. citata*, p. 10.

⁵⁸ JENSEN M. C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, n. 76, May, 1986, pp. 323-329.

in grado di generare un elevato livello di *free cash flow*⁵⁹ possiede un forte potere decisionale, che potenzialmente potrebbe indurlo ad assumere comportamenti non in linea con gli interessi degli azionisti, quali il perseguimento di una crescita dell'impresa al di là delle dimensioni ottimali⁶⁰ ed un utilizzo improprio dei *free cash flow*.

Il ragionamento sviluppato da Jensen si fonda sulla considerazione che il management ha l'interesse a non distribuire i *free cash flow* generati dall'impresa agli azionisti, sotto forma di dividendi, poiché in tal modo dovrebbe ricercare sul mercato delle fonti di finanziamento ulteriori e, in tal modo, sarebbe soggetto ad un monitoraggio da parte del mercato dei capitali.

Finanziando invece i progetti di investimento con la liquidità generata dall'impresa, i manager eviterebbero tale monitoraggio ma, evidentemente, favorirebbero un proprio personale interesse a discapito di quello degli azionisti che, al contrario, desiderano massimizzare il loro ritorno sull'investimento attraverso la percezione di maggiori dividendi.

Il ricorso all'indebitamento è indicato come una modalità per ridurre tale potere del management; i connessi impegni finanziari, infatti, ridurrebbero i *cash flow* a disposizione del management⁶¹.

Jensen non dimentica però di sottolineare come anche l'incremento dell'indebitamento da parte dell'impresa porta con sé alcuni costi di agenzia, in particolare evidenziando il rischio di insolvenza. Con l'aumento dell'indebitamento, infatti, i manager sono incentivati a realizzare gli investimenti che offrono maggiori ritorni, scontando però anche un maggior grado di rischio.

In definitiva, sia i costi di agenzia connessi ad un elevato grado di indebitamento sia i costi di agenzia connessi ad elevati *free cash flow* a disposizione dell'impresa rendono

⁵⁹ “*Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital*”. v. JENSEN M. C. (1986), *op. citata*, p. 323.

⁶⁰ “*Managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size. Growth increases managers' power by increasing the resources under their control. It is also associated with increases in managers' compensations*”. v. JENSEN M. C. (1986), *op. citata*, p. 323.

⁶¹ “*Thus debt reduces the agency costs of free cash flow by reducing the cash flow available for spending at the discretion of managers*”. v. JENSEN M. C. (1986), *op. citata*, p. 324.

necessario ricercare il contemperamento degli interessi del management con quelli degli azionisti⁶².

1.2.2 I PROBLEMI CONNESSI ALLA RELAZIONE DI AGENZIA

La *agency theory* evidenzia quindi due tipologie di problemi che possono verificarsi in una relazione *principal-agent*.

Il primo è definito come “*the agency problem*”, che emerge quando i) gli obiettivi propri del principale e dell’agente sono in conflitto e quando ii) il principale sostiene dei costi per controllare l’operato dell’agente. Il secondo problema è definito come “*the problem of risk sharing*”, che emerge quando il principale e l’agente hanno diverse propensioni al rischio. Il problema sorge poiché il manager potrebbe effettuare scelte d’investimento che presentano un profilo di rischio non in linea con quello proprio dell’azionista⁶³.

In letteratura sono inoltre citati due aspetti dell’*agency problem*: i) il problema del “*moral hazard*” e quello della ii) “*adverse selection*”. Il problema del *moral hazard* si verifica a causa di una mancanza di impegno da parte dell’agente nello svolgere i propri compiti rispetto a quanto stabilito contrattualmente. Si tratta perciò di un mancato rispetto dei propri doveri contrattuali da parte dell’agente, altrimenti definito come opportunismo post-contrattuale.

Il problema di *adverse selection*, invece, emerge poiché il principale non può verificare con certezza le capacità che l’agente ha dichiarato di possedere quando è stato assunto. Potrebbe infatti accadere che l’agente abbia dichiarato di possedere capacità che invece non ha, o viceversa. Si tratta in questo caso di una forma di opportunismo cosiddetto pre-contrattuale.

⁶² “*Modern economic theory has developed the principal-agent problem s its basic question, namely, how company law can make the board more responsive to shareholder interests*”. v. OECD (2001), *op. citata*, p. 4.

⁶³ v. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 58.

Poiché la relazione *principal-agent* è regolata attraverso un contratto, la teoria si focalizza sulla ricerca della sua migliore contrattualizzazione, al fine di allineare le azioni dei manager agli interessi degli azionisti⁶⁴.

Nel tempo i diversi filoni di ricerca hanno principalmente evidenziato due tipologie di intervento possibile da parte degli azionisti: i) investire risorse sul miglioramento del sistema informativo aziendale⁶⁵, in modo che gli azionisti siano informati sull'operato del management e ii) assumere i manager sulla base di contratti legati alle performance aziendali (cosiddetti "*outcome-based contracts*").

Sul primo aspetto, come si dirà anche in seguito, l'intervento dei legislatori è stato particolarmente rilevante per rendere le imprese a proprietà diffusa sempre più "trasparenti" agli investitori. Oltre ad una grande quantità di letteratura accademica ed operativa in questo campo, sono state individuate e sono in continuo aggiornamento le migliori *best practices* a livello nazionale ed internazionale in materia di corporate governance.

Grandissima attenzione a livello internazionale, anche a seguito dei tremendi scandali finanziari verificatisi da Enron in poi, ha assunto lo studio dell'organo amministrativo delle imprese in termini di composizione, ruolo, remunerazione e sistemi di incentivazione.

1.2.3 LA CRITICA ALLA TEORIA DELL'AGENZIA

La teoria dell'agenzia è stata oggetto di numerose critiche, dovute principalmente al fatto che essa si basa – come detto – sull'assunto che le imprese siano caratterizzate da una più o meno netta separazione tra proprietà e controllo.

Numerose ricerche⁶⁶ hanno però dimostrato che il modello d'impresa predominante è quello delle imprese familiari e non quello descritto da Berle e Means, che è al contrario

⁶⁴ v. EISENHARDT K. M. (1989), *op. citata*, p. 58.

⁶⁵ Ad esempio attraverso sistemi di *budgeting* e di *reporting*, di formalizzazione delle procedure interne o anche attraverso la nomina di un consiglio di amministrazione, di amministratori indipendenti, ecc.

⁶⁶ Si veda per tutti LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, The Journal of Finance, vol. 54, n. 2, April, 1999, pp. 471-517.

sembra caratterizzare maggiormente il contesto anglosassone⁶⁷. Ciò sembra essere causato dal fatto che negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ed in genere nei paesi di *common law*, si è storicamente favorito un sistema di protezione degli azionisti di minoranza, promovendo l'ampliamento della base azionaria delle imprese⁶⁸.

Alcuni contributi dimostrano la non validità dei principi espressi dalla teoria dell'agenzia nello spiegare i meccanismi di corporate governance di alcuni paesi non anglosassoni, essendo questi particolarmente influenzati da fattori storici e culturali, che non vengono considerati dalla teoria dell'agenzia⁶⁹.

Una ulteriore critica alla teoria dell'agenzia ha origine antropologica, e si basa sulla considerazione che le ipotesi metodologiche sulle quali essa è costruita considerano il comportamento umano come se fosse mosso solo da un forte individualismo⁷⁰, e quindi privo di qualsiasi dimensione sociale⁷¹.

In ultimo la *stakeholder theory*, che sta prendendo sempre più piede, si contrappone decisamente alla teoria dell'agenzia poiché non si focalizza sulla tutela degli interessi

⁶⁷ “*In other words, the relationship between ownership and control outlined by Berle and Means is largely applicable to the USA and the UK but not to many other countries*”. v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 14.

⁶⁸ v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 13.

⁶⁹ A puro titolo esemplificativo, McCarthy e Puffer (2008) spiegano come in Russia, nonostante la recente introduzione nel 2002 di un Codice di condotta societaria per le imprese con più di mille azionisti improntato ai principi della *agency theory*, questi non siano applicabili sia i) per il fatto che la maggioranza delle imprese in Russia sono di dimensioni generalmente medio-piccole e caratterizzate da una ristretta base azionaria e da una scarsa separazione tra proprietà e controllo, sia ii) per l'influenza comunista che ancora oggi permane nel modo di fare business delle società russe. v. MCCARTHY D. J. – PUFFER S. M., *Interpreting the ethicality of corporate governance decisions in Russia: utilizing integrative social contracts theory to evaluate the relevance of agency theory norms*, *Academy of Management Review*, vol. 33, n. 1, 2008, pp. 11-31.

⁷⁰ In effetti la teoria dell'agenzia si fonda sull'ipotesi che ogni individuo facente parte della relazione di agenzia agisce cercando di massimizzare la propria utilità.

⁷¹ “*Methodologically, agency theory subscribes to individualism: its basic unit of analysis is the human being fully constituted as an individual and bereft of any social dimension*”. v. FONTRONDA J. – SISON A. J., *The nature of the firm, agency theory and shareholder theory: a critique from philosophical anthropology*, *Journal of Business Ethics*, vol. 66, 2006, pp. 33-42.

degli azionisti, quanto piuttosto sulla tutela degli interessi di tutti i proprietari dei fattori produttivi, e quindi di tutti coloro i quali hanno un legittimo interesse nell'impresa.

Nonostante le critiche espresse nei confronti della teoria dell'agenzia, è indubbia l'importanza che essa ha avuto e che ha tutt'ora nello spostare l'attenzione su una maggiore necessità di trovare meccanismi di controllo che garantiscano i legittimi interessi di tutti gli *stakeholder* aziendali⁷². In effetti, negli ultimi anni è sempre più sentita la necessità che gli azionisti, in particolar modo quelli istituzionali, agiscano cercando di influire maggiormente nella gestione delle imprese e non solamente quali meri "possessori" delle azioni⁷³. L'impulso è derivato dai numerosi casi di eccessi o abusi nei confronti degli interessi degli azionisti, come ad esempio l'eccessivo livello delle retribuzioni dei manager anche in caso di scarse performance aziendali, oltre agli ormai noti scandali finanziari che, come risultato, hanno di fatto depauperato gli investimenti degli azionisti.

1.3 LE ALTRE TEORIE RELATIVE ALLA CORPORATE GOVERNANCE

1.3.1 LA TRANSACTION COST ECONOMICS THEORY (CENNI)

Tale teoria (TCE), sviluppata da Williamson (1975, 1984), è spesso messa in relazione con la *agency theory*, anche perché entrambe costituiscono i primi tentativi di sviluppare delle teorie economiche che considerassero la struttura dell'impresa⁷⁴. Al contrario di quest'ultima, la TCE considera l'impresa come un assetto di governance (*governance structure*), e giustifica l'incremento dimensionale della stessa con i

⁷² "The main theory that has affected its development, and that provides a theoretical framework within which it most naturally seems to rest, is agency theory". v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 18.

⁷³ Si pensi ad esempio al crescente sviluppo dei fondi di *private equity*.

⁷⁴ Per un'approfondita analisi delle relazioni e delle differenze tra le due teorie si veda WILLIAMSON O, *Corporate finance and corporate governance*, The Journal of Finance, Vol XLIII, n. 3, July, 1988, p. 567 – 591.

benefici economici connessi alla crescita interna piuttosto che alla ricerca di transazioni esterne⁷⁵.

Sviluppando la teoria d'impresa di Ronald Coase (1937), la TCE sostiene che ogni organizzazione economica nasce dal tentativo di minimizzare i costi di transazione che si originano nelle relazioni di mercato, caratterizzate da contratti incompleti, razionalità limitata ed opportunismo⁷⁶.

In altre parole, secondo tale teoria, un'impresa cresce di dimensione incrementando le proprie transazioni interne fino al punto in cui diventa più conveniente o più efficiente che le stesse vengano effettuate con l'esterno⁷⁷. Williamson in particolare giustifica la crescita dimensionale con la necessità delle imprese di creare un proprio mercato interno dei capitali.

A causa di questa crescita dimensionale dell'impresa assume rilevanza la struttura di governance al fine di ridurre i costi di transazione, i quali sono definiti come i costi connessi all'effettuazione di uno scambio economico regolato da un contratto.

A causa dell'incompletezza di tali contratti si originano costi connessi: i) all'impossibilità da parte dei contraenti di prevedere ogni possibile accadimento futuro che si potrebbe verificare in una relazione contrattuale; ii) alla negoziazione di ciascuna possibile circostanza che potrebbe verificarsi ed alla sua inclusione nel contratto; iii) alla necessità di redigere il contratto in modo tale che possa essere applicato da un terzo in caso di disputa; iv) alla difficoltà di ottenere l'*enforcement* del contratto.

Quando i contratti sono incompleti è alto il rischio di dover rinegoziare i contratti a causa dell'avverarsi di condizioni non previste inizialmente. Pertanto, a causa di tale rischio e del fatto che ogni transazione comporta degli investimenti specifici,

⁷⁵ "... there are certain economic benefits to the firm itself to undertake transactions internally rather than externally". v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 15.

⁷⁶ "Thus the consequences of bounded rationality are less severe if the transactions in question are uncomplicated and experience little uncertainty. Similarly, opportunism is restricted if competition reliably obtains or if information asymmetries can be overcome at little cost". v. WILLIAMSON O., *Organizational forms and internal efficiency. Markets and hierarchies: some elementary considerations*, American Economic Association, May, 1973, p.317-318.

⁷⁷ "... a firm becomes larger the more transactions it undertakes and will expand up to the point where it becomes cheaper or more efficient for the transaction to be undertaken externally". v. MALLIN C. A., *op. citata*, p. 15.

un'impresa sarà maggiormente propensa ad effettuare transazioni che minimizzano tali costi, cercando quindi di svilupparle maggiormente in un ambito interno alla propria struttura di governance piuttosto che all'esterno di essa.

Gli assetti di governance possono contribuire a ridurre i costi di transazione perché, come specifica Hart (1995) “*governance structure can be seen as a mechanism for making decisions that have not specified in the initial contract*”⁷⁸. In particolare, gli assetti di governance attribuiscono i cosiddetti “*residual rights of control*” sugli *asset* dell'impresa, ossia il diritto di decidere come questi *asset* debbano essere utilizzati, posto che tale eventualità non sia stata inclusa nel contratto iniziale con i manager.

L'idea di fondo della TCE è pertanto quella che sostiene il ricorso a transazioni all'interno della stessa organizzazione aziendale, al fine di evitare l'insorgere dei costi di transazione che derivano dal ricorso al mercato esterno.

Tale concetto può essere utilizzato per spiegare uno dei motivi alla base della crescita dimensionale delle imprese, che sempre più spesso si strutturano in gruppi “verticali”, che operano e coprono tutta (o la maggior parte) di una determinata catena produttiva.

Anche la TCE, così come la *agency theory*, è stata infine utilizzata quale *framework* per analizzare il comportamento dei manager, evidenziando potenziali comportamenti opportunistici o non volti a ricercare il miglior interesse degli azionisti.

I meccanismi per limitare il potere discrezionale dei manager individuati dalla TCE⁷⁹ sono: i) il consiglio di amministrazione, sebbene venga visto in modo più critico rispetto a quanto venga descritto ad esempio da Jensen⁸⁰; ii) la presenza di un azionista di

⁷⁸ v. HART O., *Corporate governance: some theory and implications*, The Economic Journal, 105, May, 1995, pp. 678-689.

⁷⁹ Si veda in particolare il lavoro di Oliver Hart (1995) citato.

⁸⁰ “*In principle, the board has a very important role to play, but there are some reasons to doubt its effectiveness in practice. The board consists of executive directors (who are members of the management team); and nonexecutive directors, who are outsiders. On the one hand, it would hardly be reasonable to expect the executive directors to monitor themselves. On the other hand, the nonexecutive directors may not do a very good job of monitoring for several reasons. First, they may not have a significant financial interest in the company, and they may therefore have little to gain personally from improvements in company performance. Second, nonexecutive directors are busy people [...] and probably have little time to think about the company's affairs [...]. Finally [...] they may want to stay in management's good*

maggioranza (*large shareholder*)⁸¹; iii) la possibilità di incorrere in O.P.A. ostili (*hostile takeovers*) e iv) una struttura finanziaria che veda la presenza di debiti⁸².

1.3.2 LA STEWARDSHIP THEORY (CENNI)

La *stewardship theory* si fonda sugli assunti della teoria dell'agenzia e della TCE. In particolare, il contributo di Donaldson e Davis (1991)⁸³ introduce un approccio alternativo alla teoria dell'agenzia, non accettandone gli assunti fondamentali.

In primis, Donaldson e Davis non considerano il potenziale rischio di comportamenti opportunistici dei manager aziendali, ma sostengono al contrario che gli stessi desiderino solamente essere dei buoni “*steward*” degli *asset* aziendali⁸⁴. Ciò significa che, in tale teoria, il problema di agenzia con la connessa necessità di monitoraggio ed incentivazione dei manager non si pone.

Al contrario il tema principale verte sulla necessità di una struttura di governance adatta a facilitare il *board* a formulare ed implementare dei piani per raggiungere delle elevate performance aziendali.

Come nella TCE, pertanto, anche la *stewardship theory* esalta il ruolo della struttura di governance dell'impresa quale meccanismo per assicurare che l'operato dei manager si traduca con efficacia in elevate performance.

graces, so that they can be re-elected and continue to collect their fees”. v. HART O. (1995), *op. citata*, p. 681-682.

⁸¹ Alla presenza di un azionista di maggioranza sono legati alcuni potenziali svantaggi. In sintesi un azionista di maggioranza i) non farà del proprio meglio per monitorare il management perché non ne riceve il 100% dei benefici, ii) potrebbe usare la sua influenza (in termini di voti) sul management, a discapito degli azionisti di minoranza e iii) potrebbe nominarsi nel management o addirittura gestire l'impresa da solo.

⁸² Le considerazioni su questo tipo di meccanismo per limitare la discrezionalità dei manager sono le medesime esposte da Jensen (1986).

⁸³ DONALDSON L. – DAVIS J. H., *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*, Australian Journal of Management, 16, 1, June, 1991, p. 49-65.

⁸⁴ “*The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker, essentially wants to do a good job, to be a good steward of the corporate assets. Thus, stewardship theory holds that there is not inherent, general problem of executive motivation*”. v. DONALDSON L. – DAVIS J. H., *op. citata*, p. 51.

In particolare nel contributo di Donaldson e Davis (1991) citato, gli autori analizzano il principio, derivante dalla teoria dell'agenzia e dalla TCE, che il ruolo di CEO (*chief executive officer*) e di presidente del *board* (*chairman*) debbano essere attribuiti a persone differenti. In tale modo, sostenevano tali teorie, si implementa un meccanismo di controllo interno al management, attraverso il quale il presidente del *board*, sovente un consigliere indipendente e non esecutivo, vigila sull'operato dei manager esecutivi. Sostenendo al contrario la necessità di una struttura di governance definita e chiara, nella quale non vi possano essere ambiguità nei ruoli, Donaldson e Davis (1991) dimostrano che il fatto di accentrare la carica di CEO e di presidente del *board* in un'unica persona può⁸⁵ favorire l'ottenimento di migliori performance aziendali⁸⁶, poiché garantisce un'unità direzionale ed un più forte esercizio del potere di gestione e di controllo.

1.3.3 LA STAKEHOLDER THEORY (CENNI)

La teoria degli *stakeholder* ha visto la sua maggior diffusione a partire dal contributo di Freeman (1984)⁸⁷, il quale definisce “*stakeholder*” un qualsiasi gruppo o individuo che può avere un interesse in una determinata impresa. Sebbene tale teoria, unitamente alla teoria della responsabilità sociale d'impresa (CSR – *corporate social responsibility*) si siano affermate solamente negli ultimi 20-25 anni, è già nella prima metà del secolo scorso che, con la nascita della teoria della creazione di valore per gli azionisti, alcuni studiosi avevano contestato la concezione dominante secondo cui l'unico interesse meritevole di tutela, e verso cui doveva tendere l'operato dei manager, era quello degli azionisti, anche a discapito degli altri *stakeholders*.

Tale concetto è stato successivamente approfondito fino a fondare un'etica normativa dove l'interesse degli *stakeholders* è il fine dell'attività d'impresa, e dove i comportamenti legati ad una visione della responsabilità sociale d'impresa che non si

⁸⁵ I risultati della ricerca contenuta in Donaldson e Davis (1991) non sono statisticamente significativi.

⁸⁶ “*The results indicate that, contrary to agency theory, having an independent chair does not lead to gains to shareholder wealth. There is, rather, a positive relationship between CEO duality and shareholder wealth*”. v. DONALDSON L. – DAVIS J. H., *op. citata*, p. 59.

⁸⁷ FREEMAN R.E., *Strategic management – A stakeholder approach*, Boston, Pitman Publishing, 1984.

limitano al mero perseguimento del profitto, sono considerati una fonte di vantaggio competitivo.

Il dibattito sulla responsabilità sociale dell'impresa, infatti, nasce proprio dal confronto sull'identificazione del ruolo dell'impresa stessa. Se da un lato la teoria neoclassica la identificava nel perseguimento del profitto, dagli anni '80 in particolare si è sviluppata l'idea che l'impresa abbia "doveri" nei confronti di una pluralità di soggetti, non riconducibili solamente agli azionisti.

In contrapposizione con la teoria dell'agenzia, la *stakeholder theory* considera infatti un più ampio ventaglio di soggetti in relazione con l'impresa piuttosto che focalizzarsi solamente sugli azionisti. L'esclusiva focalizzazione sugli interessi degli azionisti induce alla ricerca del mantenimento o dell'incremento del valore per questi ultimi, mentre quando si tiene conto di un più ampio numero di *stakeholders*, come ad esempio i dipendenti, i fornitori, i clienti, lo Stato, le comunità locali, l'ambiente, ecc., la massimizzazione dell'utilità degli azionisti diventa una mera conseguenza della massimizzazione del valore dell'impresa per tutti gli *stakeholders*.

Una delle motivazioni assunte da coloro che sostengono la predominanza degli azionisti rispetto agli altri *stakeholders* è quella che i primi sono i percettori dei flussi di reddito residuali, poiché l'eventuale profitto d'impresa rappresenta la grandezza che residua dopo il pagamento di tutti gli altri *stakeholders*. Ciò significa che gli azionisti stessi saranno interessati a che le risorse dell'impresa siano utilizzate per assicurare all'impresa nel suo complesso il più alto rendimento.

Pur considerando l'impresa come un insieme di relazioni contrattuali (*nexus of contract*), la *stakeholder theory* rigetta gli assunti della teoria della creazione di valore per gli azionisti, sostenendo invece che l'impresa debba coniugare la creazione di valore economico per gli azionisti con l'assunzione di una maggiore responsabilità sociale verso tutti i portatori di interessi.

La tendenza per l'una o l'altra impostazione può favorire l'adozione di diverse strutture di corporate governance ed in particolare dei meccanismi di controllo. Ad esempio, il modello d'impresa anglo-americano enfatizza la predominanza degli azionisti, i quali sono i soli che hanno il diritto di eleggere il management. Nel modello d'impresa tedesco, invece, alcuni gruppi di *stakeholder*, come ad esempio i dipendenti, hanno il diritto di eleggere i propri rappresentanti nel consiglio di sorveglianza.

La preferenza per un approccio piuttosto che l'altro deve essere perciò letta congiuntamente al sistema legale ed allo sviluppo del mercato dei capitali di ciascun Paese, così come il modello di assetto proprietario predominante. Infatti, se nelle imprese dei Paesi anglo-americani, caratterizzati da una più marcata separazione tra proprietà e controllo, emerge maggiormente il ruolo dell'impresa come strumento di massimizzazione dell'utilità per gli azionisti, è pur vero che in tutto il mondo le imprese non possono operare in una sorta di isolamento, non considerando l'effetto che le loro azioni comportano per tutti gli *stakeholders*.

1.4 IL RUOLO DEI CODICI DI AUTODISCIPLINA E DELLE *BEST PRACTICES*

Le teorie che nel tempo hanno influenzato gli studi sulla corporate governance, come visto fino ad ora, hanno messo in luce le peculiarità delle imprese in quei particolari periodi storici nei quali le stesse venivano analizzate. Con l'emergere delle *public company* americane e britanniche agli inizi del XX secolo in particolare, si sviluppano i temi della separazione tra proprietà e controllo delle imprese e, successivamente, i concetti delle varie teorie quali i rapporti di agenzia tra azionisti e manager, il ruolo centrale del *board of directors*, la teoria degli *stakeholders*, ecc.

Ad un livello operativo, tali teorie hanno certamente avuto un ruolo nell'influenzare i legislatori dei diversi Paesi quando questi hanno dovuto aggiornare o riformare le proprie normative in tema di diritto societario e di tutela degli investitori.

Nell'ultimo decennio, molti Paesi hanno introdotto e successivamente revisionato codici di condotta nei quali vengono riassunte le cosiddette "*best practices*" a livello di corporate governance.

Tali codici rappresentano una raccolta delle raccomandazioni sulle caratteristiche e sul funzionamento degli organi amministrativi ed altri meccanismi di governance delle imprese.

In ogni Paese, l'introduzione di un codice sulla corporate governance è stata motivata da una volontà generale di fornire un maggior grado di trasparenza ed *accountability*, e di incrementare la fiducia degli investitori nel mercato azionario. Infatti, i legislatori dei

diversi Paesi sono intervenuti in seguito di scandali finanziari, fallimenti di grandi imprese o crisi similari.

La corporate governance è applicata in modo differente nei diversi contesti legislativi, poiché riflette le differenze tra i vari Paesi in tema di cultura, assetti proprietari, tradizioni legali, ecc.

È altrettanto vero che la spinta verso l'integrazione dei mercati finanziari e la pressione degli investitori istituzionali anglo-americani hanno contribuito alla diffusione dei principi e delle *best practices* in tema di *publicly traded companies*⁸⁸, sebbene tale modello societario sia diffuso in tutto il mondo in misura notevolmente minore rispetto ai Paesi di cultura anglosassone. Questa diffusione favorisce l'attenzione su temi come la tutela dei diritti degli *stakeholders* aziendali, la necessità di creare consigli di amministrazione maggiormente indipendenti rispetto agli azionisti, ed in generale una maggiore trasparenza ed efficienza dei mercati finanziari.

Anche il processo di globalizzazione, mettendo in competizione i diversi sistemi di governance, ha contribuito affinché i diversi Paesi si impegnassero per migliorare l'efficienza e l'efficacia delle proprie normative sul governo delle imprese.

I codici di autodisciplina rappresentano pertanto la presentazione sistematica delle norme in tema di diritto societario evolutesi nel tempo⁸⁹, e si pongono l'obiettivo di formulare principi di comportamento per le imprese quotate che assicurino un corretto rapporto tra esse ed il mercato. Ai codici è altresì demandato il ruolo di sopperire ad eventuali lacune normative, non attraverso norme vincolanti, ma che comunque possono contribuire a migliorare la governance aziendale.

Nella maggior parte dei Paesi, infatti, tali codici non hanno una valenza di legge in quanto sono emessi da istituzioni dei mercati finanziari e non dai diversi governi. L'effettiva applicazione dei principi in essi contenuti, pertanto, è lasciata al *board* ed alla valutazione esterna del mercato.

⁸⁸ v. ZATTONI A. – CUOMO F., *Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives*, Corporate Governance Review, vol. 16, n. 1, January, 2008, p. 1.

⁸⁹ “Codes of good governance can be considered a set of best practices regarding the board of directors and other governance mechanism”. V. ZATTONI A. – CUOMO F. (2008), *op. citata*, p. 3.

Anche se l'applicazione delle raccomandazioni contenute nei codici è spesso rimessa al principio “*comply or explain*”, alcune ricerche empiriche dimostrano che le imprese quotate tendono a recepire e ad adattarsi alle principali regole contenute nei codici.

1.5 LA MANCANZA DI UNA *GOVERNANCE THEORY*

John Carver (2007), autore di numerose pubblicazioni in tema di governance e *board of directors*, sostiene l'idea che ad oggi non sia stata ancora sviluppata una vera e propria “*governance theory*”⁹⁰, ma che il dibattito sul tema sia principalmente sviluppato attraverso le *best practices* raccomandate nei codici di governance. Anche altri autori sostengono che non esiste una teoria sulla governance universalmente accettata (Mueller, 1996), mentre altri dubitano sia possibile definire un modello universalmente valido sul funzionamento dei sistemi di governo delle imprese (Leighton e Thain, 1997).

La carenza di una teoria di governance universalmente accettata ha fatto sì che le prescrizioni e le raccomandazioni contenute nei diversi codici di autodisciplina facessero incrementare a dismisura i costi per le imprese (costi legali, amministrativi, *audit fees*, ecc.), poiché l'obbligo implicito a conformarsi ai principi in essi contenuti ha reso le imprese più interessate ad essere *compliant*s che non all'adozione di modelli di governance efficienti.

I codici e le *best practices*, sostiene l'autore, non servono a migliorare effettivamente la governance delle imprese, poiché non indagano la vera natura della corporate governance e si limitano a sottolineare la necessità di una maggiore trasparenza e dell'utilizzo di meccanismi di controllo per ridurre i conflitti di interesse. È perciò necessario individuare i principi fondamentali, universalmente validi, a fondamento del governo delle imprese⁹¹. Lo stato dell'arte sulla corporate governance, infatti, mostra la

⁹⁰ “Yet even in 2006 it is rare to hear any reference to “*governance theory*”, and when it occurs, what is normally meant is merely *agency theory*”: v. CARVER J., *The promise of governance theory: beyond codes and best practices*, *Corporate Governance Review*, vol. 15, n. 6, November, 2007, p. 1032.

⁹¹ “*Developing governance theory requires [...] to discover first principles – the basic building blocks of why governing boards are needed at all. It requires distilling universal principles, ...*”. v. CARVER J. (2007), *op. citata*, p. 1034.

tendenza a focalizzarsi solamente sui singoli aspetti e non sulla governance come sistema.

Carver enfatizza il ruolo centrale del *board* come entità unitaria, il quale deve costituire il collegamento tra i manager e gli azionisti. Con il modello Policy Governance ®⁹² Carver fissa alcuni principi fondamentali alla base del funzionamento e del ruolo del consiglio di amministrazione, al quale gli azionisti delegano il potere di governare l'impresa. La relazione fiduciaria si instaura pertanto tra il *board* e gli azionisti, non tra il CEO o singoli manager e gli azionisti come emerge spesso nella pratica. È il consiglio che ha il potere di governo, che è un'estensione del diritto di proprietà. L'evidenza anche attuale mostra invece un governo dell'impresa spesso incentrato sul ruolo attivo del CEO⁹³, il quale diviene di fatto talmente potente ed influente che implicitamente controlla il *board*, relegando gli altri componenti del consiglio ad un ruolo di mero *advisor* piuttosto che di supervisore dell'attività del management.

1.6 CONCLUSIONI

La corporate governance è negli ultimi anni al centro di un intenso dibattito ad un livello accademico, istituzionale e tra gli operatori del mercato finanziario. Il dibattito, già presente nella letteratura giuridica ed economica, si è sviluppato fortemente in seguito agli scandali finanziari ed ai fallimenti che hanno coinvolto importanti società in tutto il mondo.

Nel primo capitolo si è cercato di analizzare le principali teorie alla base della corporate governance, commentandone i contributi più significativi.

Un ruolo fondamentale nello sviluppo del tema lo ha certamente avuto la teoria dell'agenzia, sviluppatasi in seguito alla teoria della separazione tra proprietà e

⁹² Il modello denominato Policy Governance ® “non è solo un modello logico integrato, ma è anche ciò che più si avvicina a una teoria generale del governo”. Così Sir Adrian Cadbury nella prefazione del libro CARVER J., *Corporate boards that create value*, Jossey-Bass, San Francisco, 2002, p. XIV. Sir Adrian Cadbury è stato presidente del Committee on Financial Aspect of Corporate Governance in Gran Bretagna (The Cadbury Report).

⁹³ “CEO-centrism is now so widespread as to be tacitly accepted or, worse, actually prescribed”. v. CARVER J. (2007), *op. citata*, p. 1035.

controllo, e che ha come nucleo centrale lo studio del potenziale conflitto di interesse tra gli azionisti ed i manager, con i connessi costi di agenzia.

Il tema è stato sviluppato anche da altre teorie, la teoria dei costi di transazione (TCE) e la *stewardship theory*, le quali si sono focalizzate maggiormente sul ruolo della struttura di governance come meccanismo in grado di evitare l'insorgere dei costi di agenzia e facilitare il perseguimento della creazione di valore per gli azionisti.

Tali teorie sono alla base del cosiddetto "*shareholder model*", il quale considera l'impresa come uno strumento legale per massimizzare il valore per gli azionisti, ed è incentrato sui problemi di agenzia e sui meccanismi da adottare per risolverli.

In questo lavoro, incentrato sullo studio degli assetti proprietari delle imprese, ed in particolare sui gruppi societari, l'approccio è certamente riconducibile a questa prospettiva. Dalla letteratura esaminata emergono numerosi spunti in tal senso. In questa prospettiva, il tema della governance diventa infatti rilevante quando ci si sposta dall'assetto proprietario azionista-manager; la presenza di manager indipendenti rispetto agli azionisti o un assetto proprietario caratterizzato da un azionista di controllo ed altri di minoranza, fanno sorgere potenziali conflitti di interessi tra le parti che vanno analizzati e regolamentati al fine di evitare quegli abusi che hanno caratterizzato gli scandali ed i fallimenti societari avvenuti in questi anni.

Infine, il cosiddetto "*stakeholder model*", in contrapposizione con lo "*shareholder model*", considera anche altri soggetti portatori di interesse per l'impresa, quali i creditori, i fornitori, i dipendenti, la comunità locale, ecc. L'importanza di tutti gli *stakeholder* rileva poiché essi interagiscono con l'impresa e possono influire sulla sua durabilità nel tempo. L'obiettivo dell'impresa diventa quindi la creazione di valore per tutti i suoi *stakeholder*.

2. CORPORATE GOVERNANCE E ASSETTI PROPRIETARI

2.1 INTRODUZIONE

Il tema degli assetti proprietari dell'impresa è largamente diffuso nella letteratura sulla corporate governance.

Il concetto di "assetto proprietario" riguarda essenzialmente le modalità di distribuzione dei diritti di proprietà tra i diversi soggetti che partecipano alla vita di un'impresa.

In una prospettiva "*shareholder based*", tali diritti di proprietà sono quelli riconducibili ai portatori del capitale di rischio, ovvero gli azionisti; la loro distribuzione influenza ovviamente come gli stessi vengono esercitati, ovvero i cosiddetti "assetti di governance".

Questi ultimi, infatti, sono definiti come "l'insieme delle modalità di esercizio dei diritti di proprietà"⁹⁴.

L'evidenza empirica mostra l'esistenza di una grande varietà di assetti proprietari e di governance, che sono stati analizzati da diverse teorie e modelli sviluppati da studiosi di economia, diritto, storia economica, finanza, ecc.

Nel primo capitolo si sono discussi i principali contributi allo studio sull'evoluzione delle grandi imprese statunitensi nel corso del XX secolo, caratterizzati in particolare da un assetto proprietario che vede una netta separazione tra proprietà e controllo delle imprese, nelle quali assume un ruolo centrale la figura del management.

In effetti già da Berle e Means, ed anche nei lavori di Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983), il tema è cruciale, poiché è chiaro che la governance diviene rilevante solo quando in qualche modo ci si sposta dall'assetto imprenditore-manager fino ad assetti proprietari maggiormente complessi.

Diversi studi hanno in seguito dimostrato che il modello d'impresa teorizzato da Berle e Means non riflette in realtà le effettive caratteristiche degli assetti proprietari della maggioranza delle imprese a livello mondiale, eccetto che negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Le più grandi imprese nel resto del mondo, anche quotate, hanno generalmente

⁹⁴ Cfr. ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano, 2006, p. 124.

una proprietà concentrata, pur con differenze tra i vari Paesi sia nel grado di concentrazione, sia nei meccanismi che consentono al cosiddetto azionista di maggioranza (*dominant shareholder*) di esercitare il proprio diritto di controllo in misura superiore rispetto alla percentuale di capitale posseduta. Se alcuni studiosi sostengono che la presenza di un azionista dominante incrementi l'efficienza dell'impresa, poiché assicura l'allineamento degli interessi tra proprietari e gestori, vi è ampia letteratura che studia invece il potenziale conflitto di interesse tra l'azionista di controllo ed i manager, e soprattutto tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza. Questo perché un azionista dominante ha il potere di espropriare risorse dall'impresa a proprio beneficio, ai danni dei manager e/o degli azionisti di minoranza.

Recentemente alcuni giuristi ed economisti hanno sviluppato un approccio cosiddetto "*law and finance*", il quale si fonda sulla considerazione che il contesto giuridico di ciascun Paese esercita un forte condizionamento sulla struttura proprietaria e di governo delle imprese.

Alla base dell'approccio "*law and finance*", alcuni interessanti studi condotti da Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (d'ora in avanti "La Porta e altri") della *Harvard University*, pubblicati a partire dalla fine degli anni Novanta, sono riconosciuti quali punti di riferimento sul tema e sono citati nelle bibliografie di pressoché ogni recente articolo o libro sulla struttura proprietaria delle imprese.

2.2 I PRINCIPALI CONTRIBUTI IN TEMA DI ASSETTI PROPRIETARI

2.2.1 L'APPROCCIO LAW AND FINANCE ALLO STUDIO DEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE IMPRESE

La letteratura sulla *corporate ownership* evidenzia come gli assetti proprietari delle imprese siano influenzate dal contesto legale del Paese nelle quali esse sono sorte.

I contributi al tema assumono come base di partenza i risultati delle ricerche condotte da La Porta e altri⁹⁵, le quali hanno evidenziato alcune regole empiriche universalmente riconosciute in merito alla struttura proprietaria delle imprese.

Gli autori mostrano come lo studio del contesto legale nel quale le imprese operano non solo spiega la differenza di strutture proprietarie tra i vari Paesi, ma contribuisce anche ad arricchire la teoria della finanza. I loro studi hanno infatti favorito l'analisi dell'impatto della normativa sulla tutela degli investitori, sugli assetti proprietari e sullo sviluppo dei mercati finanziari⁹⁶.

In particolare, il grado di tutela degli investitori risulta essere cruciale, poiché nei paesi con una minore tutela il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza e dei creditori da parte dell'azionista di controllo è elevato⁹⁷.

In tale prospettiva, la corporate governance non è altro che un insieme di meccanismi attraverso i quali gli investitori esterni (in contrapposizione agli "insider", ovvero i manager e l'azionista di controllo) proteggono il proprio investimento dal rischio di espropriazione da parte degli "insider"⁹⁸.

⁹⁵ Si vedano in particolare: LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, n. 54, 1999, p. 471-517. LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, n. 54, 1997, p. 1131-1150. LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Law and finance*, Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, 1998, p. 1113-1155. LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, n. 58, 2000, p. 3-27.

⁹⁶ "How can this disparity in ownership structures observed among countries' business corporations be explained? The groundbreaking research by La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000) shows that studying the legal environment in which firms operate can not only provide answers to this question, but also enrich financial theory. Their law and finance theory has lead to the analysis of the impact of regulations on investor protection, corporate ownership structures, and the development of financial markets". v. BOZEC Y. – ROUSSEAU S. – LAURIN C., *Law of incorporation and firm ownership structure: the law and finance theory revisited*, International Review of Law and Economics, n. 28, 2008, p. 141.

⁹⁷ "When outside investors finance firms, they face a risk [...] that the returns on their investments will never materialize because the controlling shareholders or managers expropriate them". v. LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 4.

⁹⁸ v. LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 4.

I potenziali azionisti di minoranza ed i creditori, infatti, finanziano un'impresa solo percepiscono un'adeguata tutela dei propri diritti da parte della legge.

I diritti degli azionisti di minoranza protetti dalla legge riguardano in genere i) il diritto a ricevere dividendi sulla base della percentuale di capitale detenuta, ii) il diritto di votare per la nomina dei consiglieri di amministrazione, iii) il diritto di partecipare alle assemblee degli azionisti, iv) il diritto di sottoscrivere azioni di nuova emissione alle stesse condizioni degli "insider", v) il diritto di richiedere la convocazione di un'assemblea straordinaria, ecc.

2.2.1.1 TUTELA DEGLI INVESTITORI E ASSETTI PROPRIETARI

Nel paper "*Law and finance*" (1998) gli autori riportano le proprie ricerche sull'influenza della legislazione sugli assetti proprietari delle imprese. In particolare essi partono dalla considerazione che i diritti intrinseci dell'essere azionista, ossia il diritto di voto e quello di ricevere dividendi, derivano da una apposita legislazione che attribuisce tali diritti ai possessori di azioni⁹⁹. I diritti degli azionisti dipendono perciò dalle norme in materia di azioni, fissate in un determinato contesto legislativo.

Le caratteristiche della normativa di un determinato Paese, ed il grado di applicazione della stessa, sono fattori che possono influenzare gli assetti proprietari, in quanto in Paesi con un maggior grado di protezione degli investitori, questi saranno più propensi ad investire nelle imprese.

Gli autori pertanto analizzano le norme in materia di corporate governance in 49 Paesi con imprese non finanziarie quotate, in special modo quelle riguardanti la protezione degli investitori, e cercano di interpretare possibili correlazioni tra differenze nel grado di protezione e differenti assetti proprietari delle imprese.

Innanzitutto gli autori suddividono due diverse tradizioni in materia di "*commercial laws*": i) *common law*, che si è originata in Inghilterra e si è diffusa nelle colonie britanniche (USA, Canada, Australia, India, ecc.) e ii) *civil law*, che deriva invece dal

⁹⁹ "... shares typically give to their owners the right to vote for directors of companies [...]. Shareholders receive dividends because they can vote out the directors who do not pay them[...]. Without these rights, investors would not be able to get paid, and therefore firms would find it harder to raise external finance". v. LA PORTA e altri (1998), *op. citata*, p. 1114.

diritto romano. Quest'ultima tradizione legale è la più antica e la più diffusa nel mondo. Nella branca dei Paesi di *civil law*, inoltre, vengono distinte tre diverse origini:

- a) francese, derivante dal codice del commercio redatto nel 1807 durante l'era di Napoleone, che si è diffusa nei Paesi Bassi, in Portogallo e Spagna, in Italia, in alcuni cantoni della Svizzera e nelle colonie francofone;
- b) tedesca, derivante dal codice del commercio tedesco redatto dopo l'unificazione della Germania nel 1897 sotto Bismarck, che ha influenzato le legislazioni in Austria, Cecoslovacchia, Grecia, Ungheria, alcuni cantoni della Svizzera ed i Paesi dell'ex Jugoslavia;
- c) scandinava, diffusa nei Paesi nordici.

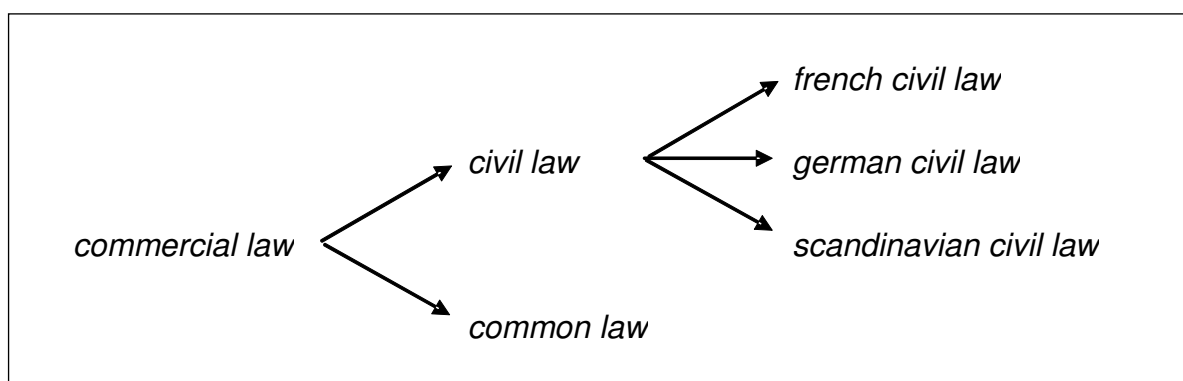


Figura 1: Le diverse tradizioni legali secondo La Porta e altri (1998).

L'obiettivo di tale ricerca è stato quello di stabilire in che modo le leggi relative alla protezione degli investitori differiscono, ed in che modo tali differenze influenzano la corporate governance.

Oltre all'origine, le principali variabili utilizzate per determinare il minore o maggiore grado di protezione degli azionisti di un Paese rispetto ad un altro sono relative ai diritti degli azionisti.

Questi vengono valutati e confrontati sulla base di diversi parametri.

Innanzitutto, più un Paese prevede meccanismi che si avvicinano al cosiddetto "*one share – one vote principle*", ciò significando che non vi è differenza tra il diritto ai

dividendi ed il diritto di voto su una medesima azione, più gli azionisti sono protetti¹⁰⁰. Pertanto, un Paese la cui legislazione consente l'utilizzo senza limitazioni di diverse categorie di azioni (ad esempio i) azioni senza diritto di voto, ii) azioni che votano solo su determinate materie e non su altre, iii) azioni il cui diritto di voto si accresce più aumenta il tempo di detenzione delle stesse da parte di uno stesso azionista, ecc.), o altri meccanismi che fanno divergere il diritto di voto dalla frazione di capitale detenuta, risulta garantire una minore tutela nei confronti degli azionisti. Dai risultati dell'analisi di La Porta e altri (1998) emerge che solo 11 Paesi su 49 adottano il principio del “*one share – one vote*”, e pertanto la grande maggioranza delle legislazioni in tema di diritto societario consentono l'utilizzo di azioni con le quali è possibile separare il diritto di voto dal diritto al dividendo.

Gli altri diritti vengono misurati in relazione alla tutela dei diritti degli azionisti di minoranza rispetto ai manager o agli azionisti di controllo (cosiddetti “*antidirector rights*”).

Innanzitutto vengono considerati i Paesi che consentono agli azionisti di minoranza di inviare le proprie deleghe (*proxy vote*) senza partecipare obbligatoriamente alle assemblee. Questo è visto come un meccanismo che aumenta il grado di protezione degli azionisti di minoranza, in quanto consente loro di influire sulle delibere assembleari pur non partecipando, di fatto, alle stesse.

In seconda battuta gli autori considerano le norme di diritto societario che richiedono agli azionisti di depositare le azioni alcuni giorni prima dello svolgimento dell'assemblea, con conseguente impossibilità di venderle a terzi nei giorni prossimi ad un'assemblea.

Inoltre, solamente alcuni Paesi consentono l'utilizzo dei cosiddetti “voti di lista” per le minoranze, poiché spesso non è consentito il cumulo di voti, ossia l'aggregazione di più azionisti per costituire una percentuale di voti che possa essere in grado di nominare un proprio rappresentante all'interno del *board*.

Altre legislazioni conferiscono agli azionisti di minoranza il diritto di far giudicare le decisioni del management da un giudice, o il diritto di obbligare l'impresa ad acquistare

¹⁰⁰ “*When votes are tied to dividends, insiders cannot have substantial control of the company without having substantial ownership of its cash flows*”. v. LA PORTA e altri (1998), *op. citata*, p. 1127.

proprie azioni in caso di disaccordo degli azionisti rispetto ad alcune decisioni societarie, come ad esempio fusioni o cessioni di *asset* strategici.

Alcune legislazioni prevedono per gli azionisti di minoranza un diritto di prelazione sull'acquisto di azioni di nuova emissione. Queste normative, quando presenti, consentono agli azionisti di contrastare una non desiderata diluizione del capitale sociale, con conseguente diminuzione del proprio "peso" all'interno della compagine azionaria.

Il grado di tutela nei confronti degli azionisti di minoranza è stato valutato dagli autori facendo inoltre riferimento alla frazione di capitale posseduta necessaria per convocare una assemblea straordinaria degli azionisti. Più alta è la frazione di capitale richiesta dalla legge, più sarà difficile per gli azionisti di minoranza aggregarsi e raggiungere la partecipazione richiesta. Tale partecipazione varia dal 3% del capitale in Giappone, al 33% del capitale in Messico.

L'ultimo parametro preso in considerazione per valutare il grado di tutela degli azionisti è costituito dalla possibilità che la legge preveda un obbligo di distribuzione di una certa percentuale dei dividendi.

SHAREHOLDER RIGHTS AROUND THE WORLD								
	one share one vote	proxy by mail allowed	shares not blocked before meeting	cumulative voting/ proportional representation	oppressed minority	preemptive right to new issues	%of share capital in call an Extraordinary Shareholder Meeting	Mandatory dividends
<i>Shareholder Rights</i>								
English origin average	0,17	0,39	1,00	0,28	0,94	0,44	0,09	0,00
French origin average	0,29	0,05	0,57	0,29	0,29	0,62	0,15	0,11
German origin average	0,33	0,00	0,17	0,33	0,50	0,33	0,05	0,00
Scandinavian origin average	0,00	0,25	1,00	0,00	0,00	0,75	0,10	0,00
Sample average	0,22	0,18	0,71	0,27	0,53	0,53	0,11	0,05

Fonte: La Porta e altri (1998), op. citata, p. 1130-1131.

La tabella sopra riportata mostra i risultati della ricerca contenuta nel *paper* in commento. Si nota che in media, solo pochi Paesi hanno una sistema legislativo che si possa definire "protettivo" per gli azionisti. Solamente il 22% dei Paesi utilizzano un

sistema basato sul principio del cosiddetto “*one share – one vote*”, solo il 27% conferisce agli azionisti di minoranza il diritto di nominare un proprio rappresentante nel *board*, e solamente il 53% consente agli azionisti di minoranza un diritto di prelazione sull’acquisto di azioni di nuova emissione.

Un’ulteriore considerazione è che la distinzione effettuata sulla base della tradizione legislativa di ciascun Paese, *civil* o *common law*, ha una valenza statisticamente significativa nello spiegare differenze tra i Paesi nel grado di protezione degli azionisti. Una certa similitudine si può riscontrare nell’utilizzo del principio “*one share – one vote*” e nel conferimento agli azionisti di minoranza il diritto di nominare un proprio rappresentante nel *board*. Entrambe queste caratteristiche, infatti, sono scarsamente diffuse in entrambi i sistemi legislativi.

Le differenze emergono soprattutto analizzando gli altri parametri considerati, sulla base dei quali i Paesi di *common law* sembrano garantire un più alto grado di protezione agli azionisti. Infatti, consentono più spesso di manifestare l’intenzione di voto per posta (39%), non obbligano al deposito delle azioni prima delle assemblee degli azionisti (94%), ed in genere richiedono una percentuale ridotta di capitale (9%) necessaria per richiedere la convocazione di una assemblea straordinaria.

Tra i Paesi di *civil law*, invece, quelli di tradizione francese sembrano caratterizzati dal più basso grado di protezione degli azionisti, mentre quelli di tradizione tedesca e scandinava si collocano in una via di mezzo tra i due estremi.

I dati presentati dagli autori supportano l’ipotesi che i Paesi sviluppino alcuni meccanismi di contrasto alla mancanza di protezione degli investitori.

Il meccanismo che si contrappone ad un basso livello di protezione degli azionisti è la concentrazione proprietaria¹⁰¹. La spiegazione è piuttosto intuitiva, nel senso che un azionista, per evitare comportamenti a lui sfavorevoli da parte dei manager o degli altri

¹⁰¹ “... with poor investor protection, ownership concentration becomes a substitute for legal protection, because only large shareholders can hope to receive a return on their investment”. v. LA PORTA e altri (1998), *op. citata*, p. 1145.

azionisti, tenderà a detenere più capitale e diritti di voto possibile in modo da avere il controllo sull'impresa.

Inoltre, in un sistema con un minore livello di protezione degli investitori, i potenziali azionisti di minoranza tenderanno ad acquistare le azioni solamente ad un prezzo basso, al quale per l'impresa non è conveniente emettere nuove azioni. Una bassa domanda di azioni da parte di potenziali investitori di minoranza, pertanto, stimola indirettamente una più alta concentrazione proprietaria.

**Ownership of 10 Largest Nonfinancial Domestic Firms By Large
Shareholders: Cross Section of 49 Countries**

Country	Ownership by Tree Largest Shareholders	Country	Ownership by Tree Largest Shareholders
	Mean		Mean
Australia	0,28	Indonesia	0,58
Canada	0,40	Italy	0,58
Hong Kong	0,54	Jordan	na
India	0,40	Mexico	0,64
Ireland	0,39	Netherlands	0,39
Israel	0,51	Peru	0,56
Kenya	na	Philippines	0,57
Malaysia	0,54	Portugal	0,52
New Zealand	0,48	Spain	0,51
Nigeria	0,40	Turkey	0,59
Pakistan	0,37	Uruguay	na
Singapore	0,49	Venezuela	0,51
South Africa	0,52	French origin average	0,54
Sri Lanka	0,60	Austria	0,58
Thailand	0,47	Germamy	0,48
United Kingdom	0,19	Japan	0,18
United States	0,20	South Korea	0,23
Zimbabwe	0,55	Switzerland	0,41
English origin average	0,43	Taiwan	0,18
Argentina	0,53	German origin average	0,34
Belgium	0,54	Denmark	0,45
Brazil	0,57	Finland	0,37
Chile	0,45	Norway	0,36
Colombia	0,63	Sweden	0,28
Ecuador	na	Scandinavian origin average	0,37
Egypt	0,62	Sample average	0,46
France	0,34		
Greece	0,67		

Fonte: La Porta e altri (1998), op. citata, p. 1147-1448.

La tabella sopra riportata mostra i dati empirici relativi alla percentuale di capitale detenuta dai primi tre azionisti delle 10 imprese non finanziarie di più grande dimensione di ciascuno dei paesi analizzati.

I dati mostrano che in media i primi tre azionisti detengono il 46% del capitale delle imprese. Il modello caratterizzato da un azionariato diffuso è pertanto una eccezione e non la regola¹⁰².

La concentrazione proprietaria varia anche in relazione alla tradizione legislativa di ciascun Paese. La più alta concentrazione proprietaria è rilevata nei Paesi di *civil law* di origine francese (54%), mentre il tasso di concentrazione proprietaria più basso si è nei paesi di *civil law* di origine tedesca (34%). I Paesi di *common law* si attestano ad un tasso di concentrazione proprietaria (dei primi 3 azionisti) pari al 43%.

Con questa ricerca, pertanto, gli autori sostengono che il livello di protezione degli investitori/azionisti è correlato ad un determinato grado di concentrazione proprietaria. Nei Paesi, come quelli di *civil law* di origine francese, che sembrano offrire il minor grado di protezione agli investitori, si rileva il più alto tasso di concentrazione proprietaria rispetto agli altri Paesi. Tali risultati supportano l'idea che un'alta concentrazione proprietaria nasca in risposta al basso livello di protezione degli investitori/azionisti.

Una possibile spiegazione, da un punto di vista giuridico, del perché i Paesi di *common law* tutelino più efficacemente i diritti degli azionisti di minoranza (e dei creditori) rispetto a quelli di *civil law*, è stata fornita da Coffee (2000)¹⁰³ e da Johnson e altri (2000)¹⁰⁴.

Tali autori sostengono che, poiché nei sistemi di *common law* le leggi vengono applicate dai giudici basandosi su precedenti sentenze ed ispirandosi ai principi generali

¹⁰² “We find that ownership concentration is extremely high around the world, consistent with our evidence that law, on average, are only weakly protective of shareholders. In an average country, close to half the equity in a publicly traded company is owned by the three largest shareholders”. v. LA PORTA e altri (1998), *op. citata*, p. 1152.

¹⁰³ COFFEE J., *Privatization and corporate governance: the lessons from Securities market failure*. Working paper n. 158. Columbia Law School, New York, 2000.

¹⁰⁴ JOHNSON S. – LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A., *Tunnelling*, American Economic Review Papers and Proceedings n. 90, 2000, p. 22-27.

di equità (*fairness*) e di lealtà (*fiduciary duty*), ogni circostanza non prevista negli statuti societari verrà regolata secondo tali principi. Nei sistemi di *common law*, pertanto, i giudici dovranno valutare di volta in volta le situazioni presentate al loro giudizio, interpretandole rifacendosi ai principi di condotta equa e leale.

Nei sistemi di *civil law*, invece, il diritto è estremamente codificato ed ai giudici viene richiesto di applicare al caso concreto ciò che viene disposto dalla legge, senza dover interpretare le diverse situazioni sulla base di principi generali.

Ciò significa, secondo gli autori, che un *corporate insider* (manager o azionista dominante) potrà adottare meccanismi di espropriazione degli azionisti di minoranza o dei creditori, qualora questi non vengano espressamente disciplinati e puniti dalla legge, senza il timore di un giudizio avverso dei giudici.

Gli autori concludono perciò che i sistemi legali di *common law* offrono una migliore tutela degli investitori poiché vi è un sistema dinamico di interpretazione delle fattispecie potenzialmente abusive nei confronti delle minoranze e dei creditori, non legato alle sole prescrizioni previste nei codici normativi.

La Porta e altri (2000) integrano quanto sostenuto da Coffe e da Johnson e altri, poiché tali spiegazioni necessitano di considerare un'analisi storico-politica delle diverse tradizioni legislative, in modo da comprendere se queste tendono a privilegiare gli interessi degli “*insider*” piuttosto che degli “*outsider*”¹⁰⁵.

Nel paper “*The quality of government*”¹⁰⁶, essi dimostrano come i paesi di *civil law* siano associati ad un maggiore intervento dello Stato nell'economia e da un minor grado di tutela della proprietà privata rispetto ai Paesi di *common law*.

2.2.1.2 GLI STUDI EMPIRICI SUGLI ASSETTI PROPRIETARI

La Porta e altri (1999) nel paper “*Corporate Ownership around the world*” analizzano la struttura proprietaria di un campione composto dalle più grandi imprese per

¹⁰⁵ LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 9-11.

¹⁰⁶ LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A. – VISHNY R., *The quality of government*, Journal of Law, Economics and Organization, n. 15, 1999, p. 222-279.

capitalizzazione di mercato, di ciascuno dei 27 Paesi ad economia più sviluppata del mondo.

Questa ricerca si pone nel solco dei vari contributi che negli anni avevano messo in dubbio la validità empirica dell'immagine d'impresa fornita da Berle e Means e dalla teoria dell'agenzia¹⁰⁷.

In effetti, numerosi studi avevano dimostrato che a livello mondiale, l'impresa a proprietà diffusa caratterizzata da una netta separazione tra proprietà e controllo, gestita da manager spesso “*unaccountable*” rispetto agli azionisti, è presente principalmente negli Stati Uniti.

Il resto dei Paesi più sviluppati, come ad esempio la Germania, l'Italia, il Giappone ed altri Paesi dell'OCSE, mostravano al contrario una concentrazione proprietaria maggiormente significativa, nel senso che il modello d'impresa caratterizzato dalla presenza di un azionista di maggioranza era quello più diffuso.

In questo scenario, il principale contributo dello studio di La Porta e altri (1999) è quello di identificare il cosiddetto “*ultimate owners of capital and of voting rights in firms*”, ossia l'effettivo proprietario del capitale d'impresa e dei connessi diritti di voto, il quale altro non è che l'azionista di controllo.

Il tema è particolarmente interessante poiché consente di comprendere chi detiene, in ultima analisi, la proprietà (*property rights*) dell'impresa, operazione non sempre agevole – come si approfondirà in seguito – soprattutto nei gruppi d'impres.

Uno degli aspetti metodologici più interessanti della ricerca è relativo alla definizione di proprietà dell'impresa (*ownership*), la quale viene suddivisa in due categorie: i) le imprese a proprietà diffusa (*widely held*) e ii) le imprese con un “*ultimate owners*”. Questi ultimi sono identificati in cinque diverse tipologie, ovvero: 1) famiglie (o individui), 2) lo Stato, 3) un ente finanziario a proprietà diffusa (come ad esempio banche o assicurazioni), 4) un'impresa a proprietà diffusa e 5) altri tipi (come ad esempio una cooperativa, un trust o un gruppo senza un investitore di controllo).

¹⁰⁷ “*In recent years, several studies have begun to question the empirical validity of this image [di Berle e Means, N.d.A.]”*. v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 471. “*As a result of this research, the Berle and Means image of the modern corporation has begun to show some wear*”. v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 472.

Per l'analisi dei dati gli autori definiscono azionista di controllo o *ultimate owner* un soggetto o ente che, direttamente o indirettamente, possiede più del 20% dei diritti di voto in un'impresa, mentre classificano le imprese senza almeno un azionista che detenga più del 20% dei diritti di voto come "a proprietà diffusa".

I dati empirici presentati da La Porta ed altri (1999) mostrano che l'impresa così come descritta da Berle e Means non è il modello d'impresa universale e, anzi, è abbastanza raro se si considera una certa definizione di "controllo". Il modello d'impresa più diffuso a livello mondiale è quello caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, solitamente rappresentato dallo Stato oppure da una famiglia, il quale esercita un potere di controllo in misura maggiore rispetto alla frazione di capitale posseduta, in larga parte attraverso la creazione dei cosiddetti "gruppi piramidali", e anche attraverso una presenza diretta nel management societario¹⁰⁸.

È quindi chiaro che, come si è già avuto modo di commentare, il tema principale relativo alla corporate governance nei Paesi caratterizzati dalla presenza di strutture proprietarie d'impresa che vedono la presenza di un azionista di controllo è quello relativo al rapporto tra quest'ultimo e l'azionista o gli azionisti di minoranza¹⁰⁹.

Gli autori suddividono il campione in due gruppi: i) le imprese che si trovano nei 12 paesi con una migliore protezione degli azionisti e ii) le imprese che si trovano nei 15 paesi con minor protezione degli azionisti, sulla base della classificazione individuata nel *paper* di La Porta e altri (1998) "*Law and finance*"¹¹⁰. Nel primo campione è

¹⁰⁸ "..., we find that the Berle and Means corporation is far from universal, and is quite rare for some definition of control. Instead, controlling shareholders – usually the State or families – are present in most large companies. These shareholders have control rights in firms in excess of their cash flow rights, largely through the use of pyramids, but they also participate in management". v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 474.

¹⁰⁹ "... the theory of corporate finance relevant for most countries should focus on the incentives and opportunities of controlling shareholders to both benefit and expropriate the minority shareholders". v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 474.

¹¹⁰ LA PORTA e altri (1998), *op.citata*.

predominante la presenza di paesi con un sistema *common law*, mentre nel secondo è predominante la presenza di paesi di *civil law*¹¹¹.

I risultati ottenuti dagli autori mostrano che, utilizzando il concetto di controllo così come sopra definito, il 36% delle grandi imprese sono ad azionariato diffuso, il 30% sono a controllo familiare, il 18% sono a controllo statale mentre il rimanente 15% è suddiviso tra le altre categorie.

Con questa definizione di controllo, la quale lo identifica quando un soggetto detiene più del 20% dei diritti di voto in un'impresa, gli autori sottolineano come solamente poco più di 1/3 delle grandi imprese dei paesi più ricchi siano ad azionariato diffuso.

Per quanto riguarda l'Italia, i risultati della ricerca mostrano come essa sia caratterizzata da una maggior presenza del controllo statale nelle grandi imprese (40%), ed a seguire delle imprese a proprietà diffusa (20%) e di quelle a controllo familiare (15%).

¹¹¹ “A comparison of countries with good and poor shareholder protection shows that widely held firms are more common in countries with good protection: 48 percent versus 27 percent. [...] Countries with poor shareholder protection have more of most other types of firms, including family-controlled [...] and State-controlled. [...] These results suggest that dispersion of ownership goes together with good shareholder protection, which enables controlling shareholders to divest at attractive prices”. v. LA PORTA e altri (1999), op. citata, p.496.

Control of Large Publicly Traded Firms around the World					
Panel A: 20% Cutoff					
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation
Australia	0,65	0,05	0,05	0,00	0,25
Canada	0,60	0,25	0,00	0,00	0,15
Ireland	0,65	0,10	0,00	0,00	0,10
Japan	0,90	0,05	0,05	0,00	0,00
Norway	0,25	0,25	0,35	0,05	0,00
Spain	0,35	0,15	0,30	0,10	0,10
U.K.	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
United States	0,80	0,20	0,00	0,00	0,00
High antidirector avg.	0,4792	0,2458	0,1375	0,0250	0,0833
Denmark	0,40	0,35	0,15	0,00	0,00
Finland	0,35	0,10	0,35	0,05	0,05
France	0,60	0,20	0,15	0,05	0,00
Germany	0,50	0,10	0,25	0,15	0,00
Italy	0,20	0,15	0,40	0,05	0,10
Mexico	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Sweden	0,25	0,45	0,10	0,15	0,00
Low antidirector avg.	0,2733	0,3433	0,2200	0,0700	0,0233
Sample average	0,3648	0,3000	0,1833	0,0500	0,0500

Fonte: LA PORTA e altri (1999), op.citata, p. 492.

Tra le imprese caratterizzate dalla presenza del cosiddetto “*ultimate owner*”, nella maggioranza dei casi, questo è rappresentato dallo Stato o da una famiglia. Se non deve stupire l’alta percentuale di grandi imprese controllate dallo Stato, perché in quegli anni i processi di privatizzazione delle imprese statali non erano ancora stati completati in molti Paesi, è forse meno scontato il fatto che il modello di assetto proprietario dominante nel mondo non è quello nel quale l’azionista di maggioranza è un ente finanziario o un’altra impresa, ma una famiglia¹¹².

¹¹² “Among corporations with owners, the principal owner types are the families and the State. The high percentage of companies with State control in this sample is not surprising given that we are sampling the largest firms, and privatization is not finished in most countries. [...] It is perhaps more surprising that by far the dominant form of controlling ownership in the world is not that by banks and other corporations, but rather by families”. v. LA PORTA e altri (1999), op. citata, p. 496.

Gli autori analizzano il campione di grandi imprese anche cambiando la definizione di controllo, ossia diminuendo la percentuale di possesso necessaria per definire un'impresa come "controllata" dal 20% al 10%. Con questa definizione solamente il 24% delle grandi imprese può definirsi ad azionariato diffuso, mentre si incrementano quelle a controllo familiare (30%) e statale (20%).

La soglia del 10% potrebbe sembrare, almeno nei paesi mitteleuropei, un livello troppo basso per consentire di detenere il controllo di un'impresa, mentre è valido nei paesi di matrice anglosassone.

Dai risultati, in ogni caso, emerge chiaro come il modello d'impresa teorizzato da Berle e Means non sia quello maggiormente diffuso nei paesi più sviluppati e, anzi, sembrerebbe essere una prerogativa pressoché esclusiva dei Paesi anglosassoni.

Control of Large Publicly Traded Firms around the World					
Panel A: 10% Cutoff					
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation
Australia	0,55	0,10	0,05	0,05	0,25
Canada	0,50	0,30	0,00	0,00	0,15
Ireland	0,45	0,15	0,00	0,05	0,05
Japan	0,50	0,10	0,05	0,00	0,00
Norway	0,05	0,25	0,40	0,10	0,00
Spain	0,15	0,25	0,45	0,15	0,00
U.K.	0,90	0,05	0,00	0,05	0,00
United States	0,80	0,20	0,00	0,00	0,00
High antidirector avg.	0,3417	0,3042	0,1583	0,0500	0,0583
Denmark	0,10	0,35	0,20	0,05	0,00
Finland	0,15	0,10	0,35	0,25	0,00
France	0,30	0,20	0,20	0,20	0,10
Germany	0,35	0,10	0,30	0,25	0,00
Italy	0,15	0,20	0,50	0,00	0,00
Mexico	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Sweden	0,00	0,55	0,10	0,30	0,00
Low antidirector avg.	0,1600	0,3833	0,2367	0,1100	0,0200
Sample average	0,2407	0,3481	0,2019	0,0833	0,0370

Fonte: LA PORTA e altri (1999), op.citata, p. 493.

Gli autori conducono infine la stessa analisi anche per le imprese di dimensioni medie. Utilizzando il limite del controllo al 20%, i risultati mostrano che, tra le medie imprese dei 27 Paesi economicamente più sviluppati, quelle caratterizzate da un azionariato diffuso sono solamente il 24%, rispetto al 36% delle grandi imprese, e tendono comunque a concentrarsi nei paesi di matrice anglosassone quali U.K., Irlanda, Canada e Stati Uniti.

Le imprese a controllo familiare, in questo campione, risultano invece essere il 45% del totale, e rappresentano perciò il modello di assetto proprietario dominante a livello mondiale.

Ciò significa, concludono gli autori, che ad una diminuzione delle dimensioni delle imprese considerate corrisponde una diminuzione della quota di imprese ad azionariato diffuso¹¹³.

Control of Medium Sized Publicly Traded Firms around the World					
Panel A: 20% Cutoff					
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation
Australia	0,30	0,50	0,00	0,00	0,20
Canada	0,60	0,30	0,10	0,00	0,00
Ireland	0,63	0,13	0,00	0,00	0,13
Japan	0,30	0,10	0,00	0,00	0,00
Norway	0,20	0,40	0,20	0,10	0,00
Spain	0,00	0,30	0,20	0,40	0,10
U.K.	0,60	0,40	0,00	0,00	0,00
United States	0,90	0,10	0,00	0,00	0,00
High antidirector avg.	0,3750	0,3850	0,0867	0,0417	0,0358
Denmark	0,30	0,40	0,20	0,00	0,00
Finland	0,20	0,20	0,20	0,10	0,10
France	0,00	0,50	0,20	0,20	0,00
Germany	0,10	0,40	0,20	0,20	0,10
Italy	0,00	0,60	0,00	0,00	0,10
Mexico	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Sweden	0,10	0,60	0,20	0,00	0,00
Low antidirector avg.	0,1267	0,5047	0,2020	0,0400	0,0400
Sample average	0,2370	0,4515	0,1507	0,0407	0,0381

Fonte: LA PORTA e altri (1999), op.citata, p. 494.

¹¹³ “So going down in size has the same effect as relaxing the strictness of the definition of control: it makes widely held firms more scarce”. v. LA PORTA e altri (1999), op. citata, p. 497.

Utilizzando invece il limite del controllo al 10%, i risultati mostrano con maggiore evidenza la netta predominanza del modello d'impresa a controllo familiare (53%) rispetto a quello ad azionariato diffuso (11%).

Control of Medium Sized Publicly Traded Firms around the World					
Panel A: 10% Cutoff					
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation
Australia	0,10	0,50	0,00	0,10	0,20
Canada	0,40	0,50	0,10	0,00	0,00
Ireland	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
Japan	0,20	0,10	0,00	0,00	0,00
Norway	0,10	0,40	0,20	0,10	0,00
Spain	0,00	0,30	0,30	0,40	0,00
U.K.	0,10	0,60	0,00	0,10	0,00
United States	0,50	0,30	0,00	0,00	0,00
High antidirector avg.	0,1667	0,5092	0,1033	0,0583	0,0167
Denmark	0,00	0,40	0,20	0,00	0,00
Finland	0,00	0,20	0,20	0,20	0,10
France	0,00	0,50	0,20	0,20	0,00
Germany	0,10	0,40	0,20	0,30	0,00
Italy	0,00	0,80	0,10	0,00	0,00
Mexico	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Sweden	0,10	0,60	0,20	0,10	0,00
Low antidirector avg.	0,0600	0,5380	0,2087	0,0667	0,0267
Sample average	0,1074	0,5252	0,1619	0,0630	0,0222

Fonte: LA PORTA e altri (1999), op.citata, p. 495.

Sulla base dei dati sopra riportati, gli autori concludono che per quanto riguarda le grandi imprese il modello di assetto “widely held” è diffuso in egual misura rispetto al modello d'impresa a controllo familiare, pur rilevando una netta predominanza dello stesso nei Paesi anglosassoni, mentre se si considerano le imprese di medie dimensioni il modello largamente predominante è proprio quest'ultimo¹¹⁴.

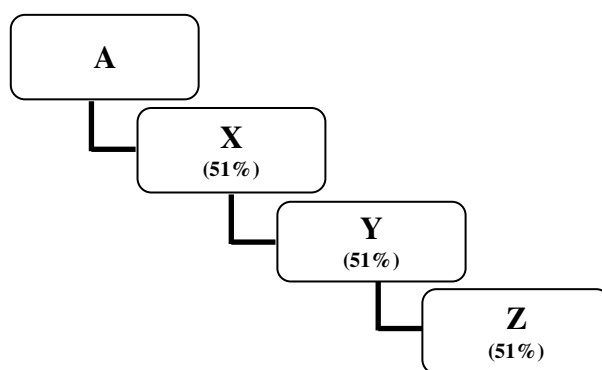
¹¹⁴ “The conclusion from this evidence is inescapable: if we look at the largest firms in the world and use a very tough definition of control, dispersed ownership is about as common as family control. But if we move from there to medium-sized firms, to a more lenient definition of control, and to countries with poor investor protection, widely held firms become an exception. Berle and Means have created an accurate

Dopo aver illustrato la composizione degli assetti proprietari nei Paesi economicamente più evoluti, nella seconda parte del *paper*, gli autori descrivono alcuni dei meccanismi attraverso i quali gli azionisti di controllo possono esercitare il proprio potere nelle grandi imprese separando il diritto di voto dal diritto ai *cash flow*, eliminando perciò il cosiddetto principio del “*one-share one-vote*”.

I meccanismi descritti sono tre: i) l'utilizzo di differenti categorie di azioni, ii) partecipazioni incrociate e iii) le cosiddette piramidi di controllo (*pyramids*).

I risultati dell'analisi mostrano un significativo utilizzo delle piramidi di controllo quale mezzo con il quale gli azionisti separano il proprio diritto di voto dalla percentuale di capitale detenuta. Infatti, il 26% delle imprese che hanno un “*ultimate owner*” sono da questo controllate attraverso l'uso delle piramidi di controllo. Ciò significa che è particolarmente diffuso l'assetto proprietario che vede un soggetto (il cosiddetto “*ultimate owner*”) detenere un potere di controllo su più società di fatto superiore rispetto alla mera frazione di capitale detenuto.

Si consideri il seguente esempio: il soggetto A detiene il 51% del capitale e dei diritti di voto della società X, la quale detiene il 51% del capitale e dei diritti di voto della società Y, la quale detiene il 51% del capitale e dei diritti di voto della società Z.



Nel semplice esempio sopra riportato emerge che, con la minima percentuale di possesso necessaria per detenere il controllo di un'impresa, il soggetto A è in grado di controllare la società Z pur detenendone, indirettamente, solo il 13,3%. Il controllo di A

image of ownership of large American corporations, but it is far from a universal image". v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 498.

su Z si manifesterà attraverso il potere di A di esercitare il controllo su X, la quale a sua volta avrà il potere di esercitare il controllo su Y, la quale detiene il controllo di Z.

Le altre modalità, ossia l'utilizzo di differenti categorie di azioni e di partecipazioni incrociate risultano essere scarsamente utilizzate al fine di separare il controllo dalla partecipazione al capitale¹¹⁵.

Lo studio approfondisce infine l'aspetto relativo al controllo familiare, ed in particolare del rapporto tra proprietà e management. Infatti, dai dati emerge come nel 69% dei casi le famiglie che controllano un'impresa sono rappresentate nel management. Nei paesi che offrono una migliore protezione agli azionisti, la percentuale sale al 75%, mentre in quelli con minore protezione si attesta sul 64%.

Questi risultati dimostrano come quello che è stato definito il problema “*standard*” della corporate governance, ossia la separazione tra proprietà e controllo, non è particolarmente rilevante nelle imprese a controllo familiare, le quali rappresentano la forma di assetto proprietario più diffuso a livello mondiale. Piuttosto, la problematica rilevante in questo tipo d'impresa, come già sottolineato in precedenza, è il conflitto d'interesse insito nel rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza¹¹⁶.

Le famiglie azioniste di controllo, hanno infatti poteri di controllo in misura maggiore rispetto alla mera frazione di capitale detenuta, e questo avviene tipicamente attraverso l'uso delle piramidi societarie e/o della presenza nel management di membri della famiglia¹¹⁷.

¹¹⁵ Sebbene ancora poco utilizzate nella pratica, le diverse categorie di azioni previste nell'ordinamento italiano dall'art. 2351 c.c. possono essere un valido strumento per modulare i diritti di voto degli azionisti in modo differente rispetto alla percentuale di capitale posseduta dagli stessi. In particolare, per coloro che – come lo scrivente – le hanno utilizzate per la predisposizione degli statuti sociali in funzione delle esigenze della compagine azionaria, rispondono a tale obiettivo le cosiddette azioni “a voto limitato”.

¹¹⁶ “*The standard problem of separation of ownership and management is not important for most of these firms, which is not to say that controlling shareholders act in the interest of minorities*”. v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 501.

¹¹⁷ “*Families often have control rights over firms significantly in excess of their cash flow rights, particularly through pyramids, and typically manage the firms they control*”. v. LA PORTA e altri (1999), *op. citata*, p. 502.

Ciò è empiricamente dimostrato dal fatto che, nel 75% delle imprese con un azionista di controllo non vi è un altro azionista abbastanza “grande” da poter monitorare l’azionista di maggioranza, e nelle imprese a controllo familiare questo è altrettanto vero nel 71% dei casi.

Ciò significa che, nelle imprese in genere, l’azionista di controllo tende a non avere altri azionisti con una partecipazione sufficiente a monitorare il proprio comportamento.

Riassumendo, lo studio di La Porta e altri (1999) contiene numerosi spunti di interesse e “punti fermi” dai quali partire per comprendere le caratteristiche dei diversi assetti proprietari delle imprese. Innanzitutto gli autori dimostrano come il modello d’impresa teorizzato da Berle e Means non è assolutamente il più diffuso e, anzi, al di fuori degli Stati Uniti esso è quasi una eccezione. Nei paesi non anglosassoni il modello di assetto largamente diffuso, anche nelle imprese di grandi dimensioni, è quello a controllo familiare. Solitamente la famiglia “di controllo” è quella del fondatore dell’impresa o di suoi discendenti. Tali imprese non sono gestite da un management professionale, ma in genere sono gestite dagli azionisti di controllo. Il top management, infatti, è solitamente in gran parte costituito da membri della famiglia di controllo, che in tal modo non sostiene i costi di agenzia nella loro classica accezione, ma ha il potere e l’interesse di espropriare benefici dagli azionisti di minoranza.

Pur con risultati leggermente differenti in termini numerici, altri studi hanno dimostrato la validità delle ricerche di La Porta e altri. Faccio e Lang (2002) analizzano l’azionariato di 5.232 società in 13 Paesi dell’Europa occidentale per rispondere alle seguenti domande: i) chi è l’azionista di controllo o “*ultimate owner*” delle imprese dell’Europa occidentale, e ii) quali sono i meccanismi attraverso i quali egli acquisisce il controllo.

Queste domande di ricerca, in effetti, rappresentano la riproposizione delle analisi di La Porta e altri (1999) in un altro contesto. I risultati ottenuti da Faccio e Lang differiscono

leggermente in termini di rilevanza statistica¹¹⁸, ma confermano le principali conclusioni di La Porta e altri.

Utilizzando la soglia del 20%¹¹⁹, Faccio e Lang trovano che in tutti i 13 Paesi considerati le imprese a controllo familiare sono le più rilevanti (44%), seguite dalle imprese ad azionariato diffuso (37%). Come rilevato da La Porta e altri (1998, 1999), vi è una netta differenza tra la struttura proprietaria delle imprese dell'Europa continentale e di quelle Britanniche e Irlandesi. Nei Paesi anglosassoni, infatti, le imprese a proprietà diffusa sono le più rilevanti (63 % in U.K. e 62% in Irlanda), mentre nei Paesi dell'Europa continentale la percentuale di imprese ad azionariato diffuso è decisamente più contenuta: 10% in Germania, 11% in Austria e 12% in Italia. I Paesi scandinavi, invece, si collocano in una via di mezzo, con una rilevanza delle imprese a proprietà diffusa del 39% in Svezia, del 37% in Norvegia e 29% in Finlandia.

La tendenza è praticamente opposta se si considerano le imprese a controllo familiare. La rilevanza più bassa si ha in U.K. (24%) ed Irlanda (25%), mentre è nettamente più marcata nei Paesi continentali. Anche in questo caso i Paesi scandinavi si collocano in una via di mezzo, attestandosi tra il 39% in Norvegia ed il 49% in Finlandia.

Come discusso in precedenza, le ragioni a supporto di tali diversità sono già state proposte da La Porta e altri (1998), i quali hanno dimostrato una correlazione statistica significativa tra l'origine della tradizione legislativa del Paese (*civil law vs common law*) ed il grado di protezione degli investitori, che si riflette in una maggiore concentrazione proprietaria nelle imprese dei Paesi di *civil law* di origine francese e germanica.

Faccio e Lang includono nel campione di società analizzate anche quelle operanti nel settore finanziario, che erano invece non considerate da La Porta e altri (1998, 1999). Ciò potrebbe spiegare la maggior incidenza statistica delle imprese ad azionariato diffuso; infatti, le imprese finanziarie tendono a caratterizzarsi maggiormente per un

¹¹⁸ “Our results for the 20 largest firms differ slightly from those of La Porta et al. (1999), in that we find fewer State-controlled firms and more widely held firms, fewer pyramids, and more dual class shares”. v. FACCIÒ M. – LANG. L., *The ultimate ownership of Western European corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 65, n. 3, 2002, p. 365-395.

¹¹⁹ Come in La Porta e altri (1999), anche Faccio e Lang (2002) conducono l'analisi in prima battuta utilizzando una “soglia” del 20% per definire il controllo, mentre in seguito riducono la stessa al 10%.

assetto a proprietà diffusa rispetto alle altre, ed in particolare tendono ad essere controllate da istituzioni finanziarie a proprietà diffusa. Il controllo familiare, in questo caso, è presente solamente nel 26,5% delle imprese finanziarie.

Anche per quanto riguarda i meccanismi attraverso i quali l'azionista di controllo esercita il proprio diritto di controllo rispetto alla frazione di capitale posseduta, Faccio e Lang replicano sostanzialmente quanto già discusso nei precedenti lavori di La Porta e altri. I principali meccanismi che vengono individuati sono: i) diverse categorie di azioni, ii) piramidi di controllo, iii) catene di controllo multiple, iv) unico azionista di controllo e v) top management "familiare".

In media, nei 13 Paesi analizzati, prevale largamente il meccanismo attraverso il quale il top management è composto da membri della famiglia di controllo (68%) e quello per cui vi è un unico azionista di controllo (54%), nel senso che non vi sono altri azionisti che detengono almeno il 10% dei diritto di voto.

Gli altri meccanismi sembrano non essere particolarmente diffusi, sebbene il controllo attraverso piramidi societarie sia presente nel 19% delle imprese.

Faccio e Lang trovano quindi, rispetto a La Porta e altri (1999), dei risultati statistici leggermente diversi su campioni di imprese diversi, ma traggono conclusioni in linea con la predominante letteratura sulla "*corporate ownership*": il modello di assetto proprietario predominante tra le imprese di piccole e medio-grandi dimensioni è quello a controllo familiare, mentre le imprese a proprietà diffusa sono più rilevanti nei Paesi anglosassoni e nelle imprese, soprattutto finanziarie, di grandi dimensioni.

2.2.1.3 I MODELLI DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI

Alcuni studiosi hanno sviluppato alcuni modelli relativi alla distribuzione dei dividendi, evidenziando interessanti implicazioni con gli assetti proprietari dell'impresa, in particolare mettendo in luce come la maggiore o minore propensione alla distribuzione di dividendi rappresenti un possibile meccanismo di mitigazione del potenziale conflitto di interessi tra i cosiddetti *insiders* (azionista di maggioranza e manager) e i cosiddetti *outside investors* (azionisti di minoranza)¹²⁰.

¹²⁰ "In a world of significant agency problems between corporate insiders and outsiders, dividends can play a useful role". v. LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 6.

Tradizionalmente gli studiosi di finanza enfatizzavano il fatto che i dividendi svolgevano una funzione di comunicazione verso gli azionisti e di soddisfazione delle loro attese rispetto ad un rendimento del capitale investito¹²¹. In sostanza, mediante la distribuzione di elevati dividendi l'impresa può segnalare una futura profittabilità, in modo da attrarre ulteriori risorse.

Una visione alternativa dei dividendi, proposta da DeAngelo e DeAngelo (2006)¹²², è che una *payout policy* ottimale è indirizzata dalla necessità dell'impresa di distribuire i propri *cash flow*. Gli autori propongono una “*life-cycle theory*” che combina gli elementi della teoria dei costi di agenzia connessi ai *free cash flow* di Jensen (1986) con l'evoluzione delle opportunità di investimento dell'impresa. In sintesi, tale teoria sostiene che nei primi anni l'impresa tende a pagare pochi dividendi poiché le sue opportunità di investimento eccedono le proprie possibilità finanziarie. Più l'impresa si sviluppa, invece, più i fondi generati dalla gestione si accresceranno fino ad eccedere il livello richiesto dalle opportunità d'investimento. In queste fasi, l'impresa sarà propensa a distribuire dividendi maggiori per non incorrere il rischio di spreco dei propri *cash flow*, o di utilizzo improprio degli stessi da parte degli *insiders*.

Denis e Osobov (2008), sulla scia di altre ricerche sul tema, trovano invece che la propensione a distribuire dividendi è correlata con la dimensione dell'impresa, con le sue opportunità di crescita, e con la sua profittabilità. Al crescere della dimensione e della profittabilità delle imprese è associata una maggiore propensione alla distribuzione di dividendi, mentre maggiori opportunità di crescita tendono a limitare tale propensione, a beneficio dell'utilizzo di risorse generate internamente per finanziare i progetti di investimento profittevoli.

¹²¹ v. DENIS D. J. – OSOBOV I., *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, Journal of Financial Economics, n.89, 2008, p. 62.

¹²² DEANGELO H. – DEANGELO L., *The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem*, Journal of Financial Economics, n. 79, 2006, p. 293-316.

La Porta e altri (2000)¹²³, in una prospettiva *law and finance*, hanno analizzato il tema dei dividendi, in particolare testando la correlazione tra la propensione a distribuire dividendi ed il problema di agenzia tra gli *insiders* e gli azionisti di minoranza.

Gli autori si rifanno alla teoria dell'agenzia, poiché la politica dei dividendi comporta l'insorgere di problemi di agenzia tra i manager o l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza¹²⁴.

Le motivazioni alla base di tale conflitto, già discusse nel primo capitolo, risiedono nella possibilità per il soggetto che controlla l'impresa (sia esso un manager che l'azionista di controllo) di utilizzare gli *asset* aziendali per una varietà di scopi che contrastano l'interesse degli azionisti di minoranza. Ad esempio, un manager o un azionista di controllo potrebbero deliberare propri compensi in misura eccessivamente elevata al fine di diminuire i risultati residuali distribuibili. Altri esempi sono legati al tema del trasferimento a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato di beni e servizi, o di *asset* aziendali, ad altre società da essi controllate, in modo da estrarre dall'impresa redditi a scapito degli azionisti di minoranza.

Secondo tale teoria (Jensen, 1986), se i risultati positivi dell'impresa non vengono distribuiti tra gli azionisti possono essere utilizzati dai cosiddetti *insiders* a proprio vantaggio, o investiti in progetti non remunerativi per l'impresa; il tutto a danno degli azionisti di minoranza che, di contro, preferiscono ricevere dividendi rispetto ad accantonare i profitti dell'impresa nelle riserve patrimoniali.

Da un'analisi di circa 4 mila imprese di 33 diversi Paesi, La Porta e altri trovano che le politiche dei dividendi variano rispetto al sistema legale di ciascun Paese. In particolare, nei Paesi di *common law*, nei quali il grado di tutela degli investitori è più elevato, si riscontra una maggiore propensione a distribuire elevati dividendi rispetto ai Paesi di *civil law*.

Gli autori testano poi due diverse concezioni del ruolo dei dividendi nel contesto sopra descritto, definiti "*outcome model*" e "*substitute model*".

¹²³ LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Agency problems and dividend policies around the world*, Journal of Finance, n. 55, 2000, p. 1-33.

¹²⁴ "*dividend policies address agency problems between corporate insiders and outside shareholders*". v. LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 3.

Il punto di partenza di entrambi i modelli è che distribuendo dividendi vengono restituite risorse agli investitori, e pertanto i cosiddetti *insiders* non possono utilizzarli a proprio beneficio; inoltre l'impresa potrebbe trovarsi nella necessità di reperire risorse finanziarie per sostenere i propri progetti di investimento, e ciò attribuisce agli azionisti di minoranza un ulteriore meccanismo di controllo sull'operato degli *insiders* (Jensen, 1986).

Nella prima concezione, i dividendi sono visti come risultato di un efficace sistema di tutela degli investitori. Nei Paesi con un elevato grado di protezione, infatti, gli azionisti di minoranza utilizzeranno il proprio potere per indurre l'impresa a distribuire elevati dividendi, al fine di ridurre le risorse a disposizione degli *insiders*¹²⁵.

Un'ulteriore implicazione di tale concezione è che in un sistema con elevata protezione degli investitori, questi accetteranno di ricevere minori dividendi se l'impresa è in una fase nella quale ha a disposizione opportunità di investimento ad alto potenziale di redditività.

La seconda concezione vede invece i dividendi come un meccanismo sostitutivo della protezione legale degli investitori, ed arriva a risultati opposti rispetto alla prima.

Secondo tale visione, per raccogliere ulteriori risorse finanziarie un'impresa necessita anche che la propria reputazione venga percepita positivamente, e soprattutto che venga messa in relazione ad un basso rischio di espropriazione dell'utilità degli azionisti di minoranza. Un'elevata distribuzione di dividendi riduce le risorse potenzialmente espropriabili e, pertanto, è un meccanismo adatto a tale scopo, poiché consente alle imprese di crearsi una reputazione per il buon trattamento dei propri investitori attraverso politiche dei dividendi.

Nei Paesi con un elevato grado di tutela degli investitori, tuttavia, tale necessità è meno sentita e quindi sarà meno sentita anche la necessità di distribuire dividendi.

Questa seconda concezione, quindi, sostiene che nei Paesi con un elevato grado di tutela degli investitori, vi è una minore propensione a distribuire elevati dividendi, mentre nei Paesi con una scarsa tutela degli investitori il livello dei dividendi è più elevato.

¹²⁵ “*The greater the rights of the minority shareholders, the more cash they extract from the company, other things equal*”. v. LA PORTA e altri (2000), *op. citata*, p. 8.

Testando queste due ipotesi, gli autori trovano supporto per la concezione cosiddetta “*outcome model*”, secondo la quale le imprese operanti in Paesi con un elevato grado di protezione degli investitori tendono a distribuire dividendi più elevati.

In ogni caso, è chiaro pertanto come una *policy* sulla distribuzione di dividendi possa essere considerata un valido strumento per ridurre il conflitto d’interesse tra azionisti di minoranza e l’azionista di controllo (o i manager).

2.3 L’ASSETTO PROPRIETARIO DELLE IMPRESE ITALIANE

Negli studi sui differenti modelli capitalistici l’Italia è considerata, insieme a Francia, Spagna, Grecia e Portogallo, all’interno di quel gruppo di Paesi che compone il cosiddetto “modello latino”¹²⁶.

Tale modello è caratterizzato dalla presenza di un azionista di controllo, tipicamente riconducibile ad una persona fisica o ad una famiglia.

L’impresa che più rappresenta il modello capitalistico italiano è la piccola-media impresa familiare, caratterizzata da forme societarie semplici e da una diffusa sovrapposizione tra il ruolo di imprenditore, conferente il capitale di rischio, ed il ruolo di manager.

Una serie di ricerche condotte dalla Banca d’Italia delinea una dettagliata rappresentazione dell’assetto proprietario delle imprese italiane.

In particolare Giacomelli e Trento (2005)¹²⁷ utilizzano i risultati di due indagini svolte dalla Banca d’Italia nel 2003 rispettivamente su circa 1.900 e 500 imprese italiane, e le confrontano con analoghe ricerche compiute dallo stesso istituto, sugli assetti proprietari, sul controllo e sui trasferimenti delle imprese non quotate nel 1993.

Già dalle indagini condotte nel biennio 1992-1994 erano emerse alcune peculiarità degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane. Innanzitutto queste erano caratterizzate da una proprietà estremamente concentrata e non anonima, da una prevalenza del modello di controllo di tipo familiare, dalla scarsa presenza nel mercato

¹²⁶ v. ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, 2006, p. 188.

¹²⁷ GIACOMELLI S. – TRENTO S., *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, Temi di discussione del Servizi Studi, n. 550, 2005.

delle imprese di intermediari finanziari specializzati e dalla crescente diffusione della forma organizzativa del gruppo d'impresa.

Dall'analisi dei dati raccolti, emerge come la distribuzione della proprietà delle imprese italiane risulti estremamente concentrata. In media, infatti, il primo azionista detiene dal 52% al 64,7% del capitale, a seconda dei campioni analizzati. In entrambi i casi l'azionista principale possiede in media una quota di capitale che gli consente di avere il controllo di diritto della società.

Ad ulteriore conferma dell'estrema concentrazione proprietaria, nei campioni considerati i primi tre azionisti detengono tra il 95% ed il 100% del capitale, mentre nessun azionista principale detiene una quota inferiore al 5% del capitale, a dimostrazione della scarsissima (o nulla) presenza di imprese a proprietà diffusa.

Un'ulteriore caratteristica messa in luce dalla ricerca è la correlazione positiva tra il grado di concentrazione proprietaria e le dimensioni aziendali. Ciò significa che al crescere delle dimensioni di un'impresa, aumenta anche la quota di proprietà dell'azionista principale e si riduce l'ampiezza della compagine sociale. Tale correlazione viene spiegata dalla diffusione del modello organizzativo del gruppo d'impresa. Al crescere delle dimensioni di un'impresa, la stessa tenderà quindi ad essere posseduta attraverso strutture di gruppo. Ciò significa che la società controllante detiene una quota maggioritaria del capitale, determinando in tal modo l'elevato grado di concentrazione proprietaria anche nelle imprese di maggiori dimensioni.

Tali considerazioni in tema di gruppi d'impresa sono confermate dall'evidenza empirica. La percentuale di imprese facenti parte di gruppi societari aumenta con il crescere delle dimensioni: il 91% delle imprese con oltre 1.000 addetti nel 2003 faceva parte di un gruppo. La quota media detenuta dall'azionista principale di una società facente parte di un gruppo è molto elevata, pari al 81% nel 2003, denotando perciò un'accentuata concentrazione proprietaria.

Ulteriori risultati interessanti sono relativi alla tipologia dei soggetti proprietari. In generale vi è una netta predominanza del possesso da parte di persone fisiche (65%), seguita dalle holding dei gruppi societari (13%), dalle imprese non finanziarie (8%), da quelle estere (5%), dalle imprese bancarie (1%) e da imprese o enti pubblici (0,5%).

Al crescere delle dimensioni aziendali il peso delle persone fisiche si riduce notevolmente (47%) a favore delle holding dei gruppi societari (23%) e delle imprese estere (9%).

La distribuzione della proprietà in base alla tipologia dei soggetti, anche in relazione alle risultanze delle indagini del biennio 1992-1994, mostrano un livello di possesso da parte delle persone fisiche pressoché inalterato, mentre è in crescita la quota detenuta dalle holding di gruppo.

Questi dati evidenziano il carattere non anonimo della proprietà delle imprese italiane, in quanto da un lato emerge la netta predominanza delle persone fisiche, mentre dall'altro lato viene confermata una presenza fortemente limitata di intermediari bancari e finanziari a proprietà diffusa nel capitale delle imprese.

I risultati dell'indagine indicano che il modello di controllo predominante in Italia tra le piccole-medie imprese è quello familiare, riscontrabile nel 46% delle imprese del campione analizzato. Per controllo familiare si intende il controllo esercitato congiuntamente da più soggetti legati da vincoli di parentela.

Le altre principali modalità di esercizio del controllo che emergono dall'evidenza empirica sono il controllo assoluto (22%), esercitato da un'unica persona fisica che detiene la maggioranza del capitale ed il controllo di gruppo (17%), esercitato attraverso una catena societaria da uno o più soggetti posti al vertice della catena stessa.

Al crescere della dimensione delle imprese, tali risultati si modificano, ed emerge una riduzione del controllo familiare ed assoluto, mentre aumenta l'incidenza del controllo di gruppo.

Individuando i modelli di controllo ultimo (cfr. *ultimate owner* in La Porta e altri (1999)), gli autori scoprono che il controllo di gruppo "nasconde" nei due terzi dei casi un modello di controllo familiare.

È per questo che, concludono gli autori, i risultati dell'indagine empirica mostrano l'assoluta prevalenza del carattere personalistico e familiare degli assetti di controllo delle piccole imprese, accentuato dal crescente utilizzo di clausole statutarie e patti parasociali che limitano la trasferibilità delle partecipazioni sociali. Se l'impresa ha dimensioni limitate prevalgono modalità di controllo familiare o assoluto, mentre al

crescere delle dimensioni aziendali “le famiglie modificano le modalità di esercizio del controllo passando da forme dirette a forme mediate da strutture di gruppo”¹²⁸.

2.4 IL CONTROLLO FAMILIARE

Il concetto di controllo familiare, caratteristica tipica delle imprese italiane, è riconducibile a tutti quei casi in cui il controllo è saldamente nelle mani di una singola persona o dei membri di una famiglia.

L’evidenza empirica mostra come, in questo caso, il controllo è in genere assicurato dalla proprietà della maggioranza assoluta del capitale da parte di una persona. L’unità dell’indirizzo di governo familiare è garantita, o dalla presenza nel capitale di altri membri della famiglia, oppure dall’esistenza di particolari vincoli o accordi sociali che assicurano il controllo dell’impresa.

La sovrapposizione famiglia-impresa che si crea può essere totale, nel caso tutte le risorse umane e finanziarie vengono fornite dalla famiglia proprietaria, oppure parziale, nel caso vi siano risorse umane esterne o azionisti di minoranza non legati da vincoli di parentela con il gruppo familiare di controllo.

Il processo decisionale e di formulazione delle strategie è fortemente accentrato nelle mani dell’imprenditore, e gli obiettivi aziendali sono solitamente indirizzati dalle sue aspirazioni individuali. Gli organi di governo, nel caso di organi non monocratici, sono spesso meramente formali, essendo composti esclusivamente o per maggioranza da familiari dell’imprenditore.

Tale situazione, comune alla maggioranza delle imprese italiane, sembra comunque destinata ad evolversi. Quando un’impresa familiare si appresta ad affrontare un “passaggio generazionale”, le relazioni personali tra i diversi azionisti si affievoliscono, non raramente vengono inseriti professionisti indipendenti nella struttura manageriale e vengono così adottati sistemi di governance più strutturati rispetto al controllo familiare.

¹²⁸ v. GIACOMELLI S. – TRENTO S. (2005), *op. citata*, p. 26.

Un'approfondita analisi delle imprese a controllo familiare è contenuta in Villalonga e Amit (2008)¹²⁹, i quali utilizzando un ampio campione d'impresе americane ricercano cosa spiega il controllo familiare delle imprese.

Le diverse teorie sul controllo familiare possono essere classificate in due categorie. La prima comprende tutte le teorie che individuano nel controllo familiare una fonte di "vantaggio competitivo", mentre la seconda comprende le teorie per le quali la motivazione principale alla base del controllo familiare è l'estrazione di "benefici privati" da parte dei soggetti controllanti.

La letteratura, come detto, è molto ampia e non porta a risultati conclusivi. I più recenti studi empirici, infatti, trovano risultati diversi: se alcuni (Anderson e Reeb, 2003; Adams e altri, 2003) dimostrano che le imprese familiari hanno risultati migliori delle altre, vi sono altri (Morck e altri, 2000) che trovano che le imprese gestite dalle generazioni successive del fondatore hanno risultati peggiori.

Le due diverse concezioni possono essere complementari ed entrambe vere, poiché l'evidenza empirica relativa alla predominanza delle imprese familiari nel mondo¹³⁰ sembra adattarsi ad entrambe le spiegazioni.

Gli aspetti positivi del controllo familiare sul valore dell'impresa sono largamente documentati nella letteratura internazionale (Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006) e sono in linea con la spiegazione del controllo familiare come fonte di vantaggio competitivo. Si tratta in particolare della riduzione (o dell'assenza) del conflitto di agenzia tra proprietari e manager documentato per le imprese a proprietà diffusa. È chiaro infatti che nelle imprese in cui la proprietà è concentrata nelle mani di uno o pochi azionisti che detengono il controllo, non si verifica quel conflitto d'interessi tra azionisti e manager, sia perché spesso le due figure sono coincidenti, sia perché quando non lo sono, gli azionisti detengono una quota di capitale talmente elevata da essere notevolmente incentivati ad esercitare uno stretto monitoraggio sull'operato dei manager.

¹²⁹ v. VILLALONGA B. – AMIT R., *Family control of firms and industries*, forthcoming, 2008.

¹³⁰ "Founder or family-controlled firms dominate the corporate landscape around the world". v. VILLALONGA B. – AMIT R. (2008), *op. citata*, p. 1.

Anche i problemi di agenzia tra manager e lavoratori, inoltre, possono essere ridotti nelle imprese familiari da rapporti di fiducia, di stima, di affetto tipici delle relazioni familiari.

Il filone *law and finance* discusso nei precedenti paragrafi sembra invece maggiormente orientato verso una spiegazione del controllo familiare come meccanismo di espropriazione di benefici personali da parte degli azionisti di controllo, a sfavore delle minoranze.

La concentrazione proprietaria ed il carattere familiare assumono pertanto una valenza potenzialmente negativa quando l'impresa è in una fase di crescita dimensionale. Se nelle imprese di limitate dimensioni si può fare affidamento sull'autofinanziamento o sull'indebitamento, ed eventualmente l'azionista di controllo (o la famiglia di controllo) è in grado di far fronte a temporanei fabbisogni finanziari mediante propri mezzi, con la crescita dimensionale i soggetti "di controllo" potrebbero optare per il reperimento di ulteriori risorse finanziarie mediante la cessione di una parte del capitale detenuto a nuovi soci.

La volontà di mantenere comunque il controllo sull'impresa, può costituire un freno alle possibilità di sviluppo della stessa, e può comportare l'insorgere di conflitti di interesse tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza.

Entrambe le concezioni, sulla base dell'evidenza empirica, in ogni caso sostengono che l'impresa familiare possa essere una struttura che ottimizza l'efficienza. La differenza fondamentale è che per la prima (vantaggio competitivo) tale modello d'impresa ottimizza l'efficienza per tutti gli azionisti, sia familiari che non familiari, mentre per la seconda (benefici privati) tale modello ottimizza l'efficienza solamente per gli azionisti membri della famiglia di controllo.

I risultati delle analisi condotte da Villalonga e Amit (2008) confortano l'ipotesi che le due concezioni siano entrambe valide nello spiegare il controllo familiare delle imprese. Infatti, mentre una parte del valore creato dalle imprese familiari può essere espropriato dai membri della famiglia di controllo a discapito degli azionisti di minoranza, questi ultimi beneficiano comunque degli effetti positivi del controllo familiare.

In particolare le imprese familiari sono meno sensibili alle variazioni dei profitti, sia positive che negative, del settore in cui operano. Infatti, nei casi in cui vi siano drastiche riduzioni dei profitti nel settore in cui operano, gli azionisti di controllo delle imprese familiari tendono a mitigare tali variazioni negative immettendo nell'impresa risorse personali (cosiddetto "*propping*").

Nel caso invece di repentini incrementi dei profitti nel settore in cui operano, gli azionisti di controllo delle imprese familiari tendono ad appropriarsi delle risorse aziendali (cosiddetto "*tunneling*") a discapito degli azionisti di minoranza.

2.5 CONCLUSIONI

In questo capitolo si è approfondito il tema degli assetti proprietari delle imprese. Il concetto di "assetto proprietario" riguarda essenzialmente le modalità di distribuzione dei diritti di proprietà tra i diversi soggetti che partecipano alla vita di un'impresa, ed è considerato uno dei principali meccanismi di corporate governance, poiché influenza direttamente le modalità di governo dell'impresa.

Il tema è sviluppato prendendo analizzando in particolare il filone di studio cosiddetto "*law and finance*", il quale vede nei contributi di La Porta e altri i propri punti di riferimento.

Dai risultati di tali ricerche emerge che il modello d'impresa caratterizzato da una netta separazione tra proprietà e controllo, descritto da Berle e Means (1932) e sviluppato nei suoi aspetti di governance dai vari contributi commentati nel primo capitolo (Jensen, Meckling, Fama), è scarsamente diffuso a livello mondiale, essendo una peculiarità del contesto anglosassone in particolare. Nella maggior parte dei Paesi economicamente più sviluppati, infatti, il modello di assetto largamente diffuso, anche nelle imprese di grandi dimensioni, è quello a controllo familiare ed una delle maggiori problematiche connesse a tale assetto proprietario è relativo al potenziale conflitto di interessi tra azionisti di controllo ed azionisti di minoranza.

In particolare, dall'analisi della letteratura sembrano delinearsi alcune possibili spiegazioni ad una struttura proprietaria fortemente concentrata. Da un punto di vista giuridico una marcata concentrazione proprietaria sembra correlarsi con una scarsa

tutela degli investitori da parte dei sistemi normativi di determinati Paesi, in particolare dei Paesi di *civil law*.

Da un punto di vista economico la concentrazione proprietaria, tipica in particolare delle imprese familiari, può spiegarsi dalla ricerca di una forma organizzativa efficiente che non incorra nelle problematiche di agenzia tra azionisti e manager tipiche delle imprese a proprietà diffusa.

Da un punto di vista giuridico-economico, invece, una forte concentrazione proprietaria può essere spiegata dalla possibilità da parte degli azionisti di controllo di ottenere benefici personali “in eccesso” rispetto alla quota di capitale posseduto, a discapito degli azionisti di minoranza. Questa spiegazione è legata, evidentemente, allo studio dei conflitti d’interesse tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza.

Il tema dell’assetto proprietario delle imprese italiane è infine sviluppato commentando i risultati di alcune ricerche condotte dalla Banca d’Italia, le quali hanno rilevato una forte concentrazione proprietaria, spesso sottoforma di controllo familiare, e soprattutto la notevole diffusione del fenomeno del gruppo societario, al quale è dedicato il terzo capitolo del presente lavoro.

3. I GRUPPI D'IMPRESA COME MODELLO DI ASSETTO PROPRIETARIO DELLE IMPRESE ITALIANE¹³¹

3.1 INTRODUZIONE

Nel secondo capitolo, trattando degli assetti proprietari delle imprese italiane, è emerso come da recenti indagini condotte dalla Banca d'Italia, la forma organizzativa del gruppo d'impresa stia diffondendosi soprattutto quando le imprese crescono di dimensione.

Il fenomeno della concentrazione proprietaria, fortemente caratterizzante le piccole imprese italiane, è presente anche nelle imprese di medie dimensioni proprio perché il cosiddetto "azionista di controllo", per la maggior parte riconducibile ad una persona fisica o ad una famiglia, continua a detenere la maggioranza del capitale attraverso la costituzione di una holding a capo di un gruppo societario.

La letteratura precedentemente analizzata, annovera il gruppo d'impresa come uno strumento adottato dall'azionista di controllo per separare la proprietà dal controllo dell'impresa. Infatti, attraverso le catene di controllo societario un soggetto economico può detenere il controllo di un gruppo d'impresa anche non possedendo la maggioranza del capitale di ciascuna di esse.

Tale separazione, in contrapposizione con il modello d'impresa anglosassone, determina un potenziale conflitto d'interessi tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza. L'azionista di controllo, infatti, ha la possibilità di espropriare una parte dei diritti degli azionisti di minoranza a proprio vantaggio. La letteratura ha soprattutto evidenziato le patologie insite in tale conflitto, ma ha anche proposto alcuni meccanismi di mitigazione dello stesso, quali i modelli dei dividendi presentati nel precedente capitolo.

In Italia, in particolare, la diffusione della forma organizzativa di gruppo è ben documentata soprattutto riguardo alle grandi imprese quotate. Tale fenomeno, come verrà evidenziato anche in seguito, è in prevalenza riconducibile al meccanismo della separazione tra proprietà e controllo (cosiddetto della leva azionaria), ormai connaturato nel capitalismo italiano, e spesso utilizzato anche in altri Paesi europei come Francia,

¹³¹ I paragrafi 3.2, 3.4, 3.5 e 3.6 del presente capitolo rappresentano un approfondimento del mio contributo al capitolo numero 7 del libro BERTA G. (a cura di), *La tutela dei soci*, Giappichelli, 2008.

Germania e Belgio¹³². È molto meno documentato, al contrario, il fatto che il fenomeno del gruppo interessi anche imprese non quotate e di piccola e media dimensione. La letteratura è piuttosto carente sotto questo profilo, in particolare a causa della difficoltà e dell'onerosità di reperire dati sulla struttura di proprietà e sulle partecipazioni delle imprese di dimensioni minori. L'analisi empirica proposta nella seconda parte del presente capitolo tenta di applicare una possibile metodologia di analisi della struttura proprietaria dei gruppi di medie dimensioni.

In questo capitolo si presenteranno i profili economico-aziendali e giuridici caratterizzanti la forma organizzativa del gruppo societario, evidenziando le principali motivazioni che la letteratura ha formulato per giustificare la loro creazione.

Lo studio effettuato consente di rispondere alla domanda di ricerca sviluppata nel presente lavoro: **“come si esercita la governance nei gruppi aziendali?”**.

Nella seconda parte del capitolo è presente una semplice analisi empirica su un campione di società di capitali non quotate, facenti parti di gruppi societari di medie dimensioni. Con tale analisi si è voluto testare l'ipotesi principale desunta dalla letteratura, ovvero che dietro alla forma organizzativa del gruppo d'imprese si “nasconde” spesso una forma di controllo personale o familiare. Pertanto l'azionista di controllo esercita il proprio potere attraverso:

- un controllo pressoché totalitario dell'organo amministrativo della società controllante (holding);
- l'assunzione di cariche negli organi amministrativi delle partecipate;
- la nomina dei membri della famiglia negli organi amministrativi delle società del gruppo;
- la nomina di consiglieri o manager “di fiducia” nelle diverse società del gruppo.

L'evidenza empirica mostra inoltre una certa rilevanza nella sovrapposizione della carica di membri del collegio sindacale della società capogruppo e delle società del gruppo.

Allo stato attuale non è stato possibile raccogliere dati sulla presenza di particolari clausole statutarie e patti parasociali che limitano la circolazione delle quote detenute dai

¹³² v. BIANCHI R. – BRIOSCHI M.S. – CAINELLI G., *Struttura e localizzazione dei gruppi di imprese in Emilia Romagna*, 1999, p. 2.

proprietari, meccanismi che sono invece documentati dalla letteratura in materia.

3.2 I GRUPPI D'IMPRESA: PROFILI ECONOMICO-AZIENDALI

L'analisi delle diverse definizioni di "gruppo" esistenti in letteratura evidenzia differenti concezioni dello stesso.

In una visione ristretta, si ha un gruppo quando sono presenti alcuni elementi caratteristici dello stesso quali: i) la presenza di società giuridicamente distinte e ii) un sistema di legami partecipativi che consentono ad un soggetto economico (impresa o persona fisica) di detenere il controllo su tutte le imprese del gruppo.

In una visione più estesa, l'elemento formale del controllo mediante una partecipazione nel capitale delle società del gruppo viene sfumandosi, preferendo piuttosto indicare quale caratteristica distintiva dei gruppi un indirizzo unitario di gestione che può essere ottenuto anche con altri strumenti.

In particolare il concetto di gruppo societario può essere definito da due punti di vista differenti.

Da un punto di vista giuridico, il gruppo è caratterizzato dalla presenza di una società (c.d. holding) che ne controlla altre mediante partecipazioni di maggioranza o totalitarie o per effetto dell'esistenza di vincoli contrattuali.

Da un punto di vista aziendalistico, invece, il gruppo si caratterizza per l'esercizio da parte di un soggetto economico (holding) di un'attività di direzione e coordinamento nei confronti delle controllate, finalizzata al recepimento da parte di queste ultime delle regole per l'attuazione di un disegno organico (strategia) e unitario¹³³.

Gli elementi caratterizzanti un gruppo, nella concezione utilizzata in questa tesi, sono in sintesi rinvenibili nella presenza:

- di una pluralità di soggetti giuridicamente autonomi;
- di rapporti di controllo tra una società (controllante) e le altre (controllate);

¹³³ "Il gruppo è un complesso di imprese che, pur dotate ciascuna di un proprio soggetto giuridico, hanno in comune il soggetto economico; in altri termini, si ha un gruppo quando una persona o un gruppo di persone hanno il potere di determinare l'indirizzo di gestione di più imprese che si presentano come autonome". v. SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, IX versione, 1978, p. 55.

- di un disegno gestionale unitario.

Il Principio Contabile Nazionale n. 17 in materia di Bilancio consolidato, fornisce una classificazione organica delle diverse tipologie di gruppo, distinguendo:

1. dal punto di vista strategico, tra:

- gruppo economico, caratterizzato da un disegno imprenditoriale e, soprattutto, da una direzione unitaria delle imprese che lo compongono le quali svolgono attività imprenditoriali omogenee;
- gruppo finanziario, composto da un insieme di imprese controllate tramite il possesso di partecipazioni, o contrattualmente, ma senza che esista un significativo coordinamento delle stesse;

2. dal punto di vista della struttura dei rapporti di controllo, tra:

- gruppi a struttura semplice, nei quali la capogruppo detiene partecipazioni dirette in tutte le società del gruppo;
- gruppi a struttura complessa, nei quali il controllo viene esercitato a cascata o per mezzo di livelli successivi di controllo;
- gruppi a catena, nei quali i poteri di controllo si compongono variamente, anche a mezzo di partecipazioni incrociate.

Altre classificazioni suggerite dalla dottrina distinguono:

3. con riferimento alla natura della capogruppo tra:

- gruppi pubblici nei quali la capogruppo che esercita la direzione strategica è un ente pubblico;
- gruppi privati nei quali il ruolo di soggetto economico è svolto da soggetto «non ente pubblico» e quindi privato;

4. relativamente, invece, alla capogruppo e all'attività svolta da quest'ultima tra:

- holding pura, che non svolge alcuna attività produttiva ma accentra in sé le funzioni di pianificazione, finanza e controllo del gruppo;
- holding mista, che oltre ad esercitare le funzioni di pianificazione, finanza e controllo del gruppo, svolge anche un'attività produttiva.

3.3 LE RAGIONI ALLA BASE DELLA CREAZIONE DI UN GRUPPO SOCIETARIO

I gruppi di imprese sono una realtà diffusa, infatti quasi tutte le imprese di grandi dimensioni appartengono a strutture di gruppo. Di fronte a tale diffusione si è formata una letteratura sufficientemente ampia per delineare alcune considerazioni sulle motivazioni che possono rinvenirsi alla base della decisione di adottare la struttura di un gruppo societario.

Le principali teorie sulla creazione dei gruppi hanno giustificato la creazione di un gruppo perché esso rappresenta:

- uno strumento per separare proprietà e controllo;
- una forma organizzativa dell'impresa a supporto della crescita dimensionale;
- uno strumento di frazionamento del rischio d'impresa;
- una forma organizzativa adatta a concentrare alcune funzioni aziendali “di gruppo” in un'unica struttura;
- uno strumento per cercare di ridurre la trasparenza degli assetti proprietari verso il mercato;
- uno strumento valido per implementare politiche fiscali.

Nel proseguo si analizzeranno le principali.

3.3.1 IL GRUPPO COME FORMA ORGANIZZATIVA

La letteratura ha particolarmente enfatizzato come la creazione di un gruppo societario rappresenti una soluzione al problema della ricerca dell'efficacia e dell'efficienza organizzativa, così come sostenuto anche dalla teoria dei costi di transazione (Williamson, Hart) della quale si è trattato nel primo capitolo.

La creazione di un gruppo di imprese può giustificarsi innanzitutto per una decisione di crescita delle dimensioni aziendali, sia attraverso l'aggregazione di soggetti economici che svolgono attività simili, sia attraverso l'aggregazione di soggetti economici che si

posizionano a monte o a valle di una determinata “filiera produttiva” (cosiddetta integrazione verticale), sia mediante l’aggregazione di soggetti economici che producono e commercializzano nuovi prodotti al fine di espandersi in nuovi business (cosiddetta integrazione orizzontale).

Alcuni studiosi¹³⁴ hanno utilizzato i concetti della teoria dei costi di transazione per spiegare il possibile ruolo delle strutture di gruppo societario.

Il gruppo aziendale può infatti essere visto come una forma intermedia di governo delle transazioni, poiché rappresenta una possibile alternativa alle forme tradizionali di governo rappresentate dal mercato e dalla gerarchia.

Le forme “ibride” di governo delle transazioni hanno caratteristiche intermedie tra le due forme classiche, perché rispetto al mercato possiedono un minore potere incentivante ma una maggiore capacità di controllo del comportamento opportunistico degli agenti, mentre rispetto alla gerarchia esse hanno un maggiore potere incentivante ma una minore capacità di controllo.

La letteratura ha analizzato i gruppi aziendali quali forme ibride di governo delle transazioni che hanno in particolare per oggetto le risorse finanziarie ed i beni intermedi di produzione.

In un mercato finanziario imperfetto, le holding possono essere considerate come un “intermediario in grado di produrre servizi finanziari (intesi sia come la gestione centralizzata delle risorse finanziarie, sia come la raccolta di capitali sul mercato per l’intero gruppo) economizzando sui costi di transazione”¹³⁵. Il gruppo può essere perciò considerato in ultima battuta come un mercato dei capitali che è in grado di allocare le risorse finanziarie alle società che lo compongono in modo più efficiente di quanto non facciano gli intermediari finanziari “esterni”.

Secondo la visione successiva, ovvero del gruppo come mercato interno dei beni, particolarmente rilevante nei casi di gruppi composti da imprese operanti nella medesima filiera produttiva, tali aggregati sono in grado di minimizzare i costi di transazione impliciti nella contrattazione di beni intermedi di produzione, quali ad

¹³⁴ Si veda per tutti ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA, 2000, p. 101-122.

¹³⁵ v. ZATTONI A. (2000), *op. citata*, p. 107.

esempio i comportamenti opportunistici dei contraenti “esterni” coinvolti negli scambi commerciali.

3.3.2 IL GRUPPO COME STRUMENTO PER FRAZIONARE IL RISCHIO D’IMPRESA

Tra le motivazioni strategiche che inducono l’organo di governo di una holding all’incremento dimensionale nella forma del gruppo, una posizione di rilievo è ricoperta dalla volontà di diversificare il rischio d’impresa su più società, anziché accentrarlo in un’unica entità.

Frazionando un’unica impresa in più società di capitali facenti parte di un unico gruppo, l’azionista di controllo ottiene una frammentazione del proprio rischio imprenditoriale, sia in termini economici che giuridici.

Eventuali crisi economico finanziarie di una società del gruppo, con le connesse responsabilità giuridiche, possono essere confinate nella società in questione, evitando il coinvolgimento di altre società controllate e della stessa capogruppo.

Tale aspetto, pur sottolineato in letteratura¹³⁶, è certamente mitigato dalla normativa civilistica, della quale verrà trattato in seguito, che attribuisce una responsabilità alla società capogruppo che esercita una attività di “direzione e coordinamento” sulle controllate, agendo però nell’interesse proprio o altrui e violando i principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle società controllate.

Ciò nonostante è possibile che, soprattutto a causa dell’istituto della responsabilità limitata, “la risalita delle imputazioni economico-giuridiche comunque formalmente si interrompa (per poi – e solo in seguito – essere eventualmente ricostruita, spesso con rilevante sforzo probatorio); il governo della holding può sovente isolare, in tal modo, iniziative innovative ma rischiose sul piano della sicurezza del lavoro, dell’impatto ecologico, dell’equilibrio finanziario, ecc.”¹³⁷.

Un ultimo esempio su come è possibile frazionare il rischio attraverso la creazione di un

¹³⁶ Si veda, tra gli altri, DI TORO P., *Sul governo dell’azienda gruppo*, Cedam, 2004, p. 165.

¹³⁷ DI TORO P. (2004), *op. citata*, p. 166-167.

gruppo societario è certamente la possibilità di quotare una sub-holding al fine di dotarla di maggiori risorse finanziarie dall'esterno e farle assumere il ruolo di “polmone finanziario” del gruppo, senza porre la società capogruppo al rischio di scalate ostili o insolvenze.

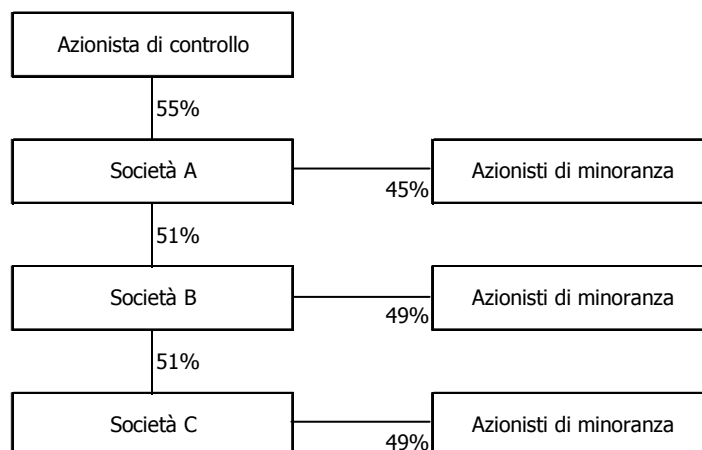
3.3.3 IL GRUPPO COME STRUMENTO DI SEPARAZIONE DELLA PROPRIETÀ DAL CONTROLLO

I gruppi d'impresa, mediante la moltiplicazione dei livelli societari, possono consentire all'azionista di controllo, a parità di mezzi finanziari investiti, di incrementare l'ammontare di risorse finanziarie di cui può disporre.

Il concetto di “separazione tra proprietà e controllo” in tale contesto è ben diverso da quello discusso nel primo capitolo in riferimento alla governance delle *public companies* anglosassoni. Non si tratta, infatti, di una mera separazione tra chi conferisce il capitale e chi lo gestisce. Si tratta, a ben vedere, della possibilità di un soggetto di controllare, oltre alle proprie risorse, anche quelle di altri conferenti.

La ragione principale nella creazione di un gruppo è perciò probabilmente la possibilità per l'azionista di controllo di utilizzare il meccanismo della “leva azionaria” al fine di moltiplicare le risorse sotto la propria influenza, minimizzando nel contempo il proprio investimento.

Per comprendere il funzionamento della “leva azionaria” si consideri il seguente esempio.



La società A delibera un aumento di capitale di € 100, che viene sottoscritto e versato dagli azionisti secondo le proprie percentuali di partecipazione. L'azionista di controllo pertanto, versando € 55, si trova a poter disporre di € 100.

Poniamo che questi € 100 vengano utilizzati dalla società A per sottoscrivere e versare la propria quota dell'aumento di capitale deliberato dalla società B. Ciò significa che la società B ha deliberato un aumento di capitale per € 196. Ciò significa che l'azionista di controllo, versando inizialmente € 55, si trova ora a poter disporre di € 196.

Poniamo infine che la società B utilizzi le risorse a disposizione per sottoscrivere e versare la propria quota dell'aumento di capitale deliberato dalla società C. Ciò significa che la società C ha deliberato un aumento di capitale per € 384. Ciò significa che l'azionista di controllo, versando inizialmente € 55, si trova ora a poter disporre di € 384, avendo moltiplicato le risorse sotto il proprio controllo circa 7 volte, solamente con due livelli di partecipazione.

La letteratura in materia, oltre al semplice esempio sopra riportato, sottolinea come l'effetto leva venga ulteriormente enfatizzato nel caso di ricorso all'indebitamento bancario.

Se, infatti, nell'esempio gli istituti bancari fossero disposti a finanziare le singole società del gruppo secondo un rapporto *debt/equity* pari ad 3, è agevole dimostrare come l'azionista di controllo, impegnandosi finanziariamente per € 55, riesce in ultimo (nella società C) a controllare risorse per € 24.596, avendo perciò moltiplicato le risorse sotto

il proprio controllo per circa 447 volte.

In sintesi, i gruppi societari consentono all'azionista di controllo della capogruppo di controllare con il minore impegno di risorse proprie possibile, la maggiore quota di risorse altrui.

3.4 L'ATTIVITA' DI DIREZIONE E COORDINAMENTO

Prima di addentrarci nello specifico della normativa sull'attività di direzione e coordinamento è necessario comprendere le motivazioni che stanno alla base della sua emanazione.

La riforma del diritto societario in materia di gruppi¹³⁸ si è ispirata ai seguenti principi:

- prevedere una disciplina del gruppo secondo i principi di trasparenza e tale da assicurare che l'attività di direzione e coordinamento contemperino adeguatamente l'interesse del gruppo, delle società controllate e dei soci di minoranza di queste ultime;
- prevedere che le decisioni conseguenti ad una valutazione dell'interesse del gruppo siano motivate;
- prevedere forme di pubblicità dell'appartenenza al gruppo;
- individuare i casi nei quali riconoscere adeguate forme di tutela del socio al momento dell'ingresso e dell'uscita della società al gruppo, ed eventualmente il diritto di recesso quando non sussistono le condizioni per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto».

I principi ispiratori della riforma in materia di gruppi evidenziano l'esigenza di un *corpus* normativo finalizzato a impedire che eventuali atti di abuso della capogruppo possano pregiudicare gli interessi di due principali categorie di soggetti:

- i soci di minoranza delle società soggette alla direzione e al coordinamento;
- i creditori di queste ultime.

Con riferimento ai primi, in particolare, la norma cerca di tutelare i soci di minoranza rispetto ad atti che possano recare pregiudizio:

¹³⁸ Art. 10 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 (Delega al Governo per la riforma del diritto societario).

- al diritto del socio di minoranza della società controllata alla redditività;
- al diritto del medesimo alla valorizzazione della propria partecipazione.

I creditori, invece, potrebbero ricevere danno dall'attività svolta dalla capogruppo per gli effetti che questa ha arrecato all'integrità del patrimonio della società cui hanno concesso credito.

Il Legislatore non ha voluto identificare il gruppo societario e quindi i soggetti cui la normativa era indirizzata, preferendo invece che quest'ultima trovasse applicazione in tutti i casi di svolgimento di un'attività di direzione e coordinamento di società.

Ciò è giustificabile con la volontà di non confinare in figure *standard* la vasta gamma di fattispecie potenzialmente configurabili, sicché la formula direzione e coordinamento è volutamente ampia al fine di comprendere ogni modalità di esercizio di un potere su altre società, anche senza una formale attribuzione.

Il Legislatore si è limitato ad individuare una presunzione semplice, che ammette prova contraria, sull'esistenza dell'attività di direzione e coordinamento nell'art. 2497-*sexies* c.c., secondo il quale tale attività si presume esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento del bilancio o che comunque controlla un'altra società ai sensi dell'art. 2359. La presunzione si fonda sul fatto che, in genere, la società controllante si avvale della propria posizione dominante per influenzare la gestione delle società controllate, imponendo loro la propria direzione.

La possibilità di prova contraria si ispira invece al cosiddetto principio di effettività, secondo cui non rileva la mera possibilità di esercitare un'influenza dominante su altre società, ma l'esercizio di tale potere attraverso l'attività di direzione e coordinamento.

L'attività di direzione e coordinamento di società rappresenta un qualcosa di più ampio rispetto al mero controllo come disciplinato dall'art. 2359 c.c., poiché essa, "*pur presupponendoli, non si esaurisce nei singoli atti di esercizio dei diritti sociali inerenti alla partecipazione di controllo*"¹³⁹.

Questo lo si desume già dalla possibilità di prova contraria rispetto alla presunzione dell'art. 2497-*sexies* c.c., che consisterà in pratica nella dimostrazione che, pur in presenza di situazioni di controllo, non vi sono ulteriori elementi che configurino anche

¹³⁹ v. Circolare Assonime n. 44/2006, *Direzione e coordinamento di società. Profili di organizzazione e responsabilità del fenomeno gruppo*.

una direzione unitaria delle società controllate.

L'attività di direzione e coordinamento, si caratterizza principalmente per la presenza congiunta di due distinte fattispecie, quella della direzione e quella del coordinamento.

La *direzione* si configura attraverso “l'esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, cioè sulle scelte strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali”¹⁴⁰.

L'attività di coordinamento, invece, si configura mediante la realizzazione di un “sistema di sinergie tra diverse società del gruppo nel quadro di una politica strategica complessiva, estesa all'insieme di società”¹⁴¹.

La distinzione non ha valenza meramente teorica, ma ha pure una certa rilevanza pratica poiché potrebbero verificarsi casi in cui una società (in genere la *holding*) esercita l'attività di direzione, mentre una o altre società (cosiddette *sub-holding*) svolgono l'attività di coordinamento sulle altre società controllate in base alle direttive dettate dalla capogruppo. Questa è, tra l'altro, la tipica struttura di gruppo internazionale a catena. È ormai pratica comune per le *holding* internazionali quella di operare negli Stati esteri attraverso cosiddette *sub-holding* che coordinano l'attività nel proprio mercato (straniero) di riferimento.

Si pensi inoltre al caso di un gruppo in cui la *holding* svolge una attività di pianificazione strategica a livello generale, mentre un'apposita *sub-holding* coordina le risorse finanziarie di gruppo.

In queste situazioni in cui vi sono più società che esercitano l'attività di direzione e coordinamento, la problematica più rilevante, in merito anche alla tutela dei soci e dei terzi, concerne l'evidente difficoltà nell'individuare con esattezza il soggetto che esercita la direzione ed il coordinamento.

Il problema è risolvibile ancora una volta alla luce del principio di effettività, per cui è possibile che vi sia all'interno dello stesso gruppo la presenza di più soggetti cui ricondurre l'attività di direzione e coordinamento.

¹⁴⁰ v. MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. società*, 2007, 2-3, p. 321.

¹⁴¹ v. MONTALENTI P. (2007), *op. citata*, p. 321.

Anche in questo caso, però, la normativa non disciplina tali particolari situazioni, vista la moltitudine di situazioni che potrebbero configurarsi e che vanno valutate caso per caso.

Qualora quindi dovessero presentarsi casi quali quello sopra illustrato, dovrà essere valutata l'autonomia decisionale ed operativa che è attribuita alle *sub-holding*. Infatti, se queste fungono da mero ripetitore delle direttive impartite dalla *holding*, non vi è dubbio che la soggettività passiva ai sensi dell'art. 2497 c.c. debba essere attribuita a quest'ultima.

Nel caso in cui, invece, la *holding* eserciti solamente una attività di indirizzo strategico “*generalissimo*”¹⁴², mentre le *sub-holding* svolgono “*un'attività di vero e proprio indirizzo delle scelte gestionali*”¹⁴³, queste ultime saranno i soggetti cui attribuire la responsabilità da direzione e coordinamento.

Come si evince dalle considerazioni esposte finora, l'attività di direzione e coordinamento si caratterizza in genere per l'accentramento delle funzioni gestorie in seno alla capogruppo, che ha il potere di utilizzare le società da essa controllate “*come strumento della politica aziendale del gruppo*”¹⁴⁴.

L'attività di direzione e coordinamento, pertanto, incide direttamente sulla gestione delle società controllate e si manifesta, ad esempio, nella definizione di piani strategici, nelle indicazioni sulle scelte di investimento e di finanziamento o nella scelta di determinati programmi produttivi.

Vi è da rilevare che l'attività di direzione e coordinamento non comporta una cancellazione totale dell'autonomia gestionale delle singole società controllate, poiché tale potere deve rispettare sia il principio di esclusività del potere di gestione degli amministratori (art. 2380-*bis*, comma 1, c.c.), sia i principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale (art. 2497, comma 1, c.c.).

Il nocciolo della questione è perciò certamente riconducibile al rapporto tra la previsione dell'art. 2497, che legittima la cosiddetta “eterogestione” delle società del gruppo, ed il principio di responsabilità esclusiva per la gestione posto a carico degli

¹⁴² v. MONTALENTI P. (2007), *op. citata*, p. 326.

¹⁴³ v. MONTALENTI P. (2007), *op. citata*, p. 326.

¹⁴⁴ v. Circolare Assonime n. 44/2006.

amministratori.

Sul piano strettamente normativo è indubbia la possibilità che gli organi amministrativi delle società controllate possano non dare compimento alle direttive della capogruppo qualora ritengano che questa agisca in violazione dei principi di corretta gestione societaria. Tale possibilità è certamente da valutarsi alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento, configurabile in base alla "teoria dei vantaggi compensativi" della quale si tratterà in seguito.

Si presume però che, in genere, la possibilità di disattendere le istruzioni ricevute dall'organo amministrativo sia meramente formale. Infatti, gli organi amministrativi delle controllate, nella maggior parte dei casi, di fatto, eseguiranno le direttive ricevute dalla capogruppo, poiché in sostanza "la loro nomina e la loro conferma, la provvista dei mezzi finanziari per gestire l'impresa loro affidata e, in una parola, le sorti di questa sono nelle mani della controllante"¹⁴⁵.

Di fatto, come meglio sarà evidenziato nel proseguo del lavoro, in particolare commentando i risultati dell'analisi empirica effettuata, la società capogruppo (o meglio l'azionista di controllo), spesso adotta una struttura di governance che prevede la sua nomina o di suoi familiari (se l'azionista di controllo è una persona fisica) o di soggetti già membri dell'organo amministrativo della capogruppo, nell'organo gestorio delle varie società del gruppo, soprattutto quando la percentuale di voti possedute nelle diverse società del gruppo è tale da consentirgli di esercitare un'influenza notevole.

L'art. 2497-*septies* c.c. prevede inoltre l'ipotesi in cui l'attività di direzione e coordinamento è esercitata sulla base di un contratto o di un'apposita clausola inserita nello statuto della società controllata.

La disposizione in esame disciplina l'attività di direzione e coordinamento esercitata in assenza di partecipazioni di una società in un'altra; la subordinazione in questo caso deriva dagli effetti giuridici di un contratto o di una clausola statutaria aventi per oggetto il rapporto di dominazione.

Nell'ambito di applicazione dell'art. 2497-*septies* c.c., rientrano tutti quei contratti diretti ad instaurare fra le società una qualsiasi forma di coordinamento (ad es.

¹⁴⁵ v. GALGANO F., *Diritto commerciale*, XIV ed., Zanichelli, Bologna, 2004, p. 244.

finanziaria, organizzativa, ecc.), tale da costituire la fattispecie della direzione unitaria anche in assenza di vincoli di subordinazione: si parla in questo caso di gruppi c.d. orizzontali.

Il caso intermedio, che si verifica quando una società detiene una partecipazione non maggioritaria in un'altra società, ma esercita in ogni caso il controllo in virtù di un contratto o di un'apposita clausola dello statuto della società partecipata. Il caso è ampiamente documentato in letteratura (La Porta e altri), e come emerso nel secondo capitolo le ricerche empiriche sul tema hanno evidenziato un'ampia diffusione di tale modalità di controllo, soprattutto nei Paesi in cui vi è una scarsa tutela legislativa degli azionisti di minoranza.

3.5 L'ATTUAZIONE DELL'ATTIVITA' DI DIREZIONE E COORDINAMENTO

Dopo aver definito i contorni teorici dell'attività di direzione e coordinamento si tratta ora di verificare quali siano le modalità ed i principali strumenti in grado di garantire alla società controllante il corretto esercizio dell'attività di "direzione e coordinamento". Essenzialmente ciò avviene mediante:

- la possibilità di nomina degli organi esecutivi;
- la possibilità di nomina degli organi di controllo.

Soprattutto la possibilità di nominare membri degli organi esecutivi "di fiducia" dell'azionista di controllo contribuirà ad autorizzare l'adozione nella società che gestiscono di:

- strumenti di indirizzo, coordinamento e controllo;
- flussi informativi che consentano alla società capogruppo di poter svolgere una corretta attività di controllo.

3.5.1 GLI ORGANI ESECUTIVI NEI GRUPPI SOCIETARI

In genere la società capogruppo si assicura la possibilità di incidere nelle decisioni delle controllate e di avere un controllo sulle politiche gestionali delle stesse, in modo che queste ultime siano conformi e coerenti con quelle individuate a livello di gruppo, con la nomina degli organi di gestione e di controllo.

Per quanto concerne i primi non vi è dubbio che la nomina di “persone di fiducia” dell’azionista di controllo rappresenti la modalità più sicura per avere la garanzia che le strategie individuate a livello di capogruppo abbiano nelle controllate adeguata esecuzione. Ciò pur nel rispetto dell’autonomia gestionale degli amministratori delle controllate, i quali dovranno tenere anche presente il principale obiettivo dell’incarico assunto che non potrà confliggere con quelli della creazione del valore a favore dei propri soci e della salvaguardia del patrimonio sociale nei confronti dei creditori.

Da un punto di vista operativo, è chiaro che la problematica principale sta nell’individuare fino a che punto, di fronte ad un *input* proveniente dalla società controllante, l’organo esecutivo della controllata si può sottrarre o, vista dall’ottica opposta, sino a che punto la società che esercita l’attività di direzione e coordinamento può avere la certezza di compiuta realizzazione presso le società soggette alla direzione e coordinamento.

Come si è avuto modo già di accennare, non vi è all’interno della normativa alcun riferimento alla possibilità di esperire, da parte della società controllante, dei rimedi per garantire l’esecuzione nella partecipata di quanto di volta in volta imposto o suggerito. Sostenere il contrario, significherebbe limitare una delle prerogative principali dell’attività di amministratore, cioè quella della gestione in assoluta autonomia, e presupporrebbe la previsione di un diverso regime di responsabilità dell’organo amministrativo delle società soggette a direzione e coordinamento che in realtà non è rinvenibile in alcuna norma del codice civile.

È per questo che non è infrequente la circostanza che gli organi amministrativi delle società controllate siano costituiti in prevalenza da familiari o persone di fiducia dell’azionista di controllo, i quali potranno influire nelle delibere delle società controllate dando così attuazione alle direttive della capogruppo. Questa esigenza di influenza diretta nelle decisioni dell’organo esecutivo della controllata porta in frequenti

casi a far sì che all'interno di un medesimo gruppo, lo stesso soggetto faccia parte dei consigli di amministrazione di più società.

Se questa consuetudine meglio di ogni altra favorisce il flusso informativo all'interno del gruppo ed il recepimento in ognuna delle società di quanto viene deciso al vertice, è pur vero che la sua attuazione richiede la preventiva soluzione di alcune problematiche legate al tema del conflitto di interesse e al trattamento di informazioni riservate.

Per quanto concerne il conflitto d'interesse, in particolare, non vi è dubbio che il tema calato nella realtà dei gruppi societari abbia una ricorrenza molto elevata, proprio perché sovente il medesimo soggetto siede nei consigli di amministrazione di diverse società appartenenti allo stesso gruppo; oltretutto tale soggetto, proprio in considerazione del proprio ruolo, si fa necessariamente portatore di un interesse – quello della capogruppo – che deve cercare di far recepire nelle controllate.

3.5.2 IL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Un ulteriore contributo alla costruzione di un modello di *governance* che contribuisce all'uniformità e alla coerenza delle scelte delle controllate rispetto alle politiche di gruppo, viene offerto dalle esperienze accumulate in questi ultimi anni dai gruppi all'interno dei quali esistono società quotate nei mercati regolamentati, dove è stata più volte evidenziata la necessità di vedere presenti negli organi amministrativi accanto agli amministrativi esecutivi, intendendosi con questo termine i componenti muniti delega o di poteri direttivi e il presidente, amministratori indipendenti.

Il riferimento più importante del codice civile alla figura dell'amministratore indipendente è contenuto nell'art. 2409-*septedecies* il quale, disciplinando a proposito del consiglio di amministrazione, nell'ambito del sistema monistico, prevede che “almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati”.

I richiami contenuti nell'articolo riportato e l'analisi delle istruzioni provenienti dalla

Consob e dal Codice di autodisciplina per le Società quotate redatto da Borsa Italiana S.p.A. consentono di individuare i contorni della figura dell'amministratore indipendente.

Ai sensi dell'art. 2399 c.c. può essere considerato tale colui che:

- non è interdetto, inabilitato, fallito o è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi;
- non è coniugato, imparentato o affine entro il quarto grado degli amministratori [esecutivi] della società o degli amministratori [esecutivi] delle società controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo;
- non è legato alla società o a quelle controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

Nel Codice di autodisciplina per le Società quotate il punto n. 3 tratta degli amministratori indipendenti, fissando il Principio n. 3.P.1 secondo cui “un numero adeguato di amministratori non esecutivi¹⁴⁶ sono indipendenti, nel senso 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”.

Nelle società quotate, ed in particolare nelle società quotate nelle quali sia identificabile un gruppo di controllo¹⁴⁷, emerge la necessità che il consiglio di amministrazione sia

¹⁴⁶ Gli amministratori non esecutivi sono coloro ai quali non sono state attribuite deleghe per la gestione dell'impresa. Il Principio n. 2.P.1 del Codice di autodisciplina ne prevede la presenza all'interno del consiglio di amministrazione delle società quotate.

¹⁴⁷ “Qualora l'emittente sia soggetto ad attività di direzione e coordinamento da parte di terzi ovvero sia controllato da un soggetto operante, direttamente o attraverso altre società controllate, nello stesso settore di attività o in settori contigui, la composizione del consiglio di amministrazione dell'emittente è idonea a garantire adeguate condizioni di autonomia gestionale e quindi a perseguire prioritariamente l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti dell'emittente”. Si veda il criterio applicativo n. 3.C.3 del Codice di autodisciplina per le società quotate.

formato anche da amministratori indipendenti. Nella prassi essi spesso coincidono, tra l'altro, con gli amministratori non esecutivi.

Il concetto di indipendenza sul quale insiste il principio richiamato è quello dell'inesistenza di situazioni e di relazioni con l'emittente, o soggetti ad esso legati che siano in grado di esercitare un'influenza notevole, che condizionano o potrebbero condizionare l'autonomia decisionale degli amministratori.

Il criterio applicativo n. 3.C.1, a tal proposito, individua un elenco di situazioni, non tassative, nelle quali di norma un amministratore non appare indipendente¹⁴⁸:

La presenza nel consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti rappresenta

¹⁴⁸ “a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possano esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;

b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo 148 dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;

c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:

– con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo;

– con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo;

ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;

d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento “fisso” di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria;

e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;

f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;

g) se è socio o amministratore o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile dell'emittente;

h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti”.

pertanto una modalità che permette di garantire la composizione degli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza che di minoranza, e pertanto la ricorrenza di tale requisito va verificata periodicamente dal consiglio.

La verifica del requisito di indipendenza va resa nota dal Consiglio di Amministrazione mediante un comunicato diffuso al mercato inizialmente in occasione della nomina, ed in seguito in occasione della relazione annuale sulla *corporate governance*.

La figura dell'amministratore indipendente garantisce quindi alle scelte dell'organo amministrativo il contributo di specifiche competenze in grado di favorire il dibattito collegiale e l'assunzione di delibere informate ai principi di interesse sociale. Nello stesso tempo il consigliere indipendente, consapevole dei legami di appartenenza della società con il gruppo di cui fa parte e dei vantaggi derivanti dalla permanenza nel medesimo, può comunque svolgere quella attività di tutela nei confronti del socio di minoranza. Pertanto la presenza di amministratori indipendenti garantisce un'analisi obiettiva e neutrale delle scelte gestionali da assumere, per evitare che queste siano mosse da interessi personali o da logiche intese a favorire il prevalere degli interessi di gruppo quando questi sono incompatibili o irrealizzabili se non cagionando un danno alla società di cui l'organo amministrativo fa parte; da tutto ciò può desumersi il ruolo che l'amministratore indipendente svolge di tutela dei soci di minoranza.

Perché l'attività degli amministratori indipendenti sia svolta nel modo più conveniente è necessario che questa sia in grado di assicurare il corretto flusso informativo tra gli azionisti e gli amministratori esecutivi, in modo da evitare che le decisioni di questi ultimi siano ispirate da logiche di vantaggio proprio o del gruppo di controllo.

Nelle aziende di piccole dimensioni, dove il fine aziendale coincide con le necessità e gli interessi dell'azionista di riferimento, il ricorso alla figura dell'amministratore indipendente è meno sentita e quando coinvolto la sua attività si limita, nella maggior parte dei casi, a fornire il supporto tecnico e tipico di chi ha maturato nel proprio settore di competenza un'esperienza di rilievo.

Diversamente nelle imprese di grandi dimensioni dove la frammentazione del capitale sociale ostacola o rende più difficile il controllo da parte del socio dell'attività dell'organo esecutivo, il ruolo dell'amministratore indipendente assume diversi e più ampi significati.

In queste società, l'azionista non ha il controllo e sovente neppure è più titolare di una

partecipazione qualificata, e quindi tende a defilarsi rispetto alla gestione aziendale. La figura dell'amministratore indipendente trova una delle proprie ragioni di esistenza nella necessità, al di là di porre freno a comportamenti patologici, di contemperare le esigenze dell'azionariato con quelle degli amministratori esecutivi. Questi ultimi, naturalmente, hanno maggiormente a cuore i risultati ottenibili nel breve periodo poiché da questi ne scaturiscono sovente vantaggi in termini di *benefits*. L'azionista pone invece buona parte delle sue attenzioni ai risultati ed alle prospettive di medio periodo, conscio anche che l'apprezzamento del titolo è in funzione dei risultati conseguibili in un futuro, seppur non troppo ampio.

3.6 LA RESPONSABILITÀ DERIVANTE DALL'ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO

L'art. 2497 c.c. introduce il profilo di responsabilità della società (non quello dei suoi amministratori) che esercita attività di direzione e coordinamento nei confronti dei soci e dei creditori della società soggetta a tale attività.

I successivi articoli, sino al 2497-septies c.c. dettano alcune regole a tutela di tutti i soggetti che mantengono legami con il gruppo societario.

La premessa alla normativa è inserita nell'art. 10 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 contenente la delega al governo per la riforma del diritto societario che imponeva di "prevedere una disciplina di gruppo secondo principi di trasparenza e tale da assicurare che l'attività di direzione e coordinamento contemperasse adeguatamente l'interesse del gruppo, delle società controllate e dei soci di minoranza di queste ultime".

Il rispetto dei principi enunciati e la loro trasposizione negli artt. 2497 c.c. e seguenti consentono di individuare una serie di figure giuridicamente rilevanti a favore delle quali l'impianto normativo pone delle tutele: oltre ai soggetti evidenziati nella norma della legge-delega, ossia il gruppo, le società controllate ed i loro soci, sono da comprendere nella categoria i creditori sociali delle partecipate e, a norma dell'art. 2497, comma 4, c.c., il curatore, il commissario liquidatore e il commissario straordinario nei casi rispettivamente di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria.

Il socio che partecipa con una quota di minoranza al capitale sociale di una società

controllata può temere che una condotta non consona della società che esercita la direzione e il coordinamento produca conseguenze negative in capo alla redditività della società cui partecipa e quindi al valore della partecipazione, mentre il creditore può dolersi per il sol fatto di aver dato fiducia ad una società la cui integrità del patrimonio sociale è messa a repentaglio da azioni poste in essere dalla capogruppo.

Sul fronte opposto sono invece responsabili per i possibili danni derivanti “dal pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all’integrità del patrimonio della società”, le società o gli enti che esercitano l’attività di direzione e coordinamento, “chi abbia comunque preso parte del fatto lesivo” e “chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio”.

L’art. 2497 c.c. dispone che le società o enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell’interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle controllate, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale.

La responsabilità non sussiste quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell’attività di direzione e coordinamento, ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.

Perché la responsabilità sussista è necessario che l’atto pregiudizievole sia posto in essere “in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime”.

Questi principi meritano un approfondimento per quanto concerne il loro significato che non appare così immediato e stante la loro rilevanza quali riferimento rispetto alla valutazione delle responsabilità per direzione e coordinamento.

È in particolare a questi principi che gli organi gestori delle società del gruppo hanno l’obbligo di ispirarsi: gli amministratori della *holding* non li potranno violare e quelli delle controllate dovranno attuare solamente le direttive ispirate ai medesimi.

La corretta gestione di un gruppo, quindi, deve essere attuata cercando di individuare il punto di equilibrio tra gli interessi delle controllate e quelli della capogruppo.

L’interesse del gruppo potrebbe comportare un sacrificio degli interessi di una o più società che ne fanno parte e quindi un pregiudizio per i soci e i creditori di queste

ultime.

In modo specifico, la responsabilità ricorre in presenza della contemporanea presenza:

- di una violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle società controllate nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento;
- dell'esistenza di un danno nei confronti dei soci (e dei creditori) delle società controllate che pregiudichi la redditività ed il valore della partecipazione (o l'integrità del patrimonio sociale).

Il concetto di correttezza, comune ai due tratti della gestione societaria e di quella imprenditoriale, trova una corrispondenza all'interno dell'art. 1175 c.c. ed è richiamato a proposito dell'obbligo generale di buona fede contrattuale.

Il concetto di “*corretta gestione imprenditoriale*” sembra poi richiamare il dovere di diligenza contenuto nell'art. 2392 c.c. secondo cui l'attività di amministrazione deve essere esercitata avendo quale presupposto necessario la conoscenza delle regole fondamentali ed essenziali dell'attività imprenditoriale e quale specifico termine di riferimento la dimensione e la tipologia dell'impresa gestita.

Quindi, gli organi amministrativi delle società del gruppo dovranno attenersi a tali principi: quelli della *holding* nell'esercitare l'attività di direzione e coordinamento e quelli delle società controllate nell'attuare le sole direttive conformi ad una condotta opportuna rispetto agli interessi dei propri soci e creditori.

La tutela dei diritti dei soci di minoranza delle società controllate nei confronti della redditività e del valore della partecipazione presuppongono che la preponderante attenzione si orienti verso gli atti che più degli altri siano in grado di cagionare danni.

Una prima enunciazione esemplificativa di questi ultimi dovrebbe comprendere la stipula di contratti infragruppo a condizioni penalizzanti per la controllata, o il recesso da parte della capogruppo da accordi ritenuti essenziali per la sopravvivenza della controllata, oppure il conferimento in natura eseguito dalla controllante alla controllata a valori superiori a quelli del bene apportato.

L'azione di responsabilità, in questo caso, presenta dei motivi di novità rispetto a quella che la legge gli riconosce generalmente.

Infatti, nell'ambito dei gruppi, il socio danneggiato, può agire contro la capogruppo ed i suoi amministratori per i danni che la propria partecipazione ha subito a seguito

dell'attività svolta dalla società dominante.

Ad una prima lettura delle norme, la medesima azione sembrerebbe preclusa nei confronti degli amministratori della società cui partecipa il socio danneggiato e prevista dall'art. 2395 c.c. secondo cui: “le disposizioni dei precedenti articoli [*in tema di responsabilità n.d.a.*] non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori”.

Ciò salvo considerare l'*incipit* del comma 2 dell'art. 2497 c.c., in base al quale “*risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo*” che riconoscerebbe quindi il diritto del socio della controllata a proporre azione di responsabilità anche nei confronti degli amministratori della propria società, soprattutto se contemporaneamente amministratori anche della *holding*, in quanto colpevoli per non essersi opposti, stante la loro riconosciuta autonomia gestionale e la loro conoscenza degli atti posti in essere dalla controllante e lesivi dei soci di minoranza della controllata.

In ultimo vi è da notare che, a norma dell'art. 2497, comma 3, c.c. il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta di direzione e coordinamento.

La disposizione in esame pertanto attribuisce alla responsabilità *ex art. 2497* una natura sussidiaria, poiché la capogruppo beneficia della preventiva escussione della società controllata “per il tramite della quale la *holding* ha cagionato il danno al socio o al creditore agente”¹⁴⁹.

Tale beneficio opera esclusivamente in sede esecutiva e non in sede di processo di cognizione, sicché una *holding* potrà essere comunque condannata per abuso di direzione e coordinamento, senza però essere chiamata a risarcire il danno, in quanto la controllata è in grado di soddisfare il socio e/o il creditore danneggiato.

Autorevole dottrina ritiene tale disposizione paradossale nella misura in cui si riferisce, oltre che ai creditori, anche ai soci della controllata. Infatti, pare illogico che il socio di minoranza di una società controllata che è stata danneggiata dalla propria capogruppo, debba rivalersi in prima battuta nei confronti della società partecipata. Ciò comporta un

¹⁴⁹ GALGANO F. (2004), *op. citata*, p. 262.

duplice pregiudizio nei confronti del socio di minoranza che innanzitutto è danneggiato a seguito della condotta abusiva della *holding*, e poi vede soddisfatto il proprio diritto risarcitorio a spese della società a cui partecipa.

3.6.1 LA VALUTAZIONE DEL RISULTATO COMPLESSIVO

La questione più rilevante in materia di gruppi societari attiene al conflitto d'interesse e quindi dei limiti dell'autonomia gestionale delle società subordinate. Da qui la necessità di trovare un contemperamento con gli interessi della capogruppo.

Dalle considerazioni emerse fino ad ora è chiaro che nell'ambito del gruppo di società si possono identificare tre distinte tipologie di interessi: quello della controllante, quello delle controllate ed infine l'interesse dell'intero gruppo.

È ormai opinione consolidata, supportata da autorevole dottrina¹⁵⁰, che sia proprio l'interesse del gruppo nel suo complesso a rappresentare il punto di equilibrio tra gli altri due.

È quest'ultimo quindi che la *holding* deve ricercare nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, senza abusare di tale potere che consentirebbe di privilegiare l'interesse proprio o di altri a discapito della società controllata.

Per individuare un elemento che consenta di valutare entro quali limiti la controllante possa interferire nell'esercizio dell'attività delle controllate, senza sconfinare nell'abuso del dominio, è stata elaborata la teoria dei vantaggi compensativi.

Secondo tale teoria il conflitto di interessi, con il connesso abuso di dominio della capogruppo, non sussiste se il sacrificio imposto alla controllata in favore di altra società del gruppo comporta un vantaggio per prima derivante dal fatto di appartenere al gruppo stesso.

Ciò significa, come ha rilevato la Cassazione¹⁵¹, che nell'ambito dei gruppi la valutazione di quello che costituisce un vantaggio o un pregiudizio per l'interesse di una società non può prescindere da una visione generale che coinvolga l'insieme del gruppo.

¹⁵⁰ MONTALENTI P., *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995.

¹⁵¹ Cass., Sez. I, 24 agosto 2004, n. 16707.

Alla luce degli orientamenti attuali, si individuano due tipologie di interpretazione della teoria in esame, una piuttosto rigida, ed una maggiormente elastica.

Secondo la prima sono legittimi tutti gli atti pregiudizievoli per una controllata che siano bilanciati da un apposito sistema di indennizzo a favore della controllata stessa, anche determinato contrattualmente.

Più recentemente si è diffusa una concezione più elastica della teoria dei vantaggi compensativi, basata sulla convinzione che la legittimità delle direttive impartite alla controllata, se svantaggiose per quest'ultima, deve essere valutata alla luce di una politica di gruppo di medio e lungo periodo.

Ciò sta a significare che secondo tale orientamento non vi deve essere uguaglianza tra il pregiudizio subito dalla controllata ed il vantaggio conseguito dal gruppo, né in termini quantitativi né in termini temporali.

I due approcci sono evidentemente agli antipodi. Il primo, maggiormente restrittivo e rigoroso, presuppone un controllo a consuntivo dei risultati dell'attività di direzione e coordinamento ed un conseguente risarcimento dell'eventuale danno arrecato alle controllate. Questo approccio appare adatto a garantire una maggiore tutela ai soci di minoranza delle controllate che vedano arrecare danno al valore ed alla redditività della propria partecipazione, poiché tende ad escludere compensazioni cosiddette virtuali o fondate su vantaggi futuri, eventuali ed incerti.

Appare opportuno sottolineare che parte della giurisprudenza¹⁵² e della dottrina¹⁵³ si schiera a favore di una interpretazione rigida della teoria dei vantaggi compensativi, a garanzia dei soci di minoranza delle controllate e per evitare che la *holding* sia legittimata ad imporre politiche apparentemente di gruppo, ma che in realtà abbiano lo scopo di soddisfare gli interessi della capogruppo stessa o dei suoi soci di maggioranza. Tale interpretazione si fonda ed attribuisce maggiore rilevanza alla "integrale eliminazione del danno anche a seguito di operazioni a ciò dirette". Il concetto di danno mancante dovrebbe perciò far ritenere che il pregiudizio non sussista solamente se vi siano vantaggi compensativi proporzionali, o nel caso in cui esso sia quantitativamente

¹⁵² Si vedano, tra le altre, Cass. 21 gennaio 1999, n. 521 e Cass., 11 marzo 1996, n. 2001.

¹⁵³ In tal senso SACCHI R., *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003; Cass., Sez. I, 24 agosto 2004, n. 16707, in *Società*, 2005, 2, con nota di CIAMPOLI G..

eliminato.

L'interpretazione più elastica della teoria dei vantaggi compensativi, sostenuta comunque da autorevole dottrina¹⁵⁴, è – anche a parere di chi scrive – maggiormente rispondente alla logica di fondo sia degli artt. 2497, 2497-*bis* e 2497-*ter* c.c., sia della disciplina sull'amministrazione ed in particolare gli artt. 2380-*bis*, 2381 e 2392 c.c.

Tale interpretazione risulta preferibile poiché viene dato rilievo al “*risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento*”, piuttosto che sulla effettiva eliminazione o piena compensazione del danno¹⁵⁵.

In subordine risulta coerente con la *ratio* dell'art. 2380 *bis* c.c., che riflette la volontà del Legislatore della riforma di attribuire all'organo amministrativo la competenza esclusiva in merito alla gestione societaria. Tale disposizione ha l'obiettivo, attraverso una netta separazione tra proprietà ed amministrazione, di attuare un modello di *governance* che garantisca una gestione societaria più professionale.

Legittimare una valutazione *ex post* della responsabilità della capogruppo (ed indirettamente degli amministratori delle controllate) sulla base dei risultati ottenuti, presupporrebbe una tutela eccessiva per i soci di minoranza delle controllate che, in tal modo, potrebbero beneficiare dei vantaggi connessi all'essere parte di un gruppo senza però sopportarne i rischi. Ciò significherebbe infatti ridurre ai minimi termini il rischio dell'investimento per i soci di minoranza che avrebbero diritto, secondo l'interpretazione più rigida, a promuovere un'azione di responsabilità ogni volta che un'operazione condotta sulla base delle direttive impartite dalla capogruppo non ottenga risultati positivi.

È chiaro che in un'ipotesi così delineata, la possibilità per il *management* di esercitare

¹⁵⁴ Si vedano per tutti MONTALENTI P. (1995), *op. citata*, e GALGANO F. (2004), *op. citata.*, p. 254 “*il senso coordinato degli artt. 2497, comma 1°, e 2634, comma 3, è che il pregiudizio cagionato al patrimonio della controllata non è fonte di responsabilità, né civile della holding, né penale dei suoi fiduciari nell'organo amministrativo della controllata, se trova compensazione nei vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, che alla controllata derivano dalla appartenenza al gruppo*”.

¹⁵⁵ Si pensi al caso estremo in cui gli amministratori della capogruppo decidano la liquidazione di una società del gruppo, ritenendo che le lavorazioni in essa svolte, possano essere eseguite, in modo più profittevole, all'esterno del gruppo. In tal caso la chiusura produrrà un danno ai soci della controllata e un beneficio all'intero gruppo. In tale evenienza appare evidente che non potrà essere richiamata alcuna responsabilità della capogruppo per la decisione presa.

pienamente il potere gestorio sarebbe inevitabilmente ridotta, poiché si violerebbe il principio secondo il quale gli amministratori non sono responsabili per gli eventuali esiti negativi delle proprie scelte gestionali, se queste sono state adeguatamente ponderate.

Il dovere di valutare adeguatamente le scelte attinenti la gestione societaria emerge chiaramente dalla lettura dell'art. 2381 c.c., secondo il quale gli amministratori valutano i piani strategici, finanziari ed industriali e comunque sono tenuti ad agire in modo informato; e dell'art. 2392 c.c., che attribuisce agli amministratori una responsabilità per gli atti di *mala gestio*, disponendo che essi hanno l'obbligo di impedire il compimento di atti pregiudizievoli o di eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose.

Ciò significa che per verificare la rispondenza o meno della gestione ai principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, gli amministratori ed i soci di minoranza devono essere in grado di valutare preventivamente gli effetti delle operazioni poste in essere in base alle direttive della capogruppo. Tale valutazione preventiva non potrà che fondarsi su un'attività di pianificazione strategica che, secondo logica, dovrà essere attivata direttamente dalla società che esercita la direzione ed il coordinamento.

Sulla *holding*, pertanto, grava l'obbligo di attuare una strategia che assicuri la creazione di valore per il gruppo, supportandola con una adeguata attività di pianificazione che consenta:

- a se stessa di tutelarsi contro potenziali azioni di responsabilità *ex art. 2497 c.c.* dimostrando, sulla base di appositi piani strategici, finanziari o industriali, che le scelte effettuate ed impartite alle subordinate non sono contrarie ai principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale;
- agli amministratori delle controllate di tutelarsi contro potenziali azioni di responsabilità per atti di *mala gestio* e di adempiere agli obblighi di pubblicità e di motivazione previsti dagli artt. 2497-*bis* e 2497-*ter* c.c.;
- ai soci di minoranza delle controllate di avere uno strumento che consenta di valutare la condotta dei propri amministratori in relazione alle direttive impartite dalla *holding*, nonché la legittimità stessa dell'attività di direzione e coordinamento.

3.7 I RISULTATI DI UN'ANALISI EMPIRICA

Come anticipato nei precedenti paragrafi, mentre la diffusione del “fenomeno gruppo” è molto documentata in relazione alle grandi imprese quotate, la letteratura è piuttosto carente sull'analisi di tale fenomeno nei gruppi di imprese di piccole e medie dimensioni. L'analisi empirica esposta nel seguito del presente capitolo tenta di applicare una possibile metodologia di analisi della struttura proprietaria dei gruppi di medie dimensioni.

I principali riferimenti a livello nazionale sul tema sono le ricerche condotte dalla Banca d'Italia sulla proprietà ed i modelli di controllo nelle imprese industriali italiane.

I risultati più significativi, dei quali si è tenuto conto nella definizione dei parametri di selezione delle imprese analizzate, sono i seguenti. Barca e altri (1994)¹⁵⁶ mostrano che su un campione di circa 1.200 imprese rappresentativo della realtà industriale italiana, la quasi totalità di quelle con più di 1.000 addetti fa parte di un gruppo, circa i 2/3 delle imprese con un numero di addetti compreso tra 100 e 199 e circa 1/3 delle imprese della classe 50-99 addetti fa parte di un gruppo: in generale pertanto tale ricerca mostra come circa la metà delle imprese con almeno 50 addetti è articolata in forma di gruppo. Balconi e altri (1998)¹⁵⁷ costruiscono un database comprendente i dati di fatturato, di valore aggiunto ed il numero di dipendenti dei gruppi industriali italiani con ricavi superiori a 100 miliardi di lire, evidenziando una rilevante presenza di gruppi di medie dimensioni, tipicamente privati e caratterizzati dall'assenza di separazione tra proprietà e controllo.

La ricerca di Nomisma (1998)¹⁵⁸ esamina la struttura organizzativa dei gruppi industriali di piccole e medie dimensioni e pochi grandi gruppi, utilizzando un campione non rappresentativo formato da 444 gruppi italiani con fatturato inferiore a 230 miliardi di lire. Tale ricerca evidenzia come nel 60% dei casi prevalga la presenza

¹⁵⁶ BARCA F. e altri, *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994.

¹⁵⁷ BALCONI M. – MOISELLO A., MUTINELLI M., *La fine della polarizzazione: le caratteristiche e la crescita dei gruppi medi italiani*, *Economia e Politica Industriale*, n. 97, p. 25-77.

¹⁵⁸ NOMISMA, *Solidità organizzativa e posizionamento competitivo dei gruppi industriali di piccole e medie dimensioni*, Dicembre, 1998.

di una holding finanziaria capogruppo che, oltre a controllare le società operative del gruppo, si occupa delle politiche di finanziamento dell'intero gruppo e fornisce un sostegno nella pianificazione strategica.

3.7.1 LA SCELTA DEL CAMPIONE DA ANALIZZARE

Per effettuare un'analisi delle società appartenenti ai gruppi considerati, e ricercare se l'evidenza empirica mostri alcune caratteristiche statisticamente significative nell'esercizio del controllo sull'intero gruppo da parte del cosiddetto azionista di controllo, è stato costruito un primo database composto da società capogruppo, selezionate secondo i seguenti parametri:

1. imprese che redigono il bilancio consolidato;
2. imprese non quotate;
3. imprese costituite sotto la forma giuridica delle società di capitali o delle società di persone;
4. imprese che abbiano conseguito per gli anni 2005 – 2006 – 2007 ricavi di vendita compresi tra i 50 ed i 200 milioni di euro, a livello consolidato;
5. imprese che abbiano avuto un numero di dipendenti per gli anni 2005 – 2006 – 2007 non inferiori a 50, a livello consolidato;

I dati riferiti alle società controllate sono stati reperiti dalla banca dati AIDA, ed opportunamente integrati quando necessario con i dati contenuti nelle visure camerali scaricabili dalla camera di commercio.

Il numero delle imprese complessivamente selezionate è 646, le quali presentano:

- un fatturato consolidato medio, per l'anno 2007, pari a 106,5 milioni di euro;
- un numero di dipendenti medio, per l'anno 2007, pari a 529 unità.

La scelta è stata quella di analizzare le prime 10¹⁵⁹ società per fatturato, per le quali fosse possibile reperire dati completi. Ciò significa, ad esempio, che non sono state

¹⁵⁹ Nell'analisi definitiva è stata aggiunta un'ulteriore società per la quale si sono reperiti i dati, pertanto il numero effettivo delle società capogruppo inserita nell'analisi è 11.

prese in considerazione società capogruppo con azionisti di controllo rappresentati da società di diritto estero, poiché non sarebbe stato possibile ottenere informazioni sul loro azionariato, né società capogruppo che, pur essendo di diritto italiano, avessero un portafoglio di partecipazioni esclusivamente composto da società di diritto straniero. In seguito si espongono brevemente le motivazioni alla base della scelta dei criteri utilizzati.

Le imprese che redigono il bilancio consolidato

La disciplina generale del bilancio consolidato è stata introdotta nel nostro ordinamento dal D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127, attuativo della VII Direttiva del Consiglio della Comunità Europea del 13 giugno 1983 (83/349/CEE) in materia di diritto societario.

In estrema sintesi, l'art. 25 di tale decreto introduce l'obbligo di redazione del bilancio consolidato per le società per azioni, in accomandita per azioni ed a responsabilità limitata che controllano un'impresa.

Ai sensi dell'art. 27 del decreto, non sono invece soggette all'obbligo di redazione del bilancio consolidato le imprese controllanti che, unitamente alle imprese controllate, non abbiano superato, per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti¹⁶⁰:

- totale degli attivi degli Stati patrimoniali: 17.500.000,00 euro;
- totale dei ricavi: 35.000.000,00 euro;
- 250 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

L'esonero non si applica se l'impresa controllante o una delle imprese controllate abbiano emesso titoli quotati in borsa.

Il bilancio consolidato è redatto dagli amministratori dell'impresa controllante. Esso è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico del complesso delle imprese costituito dalla controllante e dalle controllate.

¹⁶⁰ Limite aggiornato con D.Lgs. del 31.10.2008, che ha recepito la Direttiva n. 2006/46/CE in materia di conti annuali e consolidati.

L'area di consolidamento è definita dall'art. 26 del decreto, il quale dispone che sono considerate imprese controllate quelle indicate nei numeri 1 e 2 del primo comma dell'art. 2359 c.c.¹⁶¹.

Agli stessi effetti sono in ogni caso considerate controllate:

- le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;
- le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

Nella redazione del bilancio consolidato gli elementi dell'attivo e del passivo nonché i proventi e gli oneri delle imprese incluse nel consolidamento sono ripresi integralmente.

Sono invece eliminati:

- a) le partecipazioni in imprese incluse nel consolidamento e le corrispondenti frazioni del patrimonio netto di queste;
- b) i crediti e i debiti tra le imprese incluse nel consolidamento;
- c) i proventi e gli oneri relativi ad operazioni effettuate fra le imprese medesime;
- d) gli utili e le perdite conseguenti ad operazioni effettuate tra tali imprese e relative a valori compresi nel patrimonio, diversi da lavori in corso su ordinazione di terzi.

¹⁶¹ Sono considerate società controllate:

- 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Ai fini dell'applicazione dei numeri (1) e (2) si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in borsa.

Dalle sintetiche note in tema di bilancio consolidato si può comprendere come lo stesso sia il bilancio che ha il compito di rappresentare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della realtà “gruppo”. Le imprese che redigono un bilancio consolidato sono, pertanto, delle società cosiddette “capogruppo” che hanno una serie di partecipazioni in altre imprese.

Il tema della governance nelle società non quotate

La diffusione dei temi legati alla corporate governance in Italia ha interessato quasi esclusivamente le società quotate, trascurando quindi quelle che costituiscono la parte preponderante del sistema economico italiano, e cioè le imprese non quotate ed in particolare le piccole e medie imprese familiari.

Il motivo si può rinvenire nel fatto che le società quotate hanno caratteristiche che le rendono comparabili con le imprese americane, dallo studio delle quali ha tratto origine la corporate governance, ed in particolare riguardanti i) una più netta separazione tra proprietà e controllo, ii) una specifica regolazione a riguardo, iii) una maggiore trasparenza della governance ed iv) una maggiore fruibilità dei dati aziendali.

In realtà il tema della governance interessa non solo le società quotate e quelle di maggiori dimensioni, poiché include alcune problematiche rilevanti anche per le piccole e medie imprese e quelle familiari, quali ad esempio la composizione degli assetti proprietari, la “durabilità” dell’impresa (relativa al c.d. “passaggio generazionale”), la gestione, ecc.

Il criterio della forma giuridica

La decisione di limitare la ricerca alle società costituite sottoforma di società di capitali, intendendo per queste le “società per azioni” e le “società a responsabilità limitata”, e di società di persone, intendendo per queste le “società in accomandita per azioni”, le “società in accomandita semplice” e le “società in nome collettivo”, è sostanzialmente volta ad escludere dal campione le società cooperative, le quali per quanto riguarda l’assetto proprietario non sono comparabili con le altre.

I criteri dimensionali

L'Unione Europea con la Raccomandazione 96/280/CE del 3/04/1996, successivamente aggiornata con la Raccomandazione 2003/361/CE del 20/05/2003, ha definito i limiti dimensionali per definire le piccole e medie imprese. In particolare:

- **piccola impresa:**
 - numero di addetti inferiore a 50 unità;
 - volume d'affari non superiore a 10 milioni di euro;
 - totale delle attività non superiore a 10 milioni di euro;
- **media impresa:**
 - numero di addetti da 50 a 250 unità;
 - volume di affari non superiore a 50 milioni di euro;
 - totale delle attività non superiore a 43 milioni di euro.

Data questa classificazione, ed i risultati delle precedenti ricerche (Barca 1994, Balconi 1998) si è scelto di considerare i gruppi d'impresе che a livello consolidato avessero:

- numero di addetti non inferiore a 50 unità, in modo da escludere certamente i valori di tale parametro ricadenti sotto la definizione di “piccola impresa”;
- un volume d'affari consolidato da 50 a 200 milioni di euro, in modo da ricercare le imprese di dimensioni medie. Infatti, i parametri fissati dall'Unione Europea si riferiscono ad una singola impresa, mentre considerando i gruppi d'impresе è stato necessario elevare il limite minimo dei ricavi consolidati conseguiti. È stato inoltre necessario fissare un limite massimo al fatturato poiché altrimenti si sarebbero inclusi anche i gruppi di grandissime dimensioni.

3.7.2 DEFINIZIONE DELLE VARIABILI

Le caratteristiche dei gruppi sono state analizzate sulla base delle seguenti variabili:

B: variabile di tipo quantitativo, rappresenta la percentuale di capitale sociale detenuta dall'azionista di controllo, sia direttamente che indirettamente. Assume valori compresi da 0% a 100%, a seconda delle azioni o quote detenute dall'azionista di controllo rispetto al totale delle azioni o quote di ciascuna società. Il valore medio della variabile nel campione esaminato è pari al 72%.

D: variabile di tipo qualitativo, che esprime la tipologia di società capogruppo, differenziando tra società holding “pura”, ovvero che si limita a svolgere l'attività di gestione di partecipazioni, e società holding “miste”, ovvero che oltre a svolgere l'attività tipica di gestione di partecipazioni, svolgono anche un'attività economica commerciale e/o industriale. Allo scopo di essere utilizzata nell'analisi di correlazione, alla tipologia “holding pura” è associato il valore 0, mentre alla tipologia “holding mista” è associato il valore 1.

E: variabile di tipo qualitativo, che esprime la tipologia di attività della società partecipata rispetto all'attività “del gruppo”, che può essere “omogenea”, evidenziando tendenzialmente la presenza di un gruppo cosiddetto “integrato verticalmente”, oppure “eterogenea”, evidenziando probabilmente la presenza di un gruppo “differenziato”. Allo scopo di essere utilizzata nell'analisi di correlazione, alla tipologia “eterogenea” è associato il valore 0, mentre alla tipologia “omogenea” è associato il valore 1.

F: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i manager della società holding che occupano un ruolo nel management della partecipata. Assume valori compresi tra 0%, quando non vi sono manager della capogruppo che sono manager delle società partecipate, e 100%, quando i manager della capogruppo compongono tutto il management della società partecipata. Il valore medio della variabile nel campione esaminato è pari al 36%. Il valore medio è piuttosto basso, ma ciò è dovuto in gran parte al fatto che in 5 casi su 11 l'organo amministrativo della società capogruppo è risultato

essere un organo monocratico (Amministratore Unico), pertanto il suo impatto su organi amministrativi pluripersonali è limitato, pur se presente.

G: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i manager delle società partecipate che sono l'azionista di controllo o ne fanno parte (ad esempio, sono membri della famiglia di controllo), ed il management delle società partecipate. Assume valori compresi tra 0%, quando non vi sono azionisti di controllo tra i manager delle società partecipate, e 100%, quando l'azionista di controllo compone tutto il management della società partecipata. Il valore medio di tale variabile, nel campione analizzato, è pari circa il 49%, anch'esso limitato dalla rilevante presenza dell'organo monocratico nelle società capogruppo.

H: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i manager della società capogruppo che non sono rappresentativi dell'azionista di controllo che sono anche membri del management della società partecipata. Assume valori compresi tra 0%, quando non vi sono manager non rappresentativi dell'azionista di controllo nel management della società partecipata (o non vi sono, nel management della società holding, manager non rappresentativi dell'azionista di controllo), e 100%. Il valore medio di tale variabile è pari al 5%; nonostante l'incidenza limitata la variabile è rimasta nell'analisi di correlazione proprio perché sembra importante rilevare che la stessa non è statisticamente correlata con nessuna altra variabile.

I: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i manager della società partecipata che sono anche manager in altre società del gruppo. Assume valori compresi tra 0%, quando nessuno dei manager della società partecipata è membro del management di altre società del gruppo, e 100% quando tutti i manager della società partecipata sono anche manager di almeno un'altra società del gruppo. Il valore medio della variabile è pari al 49%.

L: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i membri del collegio sindacale della società capogruppo ed i membri del collegio sindacale della società partecipata. Assume valori compresi tra 0%, quando nessuno dei sindaci della holding è anche

sindaco nella società partecipata, e 100% quando tutti i sindaci della società partecipata sono anche sindaci nella società capogruppo. La variabile assume valore “n.a.” quando l’organo di controllo non è presente nella holding o nella società partecipata, come nel caso di società con forma giuridica “S.r.l.”, con capitale sociale inferiore a quello minimo stabilito per legge per le “S.p.A.” (euro 120.000) e che non superano per due esercizi consecutivi i limiti dimensionali fissati dall’art. 2435 bis c.c.

Il valore medio della variabile è pari al 56%.

M: variabile di tipo quantitativo, data dal rapporto tra i membri del collegio sindacale della società partecipata che sono anche membri del collegio sindacale di almeno un’altra società del gruppo. La variabile assume valori tra 0%, quando nessun sindaco della società partecipata è anche sindaco di almeno un’altra società del gruppo, e 100% quando tutti i sindaci della società partecipata sono anche sindaci di almeno un’altra società del gruppo. La variabile assume valore “n.a.” quando l’organo di controllo non è presente nella holding o nella società partecipata, come nel caso di società con forma giuridica “S.r.l.”, con capitale sociale inferiore a quello minimo stabilito per legge per le “S.p.A.” (euro 120.000) e che non superano per due esercizi consecutivi i limiti dimensionali fissati dall’art. 2435 bis c.c.. Il valore medio della variabile è pari al 64%.

3.7.3 I RISULTATI DELL’ANALISI DELLE CORRELAZIONI TRA LE VARIABILI

I risultati dell’analisi sulle correlazioni tra le variabili identificate mostrano che, in effetti, esiste un legame statisticamente significativo tra la presenza di un azionista di controllo e la sua influenza negli organi esecutivi delle diverse società del gruppo.

Inizialmente è stata effettuata una semplice analisi delle società holding, riportata nella tabella sottostante.

nome capogruppo	azionista di controllo	% capitale detenuta	sovrapposizione azionisti organo amm.vo
1 SERVISAN SPA	famiglia	100,00%	100,00%
2 LUALSEI SRL	persona fisica	90,00%	100,00%
3 COR-TUBI SPA	famiglia	82,60%	80,00%
4 CEM. ALDO BARBETTI SPA	famiglia	65,02%	100,00%
5 FECS PART. SRL	famiglia	100,00%	100,00%
6 HBC SPA	famiglia	100,00%	66,67%
7 HB BOSCARINI SPA	famiglia	100,00%	100,00%
8 GIAROS SRL	famiglia	90,00%	0,00%
9 LUCEFIN SPA	famiglia	100,00%	100,00%
10 FRATELLI AVERNA SPA	famiglia	100,00%	75,00%
11 RABBIT SPA	famiglia	100,00%	100,00%
	media	93,42%	83,79%

Nelle holding analizzate è evidente come sia assolutamente predominante l'assetto proprietario che vede una famiglia assumere il ruolo di azionista di controllo, con una percentuale di capitale sociale detenuta in media superiore al 90%, oltre ad una netta sovrapposizione tra l'azionista di controllo e l'organo amministrativo delle società capogruppo.

Come già la letteratura e le evidenze empiriche hanno sottolineato, i gruppi d'impres di medie dimensioni analizzati nascondono una forma di controllo di tipo familiare, nel quale l'azionista di controllo detiene un'ampia maggioranza del capitale della holding di gruppo e rappresenta anche un'ampia maggioranza degli organi amministrativi della stessa.

Successivamente è stato costruito un database composto dalle società partecipate dalle capogruppo sopra analizzate. Si tratta, in particolare di 47 società partecipate, rappresentate nella tabella allegata al presente capitolo.

L'analisi è stata condotta dapprima includendo tutte le 47 osservazioni rilevate, mentre in seguito la medesima analisi è stata effettuata utilizzando le osservazioni con valori del fattore "B" maggiori del 50%.

La tabella sottostante mostra le correlazioni tra le variabili che risultano statisticamente significative (con 47 osservazioni).

<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> Matrice delle correlazioni Coefficienti di correlazione di Pearson Prob > r con H0: Rho=0 </div>									
Variabili	B	D	E	F	G	H	I	L	M
B				0,41841	0,5758				
B				0,0034	<0,0001				
D				-0,39395			0,42813		
D				0,0061			0,0027		
E								0,3391	
E								0,0576	
F	0,41841	-0,39395			0,56287			0,45345	
F	0,0034	0,0061			<0,0001			0,0091	
G	0,5758				0,56287			0,43791	0,42122
G	<0,0001				<0,0001			0,0122	0,0131
H									
H									
I		0,42813							
I		0,0027							
L			0,3391	0,45345	0,43791				0,81631
L			0,0576	0,0091	0,0122				<0,0001
M					0,42122			0,81631	
M					0,0131			<0,0001	

La prima correlazione statisticamente significativa che emerge dalla tabella è relativa alle variabili **B** ed **F**. Ciò significa che la percentuale di capitale sociale di una partecipata detenuta dall'azionista di controllo di un gruppo è positivamente correlata con la variabile che mostra la presenza dei manager della società capogruppo nel management della società partecipata. Più l'azionista di controllo ha un livello di partecipazione elevato nel capitale di una data società del gruppo, infatti, più facilmente

lo stesso riuscirà a far nominare quali manager di tale società del gruppo sue persone di fiducia che fanno parte, oltretutto, del management della società capogruppo.

La precedente correlazione è ancora più interessante se letta congiuntamente alla correlazione statisticamente significativa tra le variabili **B** e **G**. Vi è infatti anche una correlazione positiva tra la percentuale di capitale sociale detenuta dall'azionista di controllo ed il rapporto tra i manager delle società partecipate che sono l'azionista di controllo o ne fanno parte (ad esempio, sono membri della famiglia di controllo).

Come discusso in precedenza, la presenza diffusa dell'azionista di controllo, o suoi familiari nel caso di una famiglia di controllo, negli organi decisionali delle società facenti parte di un gruppo, aumenta all'aumentare della percentuale di capitale sociale di ciascuna società partecipata detenuta dallo stesso.

Ciò è tanto più evidente, come ovvio, nelle società controllate direttamente dalla holding, piuttosto che in quelle di livello inferiore. Tale circostanza è confermata dai risultati dell'analisi, poiché ad un allungamento della catena di controllo corrisponde solitamente una diminuzione della percentuale di capitale detenuta e, pertanto, una minore influenza sull'assemblea che si traduce in una maggiore difficoltà ad incidere nella nomina degli organi esecutivi.

Un esempio delle due precedenti correlazioni è il gruppo "HBC S.p.A.", il cui consiglio di amministrazione formato da tre membri, di cui due rappresentanti gli azionisti di controllo della società, è il medesimo della società partecipata al 100% "SITE S.p.A.", mentre solamente un azionista di controllo è membro del consiglio di amministrazione della partecipata indiretta al 25% "INFOTEL S.r.l."

Per quanto riguarda la composizione degli organi sociali, è interessante notare che vi è correlazione tra la variabile **F** e le variabili **G** ed **L**.

In particolare, la variabile **F** esprime la presenza (in percentuale) dei manager della società holding nell'organo amministrativo di ciascuna società partecipata.

La correlazione positiva tra le variabili **F** e **G**, che indica la presenza (in percentuale) nelle società partecipate di manager che rappresentano l'azionista di controllo del gruppo, è facilmente spiegabile. Infatti, dalla semplice analisi effettuata sulle società

capogruppo è emerso come nell'84% circa dei gruppi analizzati il management della società holding è rappresentativo dell'azionista di controllo dell'intero gruppo.

Vi è inoltre una forte correlazione tra la variabile **G** e le variabili **L** ed **M**. Entrambe le correlazioni indicano che vi è una relazione tra la presenza dell'azionista di controllo (o suoi familiari) nel management delle partecipate e la composizione dell'organo di controllo delle stesse, ossia in particolare il collegio sindacale.

Questa correlazione può essere spiegata dalla consuetudine per la quale, nelle imprese di medie dimensioni, i membri del collegio sindacale sono sovente i professionisti che assistono la società. Ciò significa pertanto che più la presenza dell'azionista è diffusa all'interno delle diverse società del gruppo, sia a livello di consiglio di amministrazione che di assemblea, più i membri del collegio sindacale della holding tenderanno ad essere nominati anche nelle partecipate e, quindi, più i membri dei collegi sindacali delle diverse società del gruppo tenderanno spesso a coincidere; quest'ultima considerazione spiega la fortissima correlazione positiva rilevata tra le variabili **L** ed **M**.

Vi sono anche delle correlazioni tra le variabili di tipo qualitativo, che mirano ad analizzare la tipologia di attività della holding rispetto a quella del gruppo, così come verificare se il gruppo si caratterizzi o meno per una certa omogeneità di attività svolta.

Innanzitutto si nota una correlazione tra la variabile **D** e la variabile **F** che, visto il segno negativo del coefficiente di *Pearson*, sta a mostrare una correlazione tra l'attività di holding "pura" da parte della società capogruppo e la presenza dei manager di quest'ultima nel management delle partecipate.

Al contrario, invece, la correlazione positiva tra la variabile **D** e la variabile **I** mostra una relazione tra una tipologia di holding "mista" e la presenza dei medesimi soggetti nei consigli di amministrazione delle società del gruppo.

Infine, la correlazione positiva tra la variabile **E** e la variabile **L** mostra l'esistenza di una relazione tra tipologia di attività della società del gruppo, in particolare quella identificata come omogenea, e la presenza dei medesimi membri del collegio sindacale della holding nelle controllate.

Tali correlazioni non sono di agevole interpretazione; probabilmente con un database più esteso si potrebbero leggere tendenze più nette e trarne conclusioni maggiormente precise..

In ogni caso, sia che l'attività della holding sia qualificabile come "pura" o "mista" si nota la presenza diffusa dei medesimi soggetti, in gran parte riconducibili all'azionista di controllo, negli organi amministrativi delle diverse società del gruppo.

Si nota inoltre come la variabile **H**, la quale indica gli azionisti delle partecipate che non rappresentano l'azionista di controllo, e pertanto potrebbero essere classificati come indipendenti, oltre ad avere un valore medio molto scarso (5%), non è statisticamente correlata con nessuna altra variabile.

Questa circostanza permette di capire che anche nei gruppi di medie dimensioni, così come indicato dalla letteratura e dalla dottrina per quelli di grandi dimensioni, prevale ancora l'elemento personalistico riconducibile alla figura dell'azionista di controllo dell'intero gruppo, il quale tende ad esercitare un potere di controllo che va ben al di là della mera partecipazione al capitale delle società del gruppo.

I dati empirici mostrano chiaramente come lo strumento più utilizzato affinché l'azionista di controllo riesca ad avere la certezza dell'efficace esercizio dell'attività di direzione e coordinamento è certamente la presenza, negli organi esecutivi delle partecipate, di persone di sua fiducia o suoi familiari o, addirittura, di se stesso. Spesso, inoltre, questi sono anche presenti nel consiglio di amministrazione della società capogruppo.

Anche per quanto riguarda l'organo di controllo, in particolar modo il collegio sindacale, è altamente diffusa la presenza dei medesimi soggetti nei diversi collegi delle società del gruppo, con un alto grado di sovrapposizione anche tra i membri del collegio sindacale della società capogruppo con quelli delle singole partecipate.

La presenza tra i membri dei collegi sindacali di diversi soggetti con lo stesso cognome, fa presupporre che anche nei gruppi di medie dimensioni si manifesti la tendenza, tipica italiana, di nominare nei collegi sindacali i propri professionisti di fiducia (ad esempio il proprio commercialista, o avvocato, ecc.).

Ciò potrebbe spiegare perché, soprattutto quando l'attività è tendenzialmente omogenea, i consulenti che conoscono le problematiche specifiche dell'attività propria del gruppo, vengano nominati diverse volte nei collegi sindacali delle società del gruppo.

La medesima analisi di correlazione effettuata sul campione composto dalle 47 società partecipate è stata in seguito condotta solo sul campione di società che presentano valori del parametro B superiori al 50%, composto da 35 società. Il motivo per cui l'analisi è stata condotta su questo secondo campione è quello di verificare quanto incide la percentuale di capitale detenuta dall'azionista di controllo nelle diverse società del gruppo sulla sua capacità di esercitare l'attività di direzione e coordinamento così come definita all'inizio di questo capitolo.

La motivazione alla base della scelta di restringere il campione alle società partecipate dalla holding in misura maggiore rispetto al 50% è evidente, e risiede nella possibilità di raffrontare in seguito i risultati della presente analisi di correlazione con quelli ottenuti sull'intero campione, al fine di verificare l'effettiva rilevanza della frazione di capitale detenuta dall'azionista di controllo.

Nel campione formato dalle 12 società che presentano valori del parametro B inferiori al 50%, invece, vi sono solamente due correlazioni che nulla aggiungono alle ipotesi formulate dall'analisi delle correlazioni presenti negli altri due campioni.

Matrice delle correlazioni									
Coefficienti di correlazione di Pearson									
Prob > r con H0: Rho=0									
Variabili	B	D	E	F	G	H	I	L	M
B				0,41513	0,3599				
B				0,0131	0,0337				
D				-0,4761			0,55574		
D				0,0038			0,0005		
E								0,53334	
E								0,0073	
F	0,41513	-0,4761			0,50305			0,43434	
F	0,0131	0,0038			0,0021			0,0339	
G	0,3599			0,50305					
G	0,0337			0,0021					
H									
H									
I		0,55574		-0,35725					
I		0,0005		0,0351					
L			0,53334	0,43434					0,77206
L			0,0073	0,0339					<0,0001
M								0,77206	
M								<0,0001	

Confrontando i precedenti risultati con le correlazioni trovate utilizzando il campione composto dalle società partecipate per le quali è detenuto più del 50% del capitale sociale, si nota come le correlazioni tra la variabile **B** con le variabili **F** e **G** siano sostanzialmente confermate.

Cercando di limitare, pertanto, l'effetto della variabile **B**, che identifica la percentuale di capitale detenuta, direttamente o indirettamente, da parte dell'azionista di controllo, permane comunque una forte correlazione positiva tra la frazione di capitale detenuta e, da un lato la presenza dei manager della società capogruppo nel management della società partecipata (variabile **F**), e dall'altro lato la presenza di manager delle società partecipate che sono l'azionista di controllo o ne fanno parte (variabile **G**).

Il primo meccanismo che si evince dalle analisi delle correlazioni tra le variabili identificate è perciò relativo al fatto che una elevata diffusione negli organi esecutivi delle società del gruppo dei manager della holding o di altri manager presenti in diverse

società del gruppo, la cui nomina discende direttamente dall'azionista di controllo, è favorita da un'elevata partecipazione al capitale.

L'affermazione appare scontata, poiché è evidente come attraverso il possesso, diretto o indiretto, della maggioranza del capitale di ciascuna società del gruppo, l'azionista di controllo riesca ad influire con meno difficoltà nella gestione delle partecipate, assicurando una migliore attuazione dell'attività di direzione e coordinamento.

Se questo aspetto è certamente uno strumento che favorisce il governo di un gruppo da parte dell'azionista di controllo, vi è un potenziale rischio di minaccia per i soci di minoranza delle diverse società del gruppo, che vedono ridursi inevitabilmente il loro potere decisionale nelle assemblee delle diverse società, salvo esperire i rimedi di cui si è parlato nei precedenti paragrafi.

Sono confermati anche i risultati delle correlazioni relative alla composizione degli organi sociali, mostrati dalle correlazioni tra la variabile **F** e le variabili **G** ed **L**.

In particolare, la variabile **F** esprime la presenza (in percentuale) dei manager della società holding nell'organo amministrativo di ciascuna società partecipata, mentre la variabile **G** rappresenta la presenza (in percentuale) nelle società partecipate di manager che rappresentano l'azionista di controllo del gruppo. Tale correlazione sta a significare che maggiore è la presenza negli organi esecutivi delle società partecipate di membri dell'organo di governo dell'azionista di controllo, tanto è più facile che tali membri siano diretta espressione dell'azionista di controllo stesso.

Anche la correlazione con la variabile **L**, che esprime la presenza dei medesimi membri degli organi di controllo della holding nelle società del gruppo, è estremamente indicativa di una modalità di governo del gruppo che vede non solo nell'acquisto della maggioranza del capitale di ciascuna società del gruppo il modo di esercitare con efficacia la governance dei gruppi.

Non è più statisticamente significativa, invece, la correlazione tra la variabile **G** e le variabili **L** ed **M** che era rilevata nel precedente database, mentre è confermata sia la fortissima correlazione positiva rilevata tra le variabili **L** ed **M**, sia l'assenza di correlazioni della variabile **H**.

Questo potrebbe significare che la presenza degli stessi soggetti quali membri degli organi di controllo delle diverse società del gruppo non è correlata così fortemente con la diffusione dei medesimi soggetti quali membri degli organi esecutivi delle società del gruppo, indicando così una certa indipendenza che, da un punto di vista della tutela dei terzi e degli azionisti di minoranza, sarebbe certamente auspicabile.

Sono confermate, ma con risultati statisticamente più significativi, le correlazioni tra le variabili di tipo qualitativo **D** e le variabili **F** e **I** e la correlazione tra le variabili **E** ed **L**. Anche nel secondo campione, quindi, vi è una correlazione tra l'attività di holding "pura" e la presenza dei manager di quest'ultima nel management delle società partecipate, mentre nei gruppi caratterizzati dalla presenza di una holding c.d. "mista", si nota la frequente presenza dei medesimi soggetti nei consigli di amministrazione delle diverse società del gruppo.

Infine, nei gruppi di tipo "omogeneo" è frequente la presenza dei medesimi membri del collegio sindacale della holding nelle controllate.

3.8 CONCLUSIONI

Nei primi due capitoli si è analizzata l'evoluzione degli studi sulla corporate governance, soffermandosi in particolare su quelli relativi agli assetti proprietari delle imprese. Si è messo in evidenza come quest'ultimo tema sia diventato particolarmente rilevante innanzitutto nel contesto anglosassone, dove le imprese sono caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo più netta rispetto al contesto mondiale, in special modo europeo.

Il tema della separazione tra proprietà e controllo è andato scemando poiché, appunto, il modello d'impresa utilizzato negli studi anglosassoni sulla corporate governance non è quello più diffuso a livello mondiale, se non tra le grandi imprese quotate.

È l'impresa familiare che rappresenta la maggior parte delle piccole e medie imprese in tutto il mondo, pertanto l'attenzione degli studiosi di corporate governance si è via via spostata verso l'analisi di tale modello.

Recentemente si è sviluppata una corrente, cosiddetta di *law and finance*, che vede nel tema degli assetti proprietari alcune problematiche di particolare interesse, tra le quali vi

è il vero nodo centrale della governance a livello europeo, e cioè il conflitto d'interesse che esiste tra l'azionista di controllo di un'impresa e gli azionisti di minoranza.

Esistono infatti meccanismi, largamente discussi ed analizzati in tale letteratura, riconosciuti come potenziali strumenti di abuso dei diritti delle minoranze e dei terzi, utilizzabili dall'azionista di controllo di un'impresa.

Uno di questi è, appunto, l'utilizzo delle piramidi societarie, e quindi la creazione di un gruppo.

Si è detto come in un gruppo il tema della governance sia particolarmente interessante e rilevante poiché il gruppo in quanto tale rappresenta certamente un efficace strumento di separazione della proprietà dal controllo di un'impresa, dato che anche con un limitato investimento di risorse proprie si può riuscire, attraverso le catene di controllo, a controllare risorse largamente maggiori e apportate da altri soggetti, gli azionisti di minoranza.

Alcune ricerche sugli assetti proprietari delle imprese italiane condotte dalla Banca d'Italia attorno al 1994 e, successivamente, riproposte a distanza di un decennio, mostrano come l'utilizzo del gruppo societario sia diventato non solo un modello di organizzazione dell'impresa, ma anche un vero e proprio strumento di governance dell'impresa di medie dimensioni e familiare.

Tale peculiarità riscontrata dalle ricerche condotte dalla Banca d'Italia è assolutamente confermata dal presente lavoro. Dietro ai gruppi di medie imprese analizzati, come definiti nei precedenti paragrafi, si nasconde una forma di controllo di tipo personale e familiare, in quanto l'azionista di controllo è sempre riconducibile ad una persona o, più spesso, ad una famiglia.

La domanda di ricerca che ha orientato questa tesi è quella di cercare di capire in quale modo il gruppo è utilizzato quale strumento di governance dall'azionista di controllo.

In prima approssimazione sembrerebbe che il metodo più sicuro di avere il controllo su tutte le società del gruppo, e quindi esercitare con efficacia un'azione di direzione e di coordinamento, sia quello per cui l'azionista di controllo debba detenere, direttamente attraverso la società capogruppo o per il tramite di catene di controllo più articolate, la maggioranza del capitale in ciascuna società partecipata.

Tale soluzione è, per i ragionamenti sviluppati nei precedenti paragrafi, quella più sicura ma anche la meno conveniente per l'azionista di controllo, poiché acquisendo la

maggioranza del capitale di ciascuna società del gruppo egli non riesce: i) a minimizzare le risorse proprie investite, ii) a massimizzare le risorse immesse nelle società del gruppo dagli azionisti di minoranza. Sintetizzando, quindi, tale soluzione non può essere certamente l'unica modalità con la quale l'azionista di controllo esercita la governance di un gruppo, poiché così facendo non viene ottimizzato l'effetto della cosiddetta leva azionaria, della quale si è parlato in precedenza.

La suddetta considerazione può leggersi anche in concomitanza con i risultati delle due analisi di correlazione effettuate. Nel primo caso, utilizzando un campione formato da tutte le società partecipate dei gruppi analizzati, si è trovata una correlazione positiva tra la percentuale di capitale sociale detenuta dall'azionista di controllo e i) la presenza dei manager della società capogruppo nel management della società partecipata, e ii) la presenza di manager delle società partecipate che sono l'azionista di controllo o ne fanno parte. Tale considerazione, letta anche alla luce del fatto che nelle società holding dei gruppi considerati, l'azionista di controllo "occupa" il 74,58% dei posti negli organi amministrativi, percentuale che sale all'83,79% se consideriamo gli azionisti, anche non di controllo, che sono presenti negli organi amministrativi della holding.

Per cercare di sterilizzare in un certo senso il "peso" della frazione di capitale detenuta, è stato costruito un secondo campione da analizzare, costituito solamente dalle società partecipate per più del 50% del capitale dall'azionista di controllo.

I risultati ottenuti confermano sostanzialmente quelli del primo campione, ma risultano statisticamente meno significativi.

Ciò parrebbe confermare il fatto che la mera detenzione della maggioranza del capitale di ciascuna partecipata, per il fatto di non garantire un'adeguata separazione tra proprietà e controllo, con conseguente mancata ottimizzazione dell'effetto leva azionaria, non possa considerarsi l'unico strumento a disposizione dell'azionista di controllo per esercitare il governo di un gruppo in modo efficace.

Infine, tale considerazione parrebbe confermata anche dalla letteratura: La Porta (1999) sottolineava come un forte scostamento tra la partecipazione detenuta dall'azionista di controllo e quella offerta agli azionisti di minoranza incidesse sullo scoraggiamento di questi ultimi ad investire, con conseguente aumento della concentrazione proprietaria, a tutto svantaggio dell'azionista di controllo che non può beneficiare degli effetti positivi dell'effetto leva azionaria.

Dalle considerazioni suesposte deriva che non si può ricondurre la governance di un gruppo solamente alla semplice detenzione, da parte dell'azionista di controllo, della maggioranza del capitale delle società partecipate del gruppo.

Vi è un ulteriore meccanismo che la letteratura e la dottrina sottolineano, e cioè la possibilità per l'azionista di controllo, di nominare i) i membri del consiglio di amministrazione e ii) i membri degli organi di controllo delle partecipate.

Tale fattispecie è, come descritto nei paragrafi precedenti, largamente presente nel campione di gruppi di medie dimensioni analizzato.

Innanzitutto la possibilità di nominare i membri degli organi esecutivi favorisce la presenza diretta dell'azionista di controllo nelle società del gruppo, in particolare nella holding e nelle società ai primi posti della catena di controllo. Nel campione analizzato, inoltre, è risultato che la presenza dei manager della holding e dell'azionista di controllo negli organi amministrativi delle società del gruppo è correlata al fatto che la società capogruppo eserciti una attività di holding pura, intendendo con questo il fatto che la stessa si limiti alla mera gestione delle partecipazioni, senza svolgimento di alcuna attività produttiva. Poiché, spesso, le holding pure si sostituiscono di fatto alla figura dell'azionista di controllo, il quale per motivi fiscali e di tutela del proprio patrimonio racchiude in una struttura societaria il proprio portafoglio di partecipazioni, e si costituiscono proprio per suddette ragioni una volta che le società cosiddette "operative" raggiungono un certo sviluppo ed un certo livello di redditività, non è raro trovare che l'azionista di controllo delle società capogruppo sia esso stesso un manager delle società operative direttamente controllate dalla holding.

Il fatto di ricoprire la doppia carica di azionista e manager delle società che stanno al vertice della catena di controllo, consente all'azionista di controllo di un gruppo di incidere, eventualmente anche senza possedere la maggioranza del capitale di ciascuna società del gruppo, nella nomina dei diversi consiglieri e dei membri degli organi di controllo delle partecipate.

Per quanto concerne i primi, anche l'analisi empirica effettuata, pur nella sua semplicità, mostra chiaramente come nei gruppi analizzati sia diffusa la presenza dei medesimi soggetti che ricoprono cariche manageriali nelle diverse società del gruppo. Tale fatto è

spiegabile con la semplice considerazione che è pratica frequente che l'azionista di controllo nomini quali consiglieri delle società del gruppo persone di propria fiducia. Nei gruppi di medie dimensioni, oltretutto, tali soggetti sono spesso riconducibili all'azionista di controllo inteso come "famiglia" di controllo. Pertanto negli organi delle partecipate sono spesso presenti alcuni membri della famiglia dell'azionista di controllo i quali, unitamente ai cosiddetti "consiglieri di fiducia", contribuiranno ad autorizzare l'adozione nella società che gestiscono di: i) strumenti di indirizzo, coordinamento e controllo, e ii) flussi informativi che consentano alla società capogruppo di poter svolgere un'efficace attività di direzione e coordinamento.

Un ultimo elemento riscontrato nell'analisi empirica effettuata è che sovente anche gli organi di controllo (in particolare si è considerato il collegio sindacale) sono composti dagli stessi soggetti.

Il gruppo esalta quindi la propria funzione di separazione tra proprietà e controllo, poiché consente all'azionista di controllo di esercitare efficacemente la propria funzione anche con altre metodologie diverse dalla semplice detenzione della maggioranza dei voti esercitabili nelle assemblee.

Se questo è estremamente vantaggioso per l'azionista di controllo del gruppo, è proprio la sua capacità di esercizio del proprio ruolo che fa originare un chiaro conflitto di interessi con gli azionisti di minoranza e con i terzi, i quali sono però tutelati, come visto in precedenza, dalle disposizioni del codice civile in tema di "direzione e coordinamento".

3.9 LIMITI E POSSIBILI SVILUPPI

La semplice ricerca effettuata ha avuto come scopo primario l'identificazione di una possibile metodologia di analisi delle effettive modalità di funzionamento della governance di gruppo. Se è vero che l'analisi delle correlazioni sopra commentata ha conseguito risultati che sostanzialmente confermano ciò che viene sostenuto in letteratura, e sovente verificato nella pratica, il metodo utilizzato ha certamente alcune carenze che potranno essere limate in successive e più raffinate analisi.

Innanzitutto si tratta di un'analisi empirica svolta su dati ricavati da fonti ufficiali, che però non sono stati integrati con questionari e/o interviste ai soggetti coinvolti nella governance del campione di gruppi selezionato. La predisposizione di un questionario potrebbe rivelarsi complementare rispetto alla semplice raccolta dei dati dal database di AIDA e dalle visure scaricate dalla Camera di Commercio, poiché permetterebbe di integrare i dati raccolti con ulteriori informazioni non desumibili altrimenti.

Sia il campione dei gruppi da analizzare, che di conseguenza quello delle società partecipate, può inoltre essere certamente ampliato. In questo lavoro, i dati reperiti dal database di AIDA sono risultati spesso incompleti, e pertanto è stato necessario scaricare le visure di gran parte delle società partecipate.

In merito alle variabili da includere nell'analisi di correlazione, quelle utilizzate non sono le uniche che possono spiegare la possibilità per l'azionista di controllo di governare un gruppo. Alcune variabili come ad esempio la posizione geografica della società partecipata rispetto alla sede della holding, l'età anagrafica dell'azionista di controllo, ecc., potrebbero incidere sul livello di presenza nel gruppo da parte dell'azionista di controllo.

La letteratura cita altri meccanismi con cui viene esercitata la governance da parte dell'azionista di controllo, e cioè: i) la concessione di finanziamenti alle società controllate da parte della holding, soprattutto nel caso di attività pura di quest'ultima, e ii) la presenza nello statuto di clausole limitative della libertà di voto, di cessione, ecc.

In questa tesi non è stato possibile reperire le informazioni di cui sopra, poiché ciò avrebbe comportato un notevole aggravio di costi e tempo. Con la predisposizione di un apposito questionario e con il reperimento degli statuti e dei bilanci delle società analizzate, l'analisi potrà essere effettuata in modo molto più completo.

Per quanto riguarda, invece, i possibili sviluppi futuri della presente ricerca, lo scrivente ritiene che, se perfezionata, il fatto di mappare i soggetti soci/azionisti ed i soggetti membri degli organi societari possa consentire di analizzare le effettive modalità di esercizio della governance da parte dell'azionista di controllo di un gruppo.

Anche a livello legislativo, infatti, è chiaro che la presenza dell'azionista di controllo, sia diretta che per il tramite di familiari, consiglieri o membri degli organi di controllo di fiducia, potrebbe in futuro essere oggetto di regolamentazione anche sulla base

dell'esperienza accumulatasi in tema di amministratori indipendenti, poiché tanto più tale presenza è diffusa all'interno del gruppo, tanto maggiore è il rischio di possibili abusi alle minoranze ed ai diritti dei terzi.

3.10 ALLEGATI

Elenco degli allegati al terzo capitolo:

- a. Database completo delle società partecipate;
- b. Procedura di correlazione sul database completo delle società partecipate;
- c. Database delle società partecipate almeno al 50% del capitale;
- d. Procedura di correlazione sul database composto dalle società partecipate almeno al 50% del capitale sociale;
- e. Schema gruppo SERVISAN S.p.A.;
- f. Schema gruppo LUALSEI S.r.l.;
- g. Schema gruppo COR-TUBI S.p.A.;
- h. Schema gruppo CEMENTERIE ALDO BARBETTI S.p.A.;
- i. Schema gruppo FECS PARTECIPAZIONI S.r.l.;
- j. Schema gruppo HBC S.p.A.;
- k. Schema gruppo HB BOSCARINI S.p.A.;
- l. Schema gruppo GIAROS S.r.l.;
- m. Schema gruppo LUCEFIN S.p.A.;
- n. Schema gruppo FRATELLI AVERNA S.p.A.;
- o. Schema gruppo RABBIT S.p.A..

database completo società partecipate

DATABASE : SOCIETA' PARTECIPATE (SUBSIDIARIES)		B	D	E	F	G	H	I	L	M
1	NOVARA CALCIO SPA	1,00	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00	n.d.	n.d.
2	LA VIALARDA SPA	1,00	0	1	0,44	0,33	0,11	0,00	0,60	0,00
3	SIAC SPA	0,78	1	1	0,14	0,14	0,00	0,14	0,00	0,60
4	SIAC IMMOBILIARE SRL	0,85	1	0	0,33	1,00	0,00	0,67	0,00	1,00
5	CORNAGLIA SPA	0,83	0	1	1,00	0,80	0,20	0,40	1,00	1,00
6	CORNAGLIA SUD SRL	0,83	0	1	0,67	0,67	0,00	0,67	1,00	1,00
7	PECOPLAST SRL	0,41	0	1	0,50	0,50	0,00	0,50	0,20	0,20
8	BARBETTI I.C. SRL	0,65	0	1	0,00	0,00	0,00	1,00	n.d.	n.d.
9	EDI.B. SPA	0,65	0	0	0,38	0,38	0,13	0,83	0,20	0,40
10	PROMETEO EDIZIONI SRL	0,65	0	0	1,00	0,50	0,00	1,00	n.d.	n.d.
11	TECNOCAL SRL	0,65	0	1	0,33	0,67	0,00	0,67	n.d.	n.d.
12	INIZIATIVE EDITORIALI LOCALI SRL	0,38	0	0	0,25	0,00	0,25	0,50	0,60	0,80
13	GABELLINI COMMERCIALE SRL	0,33	0	1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
14	S.T.B. SRL	0,33	0	1	0,50	0,50	0,00	0,75	0,40	0,60
15	TERCAL SRL	0,32	0	1	0,00	0,00	0,00	0,67	0,20	0,40
16	VALDIPESA CALCESTRUZZI SRL	0,26	0	1	0,25	0,00	0,25	0,50	0,40	0,40
17	PREBETON CALCESTRUZZI SRL	0,20	0	1	0,25	0,00	0,25	0,50	0,25	0,25
18	STEMIN SPA	1,00	1	1	0,25	0,75	0,00	1,00	0,00	0,00
19	RADIATORI 2000 SPA	1,00	1	1	0,00	0,00	0,00	1,00	n.d.	n.d.
20	RIDEA SRL	1,00	1	1	0,00	0,33	0,00	0,33	n.d.	n.d.
21	CARAVAGGIO 2000 SRL	0,48	1	0	0,00	0,33	0,00	0,33	n.d.	n.d.
22	SITE SPA	1,00	1	1	1,00	0,67	1,00	0,33	1,00	1,00
23	INFOTEL SRL	0,25	1	1	0,50	0,50	0,00	0,50	n.a.	n.a.
24	CENTRAL TUBI SPA	1,00	1	1	0,33	0,67	0,00	0,67	0,80	1,00
25	S.A.MI PLASTIC SPA	0,89	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	0,60	1,00
26	PEBO SPA	0,86	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	0,80	1,00
27	ROTOTEC SPA	0,51	1	1	0,25	0,50	0,00	0,50	0,60	0,80
28	ITALIANA CORRUGATI SPA	0,67	1	1	0,33	0,67	0,00	0,67	1,00	1,00
29	FUTURA SPA	0,50	1	1	0,00	0,50	0,00	0,50	0,80	0,80
30	LUCANIA RESINE SRL	0,74	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	n.a.	n.a.
31	SAB SPA	0,54	1	1	0,00	0,67	0,00	0,67	0,80	1,00
32	META SYSTEM GROUP SPA	0,75	1	0	0,00	0,40	0,00	0,20	n.a.	0,80
33	META SYSTEM SPA	0,68	1	1	0,00	0,00	0,00	0,50	n.a.	0,80
34	NOGEME SRL	0,36	1	0	0,00	0,00	0,00	0,67	n.a.	n.a.
35	F.E.P. SRL	0,38	1	1	0,00	0,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
36	CO.MET ACCIAI SRL	0,99	1	1	0,67	0,67	0,00	1,00	0,60	0,60
37	COSMO ACCIAI SRL	0,93	1	1	0,67	0,67	0,00	1,00	0,80	0,80
38	TRAFILIX SPA	0,86	1	1	0,33	0,33	0,00	0,67	0,60	0,60
39	TRE VALLI ACCIAI SPA	0,69	1	1	0,33	0,33	0,00	0,67	0,60	0,60
40	CASONI FABBR. LIQUORI SPA	0,79	0	1	0,50	0,50	0,00	0,00	0,60	0,20
41	PERNIGOTTI SPA	1,00	0	0	0,50	0,50	0,00	0,00	0,20	0,20
42	ALIMENTA SRL	0,59	0	1	0,00	0,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
43	CALZATURE PITTARELLO G.L.G. SPA	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
44	PITTARELLO DIFFUSION SPA	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	0,80	0,80
45	PUNTO 4 SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
46	ARREDAMENTI MORENA SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
47	EASY LIGHT SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
		B	D	E	F	G	H	I	L	M
	media	0,72			0,38	0,49	0,05	0,49	0,56	0,64

La procedura CORR

Variabili: B D E F G H I L M

Statistiche semplici

Variabile	N	Media	Dev std	Somma	Minimo	Massimo	Descrizione
B	47	0.71813	0.26042	33.75222	0.19506	1.00000	B
D	47	0.51064	0.50529	24.00000	0	1.00000	D
E	47	0.80851	0.39773	38.00000	0	1.00000	E
F	47	0.36090	0.35698	16.96223	0	1.00000	F
G	47	0.48691	0.35945	22.88462	0	1.00000	G
H	47	0.04651	0.15837	2.18611	0	1.00000	H
I	47	0.49365	0.35964	23.20139	0	1.00000	I
L	32	0.56406	0.35565	18.05000	0	1.00000	L
M	34	0.63676	0.35490	21.65000	0	1.00000	M

La procedura CORR

Coefficienti di correlazione di Pearson

Prob > |r| con H0: Rho=0

Numero di osservazioni

	B	D	E	F	G	H	I	L	M
L	0.32336	0.10266	0.33910	0.45345	0.43791	0.17817	-0.01712	1.00000	0.81631
L	0.0710	0.5761	0.0576	0.0091	0.0122	0.3292	0.9259	0.32	<.0001
	32	32	32	32	32	32	32	32	32
M	0.23467	0.32665	0.09116	0.23545	0.42112	0.10241	0.18663	0.81631	1.00000
M	0.1816	0.0594	0.6081	0.1801	0.0131	0.5644	0.2906	<.0001	<.0001
	34	34	34	34	34	34	34	32	34

database partecipate > 50%

DATABASE: SOCIETA' PARTECIPATE > 50%		B	D	E	F	G	H	I	L	M
1	NOVARA CALCIO SPA	1,00	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00	n.d.	n.d.
2	LA VIALARDA SPA	1,00	0	1	0,44	0,33	0,11	0,00	0,60	0,00
3	STEMIN SPA	1,00	1	1	0,25	0,75	0,00	0,75	0,00	0,00
4	RADIATORI 2000 SPA	1,00	1	1	0,25	0,75	0,00	1,00	0,00	0,00
5	RIDEA SRL	1,00	1	1	0,00	0,00	0,00	1,00	n.d.	n.d.
6	SITE SPA	1,00	1	1	1,00	0,87	1,00	0,33	1,00	1,00
7	CENTRAL TUBI SPA	1,00	1	1	0,33	0,67	0,00	0,67	0,80	1,00
8	PERNIGOTTI SPA	1,00	0	0	0,50	0,50	0,00	0,00	0,20	0,20
9	CALZATURE PITTARELLO G.L.G. SPA	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
10	PITTARELLO DIFFUSION SPA	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	0,80	0,80
11	PUNTO 4 SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
12	ARREDAMENTI MORENA SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
13	EASY LIGHT SRL	1,00	0	1	1,00	1,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
14	CO.MET ACCIAI SRL	0,99	1	1	0,67	0,67	0,00	1,00	0,80	0,80
15	COSMO ACCIAI SRL	0,93	1	1	0,67	0,67	0,00	1,00	0,80	1,00
16	SA.MI PLASTIC SPA	0,89	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	0,80	1,00
17	ITALIANA CORRUGATI SPA	0,87	1	1	0,33	0,67	0,00	0,67	1,00	1,00
18	PEBO SPA	0,86	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	0,80	1,00
19	TRAFILIX SPA	0,86	1	1	0,33	0,33	0,00	0,67	0,80	0,80
20	SIAC IMMOBILIARE SRL	0,85	1	0	0,33	1,00	0,00	0,67	0,00	0,60
21	CORNAGLIA SPA	0,83	0	1	1,00	0,80	0,20	0,40	1,00	1,00
22	CORNAGLIA SUD SRL	0,83	0	1	0,67	0,67	0,00	0,67	1,00	1,00
23	CASONI FABBR. LIQUORI SPA	0,79	0	1	0,50	0,50	0,00	0,00	0,60	0,20
24	SIAC SPA	0,78	1	1	0,14	0,14	0,00	0,14	0,00	0,60
25	META SYSTEM GROUP SPA	0,75	1	0	0,00	0,40	0,00	0,20	n.a.	0,80
26	LUCANIA RESINE SRL	0,74	1	1	0,00	1,00	0,00	1,00	n.a.	n.a.
27	TRE VALLI ACCIAI SPA	0,69	1	1	0,33	0,33	0,00	0,67	0,60	0,60
28	META SYSTEM SPA	0,68	1	1	0,00	0,00	0,00	1,00	n.a.	0,80
29	BARBETTI I.C. SRL	0,65	0	1	0,00	0,00	0,00	1,00	n.d.	n.d.
30	ED.I.B. SPA	0,65	0	0	0,38	0,38	0,13	0,63	0,20	0,40
31	PROMETEO EDIZIONI SRL	0,65	0	0	1,00	0,50	0,00	1,00	n.d.	n.d.
32	TECNOCAL SRL	0,65	0	1	0,33	0,67	0,00	0,67	n.d.	n.d.
33	ALIMENTA SRL	0,59	0	1	0,00	0,00	0,00	0,00	n.a.	n.a.
34	SAB SPA	0,54	1	1	0,00	0,67	0,00	0,67	0,80	1,00
35	ROTOtec SPA	0,51	1	1	0,25	0,50	0,00	0,50	0,80	0,80

La procedura CORR

Variabili:

B D E F G H I L M

Statistiche semplici

Variabile	N	Media	Dev std	Somma	Minimo	Massimo	Descrizione
B	35	0.84440	0.15777	29.55397	0.51000	1.00000	B
D	35	0.54286	0.50543	19.00000	0	1.00000	D
E	35	0.82857	0.38239	29.00000	0	1.00000	E
F	35	0.42035	0.37814	14.71223	0	1.00000	F
G	35	0.58718	0.33902	20.55129	0	1.00000	G
H	35	0.04103	0.17227	1.43611	0	1.00000	H
I	35	0.50813	0.39495	17.78469	0	1.00000	I
L	24	0.63333	0.36196	15.20000	0	1.00000	L
M	26	0.70000	0.35440	18.20000	0	1.00000	M

La procedura CORR

Coefficienti di correlazione di Pearson

Prob > |r| con H0: Rho=0

Numero di osservazioni

	B	D	E	F	G	H	I	L	M
L	-0.00470	-0.17003	0.53334	0.43434	0.29326	0.22214	-0.08817	1.00000	0.77206
L	0.9826	0.4270	0.0073	0.0339	0.1643	0.2968	0.6821	24	<.0001
	24	24	24	24	24	24	24	24	24
M	-0.16595	0.16284	0.24540	0.17632	0.30399	0.13890	0.13921	0.77206	1.00000
M	0.4178	0.4267	0.2269	0.3889	0.1311	0.4986	0.4976	<.0001	<.0001
	26	26	26	26	26	26	26	24	26

schema gruppo **SERVISAN SPA**

	azionisti		Organo Amministrativo		Collegio sindacale / Revisore	
	nome	% possesso				
SERVISAN SPA	Caglio Maria	50,00%	De Salvo Massimo A.	Amministratore Unico	Broggi Mario	Presidente
(controllante)	De Salvo Michelangelo	50,00%			Raschetti Nadia	effettivo
Ateco07: 70200			Altre cariche esecutive		Palermo Giovenale Rossano	effettivo
Attività di consulenza gestionale			Caglio Roberto	Direttore Generale	D'Onofrio Michele	supplente
Ateco07: 51462 - 51474			De Salvo Michelangelo	Procuratore	Nocilla Marco	supplente
commercio di prodotti sanitari, apparecchi medici			Caglio Maria	Procuratore		
CF 10909340159			De Salvo Paola	Procuratore	Deloitte & Touche Spa	soc. revisione
	livello					
NOVARA CALCIO SPA	1	SERVISAN SPA	Achilli Claudio	Amministratore Unico	n.d.	
LA VIALARDA SPA	1	SERVISAN SPA	De Salvo Massimo A.	Presidente del Cda	Broggi Mario	Presidente
Ateco07: 86100		Famiglia Botta Paola	Caggia Francesco	consigliere	Beccaro Migliorati Alessandro	effettivo
Servizi ospedalieri		Gallo Barbisio Basilio	Cagliani Alessandro	consigliere	Nocilla Marco	effettivo
CF 00150000024		Famiglia Verzoletto	Bertolini Marco	consigliere	Beccaro Migliorati Leopoldo	supplente
		Altri azionisti < 1%			Palermo Giovenale Rossano	supplente
			Altre cariche esecutive			
			De Salvo Michelangelo	Procuratore		
			Caglio Maria	Procuratore		
			De Salvo Paola	Procuratore		
			Gorretta Gianluca	Procuratore		
			Valentini Mauro	Responsabile L. 675/96		

schema gruppo COR-TUBI SPA

		azionisti		Organo Amministrativo			Collegio sindacale / Revisore	
		nome	% possesso					
COR-TUBI SPA		SIRECO FIDUCIARIA SRL	82,60%	Cabiat Anna Maria	Presidente del Cda	Morondo Angelo	Presidente	
Ateco07: 24200		AZIONI PROPRIE	10,00%	Cornaglia Pier Mario	A.D. e Responsabile Tecnico	Biglia Guglielmo	effettivo	
commercializzazione componenti e attrezzature per autoveicoli		CLEDO SS	7,40%	Cornaglia Umberto	A.D.	Guglielmino Paolo	effettivo	
CF 00482230018				Cornaglia Roberta	Consigliere	Pontiglio Pierluigi	supplente	
				Ciocca Luciano	Consigliere	Pavanell Tazio	supplente	
NB Cabiat Anna Maria è la mamma del F.lli Cornaglia "Dieiro" alla Sireco Fidi. Srd di sia la Famiglia Cornaglia						Nada Franco	Revisore Unico	
CORNAGLIA SPA		COR-TUBI SPA	84,55%	Cabiat Anna Maria	Presidente del Cda	Morondo Angelo	Presidente	
(controlante - CONSOLIDANTE)		SIRECO FIDUCIARIA SRL	15,45%	Cornaglia Pier Mario	A.D. e Responsabile Tecnico	Biglia Guglielmo	effettivo	
Ateco07: 25500				Cornaglia Umberto	A.D. e Responsabile Tecnico	Guglielmino Paolo	effettivo	
produzione di stampi ed attrezzature meccaniche. Costruzione di				Cornaglia Roberta	Consigliere	Pavanell Tazio	supplente	
meccanismi di frizione per autoveicoli				Ciocca Luciano	Consigliere	Pontiglio Pierluigi	supplente	
cf 00491030011						Deloitte & Touche Spa	soc revisione	
CORNAGLIA SUD SRL		1 CORNAGLIA SPA	99,99%	Cornaglia Pier Mario	Presidente del Cda e A.D.	Biglia Guglielmo	Presidente	
Ateco07: 71100 fabbricazione di parti e accessori per autoveicoli		Cornaglia Pier Mario	0,01%	Cornaglia Umberto	Vicepresidente del Cda	Morondo Angelo	effettivo	
CF 01549370698				Dell'Orefice Piero	Consigliere	Guglielmino Paolo	effettivo	
						Pavanell Tazio	supplente	
						Pontiglio Pierluigi	supplente	
PECOPLAST SRL		2 CORNAGLIA SUD SRL	50,00%	Cornaglia Umberto	Presidente del Cda	Nada Franco	Presidente	
Ateco07: 22200 fabbricazione articoli materie plastiche		Pellegrino Rosario	50,00%	Pellegrino Rosario	Amministratore Delegato	Della Monica Mario	effettivo	
CF 03068620659				Cornaglia Pier Mario	Consigliere	Mucio Gianluca	effettivo	
				DAVIA Rosa	Consigliere	Adinolfi Antonio	supplente	
						Barone Anna	supplente	

schema gruppo CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA

PROMETEO EDIZIONI SRL	2	EDILB SPA	100,00%	Barbetti Giovanni	Amministratore unico			
Ateco07: 58140 edizione riviste e periodici				Altre cariche esecutive				
CF 02503710549				Ghilardi Rocco	Isitore			
TECNOCAL SRL	1	CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA	100,00%	DI Marco Antonio	Consigliere			
Ateco07: 23630 produzione calcestruzzo				Barbetti Francesco	Consigliere			
				Altre cariche esecutive				
				Barbetti Marco	Procuratore			
INIZIATIVE EDITORIALI LOCALI SRL	1	EDILB SPA	58,00%	Fagiani Torino	Presidente del Cda	Iacovella Romolo	Presidente	
Ateco07: 58140 edizione riviste e periodici		FRACCANNO HOLDING SRL	10,00%	Panfilì Fabrizio	Consigliere	Charavaci Alfonso Ugo	effettivo	
CF 02467970543		EDM SRL IN FALLIMENTO	12,50%	Capacciola Giacomo	Consigliere	Rocchi Paolo	effettivo	
		BANCA NAZ. LE DEL LAVORO - BNL SPA	9,75%	Altre cariche esecutive		Monacelli Antonio	supplente	
		MELIORBANCA SPA	9,75%	Piselli Marco	Procuratore	Ercolanoni Marco	supplente	
GABELLINI COMMERCIALE SRL	1	CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA	51,00%	Gabellini Lucio	Presidente del Cda			
Ateco07: 46732 commercio all'ingrosso di materiale da costruzione		GIETTE SRL	49,00%	Vacchiano Sergio	Consigliere			
CF 03314660402				Fontana Claudio	Consigliere			
S.T.B. SRL	1	CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA	51,00%	Barbetti Paolo	Amm. Unico	Barbetti Enrico	effettivo	
Ateco07: 49410 trasporto merci su strada		G.T.A. SRL	49,00%	Altre cariche esecutive		Monacelli Antonio	effettivo	
CF 01194600540				Barbetti Francesco	Procuratore	Capacciola Giacomo	supplente	
				Amroggi Mario	Procuratore	Ercolanoni Marco	supplente	
				Gallina Alfredo	Procuratore			
TERCAL SRL	2	TECNOCAL SPA	49,00%	DI Marco Antonio	Presidente	Monacelli Antonio	Presidente	
Ateco07: 23630 produzione calcestruzzo		DI Marco Antonio	51,00%	Penzoli Domenico	Consigliere	Del Governatore Alfredo	effettivo	
CF 00984690677				Pascolini Andrea	Consigliere	Del Sole Donato	effettivo	
						Capacciola Giacomo	supplente	
						Capuani Giovanni	supplente	
VALDIPESA CALCESTRUZZI SRL	1	CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA	40,00%	Tamburini Francesco	Pres. Cda	Monacelli Antonio	Presidente	
Ateco07: 23630 produzione calcestruzzo		Tamburini Francesco	41,00%	Tamburini Marcello	Consigliere	Guarducci Franco	effettivo	
CF 01896360482		Tamburini Marcello	19,00%	Pascolini Andrea	Consigliere	Blossi Gianni	effettivo	

schema gruppo CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA

				Fagiari Tomino	Consigliere	Meli Paolo	supplente
				Berini Galeffi Ernesto	Presidente del Cda	Ferrarese Giuseppe	effettivo
				Berini Vittorio	Consigliere	Ercolanoni Marco	supplente
				Fagiari Tomino	Consigliere	Polvani Narciso	effettivo
				Altre cariche esecutive		Ercolanoni Angelo	supplente
				Gallina Alfredo	Procuratore	Polvani Lorenzo	supplente
PREBETON CALCESTRUZZI SRL	1	CEMENTERIE ALDO BARBETTI SPA		Berini Galeffi Ernesto	Consigliere	Ferrarese Giuseppe	effettivo
Ateco07: 29830 produzione calcestruzzo		Berini Galeffi Ernesto	70%	Fagiari Tomino	Consigliere	Polvani Narciso	effettivo
				Altre cariche esecutive		Ercolanoni Angelo	supplente
				Gallina Alfredo	Procuratore	Polvani Lorenzo	supplente

schema gruppo FECS PARTECIPAZIONI SRL

	azionisti		Organo Amministrativo		Collegio sindacale / Revisore	
	nome	% possesso				
FECS PARTECIPAZIONI SRL	Foglieni Olivo	99,00%	Pala Ebelinda Antonella	Amministratore Unico	Garba Marco	Revisore
Aleco07: 64200 Attività delle holding	Pala Ebelinda Anonella	1,00%				
	livello					
STEMIN SPA	1 FECS PARTECIPAZIONI SRL	99,00%	Foglieni Olivo	Presidente del Cda	Rotagiuseppe	Presidente
Aleco: recupero e riciclaggio di rottami	Foglieni Olivo	1,00%	Pala Ebelinda Antonella	Vicepresidente	Benigni Gianangelo	effettivo
			Foglieni Jordan	Amministratore delegato	Carcassola Arturo	effettivo
			Altre cariche esecutive		Moschen Raffaele	supplente
			Tamagnini Guido	Procuratore	Coletto Nicola A.	supplente
RADIATORI 2000 SPA	1 FECS PARTECIPAZIONI SRL	99,00%	Foglieni Olivo	Presidente del Cda	Berta Giorgio	Presidente
Aleco: fabbricazione di radiatori e caldaie per riscaldamento	Pala Ebelinda Antonella	1,00%	Pala Ebelinda Antonella	Vicepresidente	Pasotti Paolo	effettivo
			Scaravaggi Arianna	Amministratore delegato	Locatelli Laura	effettivo
			Foglieni Jordan	consigliere	Nespoli Luigi	supplente
					Cristarella Vincenzo	supplente
RIDEA SRL	2 RADIATORI 2000 SPA	100,00%	Scaravaggi Arianna	Amministratore Unico		
Aleco: fabbricazione di radiatori e caldaie per riscaldamento						
CARAVAGGIO 2000 SRL	1 FECS PARTECIPAZIONI SRL	47,50%	Livio Giambattista	Presidente del Cda		
	PEGASUS SPA	47,50%	Galeazzi Angelo	consigliere		
	Grechi Pier Maurizio	5,00%	Olivo Foglieni	consigliere		

schema gruppo HBC SPA

	azionisti		Organo Amministrativo		Collegio sindacale / Revisore	
	nome	% possesso				
HBC SPA	BORGHI STEFANO	25,00%	Borghi Stefano	Presidente e A.D.	Passerini Patrizia	Presidente
(controlante)	BORGHI CARLA	25,00%	Erigo Eugenio	Consigliere	De Leo Domenico	effettivo
Ateco07: 64200 attività delle holding	CARROLI ALESSANDRA	16,67%	Carroll Carlo	Consigliere	Fanti Antonio	effettivo
CF 278000377	CARROLI CARLO	16,66%			Pedretti Barbara	supplente
	CARROLI CLAUDIA	16,67%			Battistini Alberto	supplente
					Simar Revisori Srl	soc. revisione
	livello					
SITE SPA	1 HBC SPA	100,00%	Borghi Stefano	Presidente e A.D.	De Leo Domenico	Presidente
Ateco07: 43290 Costruzione e installazione di impianti elettrici e di telecomunicazioni			Erigo Eugenio	Consigliere	Fanti Antonio	effettivo
CF 03983200373			Carroll Carlo	Consigliere	Passerini Patrizia	effettivo
					Pedretti Barbara	supplente
					Battistini Alberto	supplente
					Simar Revisori Srl	soc. revisione
INFOTEL SRL	2 SITE SPA	25,00%	Bellino Giancarlo	Presidente del CDA		
Ateco07: 43210 Installazione/riparazione impianti elettrici radio/TV	ALTRI	75,00%	Borghi Stefano	Consigliere		
CF 03052420043						

schema gruppo HB BOSCARINI SPA

					Mezzanotti Inde	procuratore speciale	Spiraci Raul	supplente
ITALIANA CORRUGATI SPA								
Aleco07: 22210	2	BOSCARINI ALVARO	37,30%	Boscarini Alvaro	Consigliere	Spiraci Simone	presidente	
		PEBO S.P.A.	20,00%	Boscarini Emanuele	Consigliere	Agostini Guido	effettivo	
Fabbricazione di lastre, fogli, tubi e profilati in materie plastiche	2	CENTRALTUBI S.P.A.	15,00%	Tomassello Luigi	Consigliere	Raggi Decio Amedeo	effettivo	
CF 1352900417	2	SAMI PLASTIC S.P.A.	11,00%			Giorgi Francesco Eugenio	supplente	
		BOSCARINI MARINA	7,70%			Spiraci Raul	supplente	
		BRUNETTINI MASSIMO	5,00%					
		MARONCELLI MARCO	4,00%					
FUTURA SPA	2	CENTRALTUBI SPA	50,00%	Boscarini Emiliano	Amministratore Unico	Grassi Gabriele	presidente	
Aleco07: 22200		BOSCARINI ALVARO	18,00%	Altre cariche esecutive		Raggi Decio Amedeo	effettivo	
Fabbricazione di articoli in materie plastiche		BOSCARINI EMILIANO	20,00%	Giovanoli Pier Augusto	procuratore	Giorgi Francesco Eugenio	effettivo	
CF 1177290416		ALTRI				Agostini Guido	supplente	
						Spiraci Simone	supplente	
LUCANIA RESINE SRL	3	ITALIANA CORRUGATI S.P.A.	38,00%	Boscarini Emanuele	Amministratore Unico	n.a	Collegio sindacale	
Aleco07: 22200	2	CENTRALTUBI S.P.A.	21,00%					
Fabbricazione di articoli in materie plastiche	3	FUTURA S.P.A.	9,50%					
CF 2232620415	2	PEBO S.P.A.	9,50%					
	2	ROTEC S.P.A.	9,50%					
	2	SAMI PLASTIC S.P.A.	7,50%					
	2	IRVOLINO FRANCESCO	2,50%					
		IRVOLINO LUIGI	2,50%					
SAB SPA	2	CENTRALTUBI SPA	54,00%	Boscarini Emiliano	Presidente del cda	Spiraci Simone	presidente	
Aleco07: 22210		BOSCARINI EMANUELE	16,00%	Boscarini Emanuele	Consigliere delegato	Ferrì Loreta	effettivo	
Fabbricazione di lastre, fogli, tubi e profilati in materie plastiche		ALTRI	30,00%	Giunti Pietro	Consigliere	Raggi Decio Amedeo	effettivo	
CF2138950411						Giorgi Francesco Eugenio	supplente	
						Agostini Guido	supplente	

schema gruppo GIAROS SRL

	azionisti	% possesso	Organo Amministrativo		Collegio sindacale / Revisore	
	nome					
GIAROS SRL	SOCIETA' ITALIANA DI REV. FIDUCIARIA SPA	90,00%	Tomasini Stefania	Amm. Unico	n.a.	Col. sindacale
Atecod7: 74150	SIMONAZZI GIUSEPPE	10,00%				
assunzione e gestione di partecipazioni						
	I fiduciari sono:					
	Fanelli Germano	51,00%				
	Fanelli Francesco	39,00%				
META SYSTEM GROUP SPA (consolidante)	1 GIAROS S.R.L.	83,33%	Fanelli Germano	Presidente del Cda	Verona Alessandro	Presidente
	BPU TRUST COMPANY TRUSTEE THE PAOLU	15,00%	Simonazzi Giuseppe	Consigliere Delegato	Bertolani Mauro	effettivo
Atecod2: 74150	SIMONAZZI GIUSEPPE	1,67%	Fanelli Francesco	Consigliere Delegato	Baldini Corrado	effettivo
assunzione e gestione di partecipazioni						
			Spada Roberto	Consigliere	Leoni Luigi	supplente
CF 01489190353			Shanichi Fabio	Consigliere	Ferrari Massa	supplente
					Fontanesi Martina	Revisore contabile
	livello					
META SYSTEM SPA	2 METASYSTEM GROUP SPA	90,20%	Simonazzi Giuseppe	Presidente del Cda	Bertolani Mauro	Presidente
Atecod7: 28110	LASAGNI CESARE	7,00%	Lasagni Cesare	Consigliere delegato	Giardi Massimo	effettivo
Fabbricazione di componenti elettronici						
			Guarnieri Sandro	Consigliere	Verona Alessandro	effettivo
CF 0271730350	SIMONAZZI GIUSEPPE	0,70%	Altre cariche esecutive		Ferrari Massa	supplente
			Sanicini Rodolfo	Procuratore	Leoni Luigi	supplente
NOGEME SRL	2 METASYSTEM GROUP SPA	48,50%	Caffi Alessandro	Presidente del Cda	n.a.	Col. sindacale
Atecod7: 682200 - Arnto e gestione di immobili propri	LASAGNI CESARE	21,00%	Lasagni Cesare	Consigliere Delegato		
CF 02010680359	SONCINI RODOLFO	19,50%	Simonazzi Giuseppe	Consigliere		
	CALFI ALESSANDRO	20,00%				
F.E.P. SRL	2 METASYSTEM GROUP SPA	51,00%	Fantuzzi Francesco	Presidente del Cda		
Atecod7: 256200 - Lavori di meccanica in genere			Fantuzzi Andrea	Consigliere		
CF 3925730370			Fantuzzi Marco	Consigliere delegato		
			Fantuzzi Monica	Consigliere delegato		

schema gruppo LUCEFIN SPA

		azionisti		Organo Amministrativo			Collegio sindacale / Revisore	
		nome	% possesso					
LUCEFIN SPA		BUZZI LUIGI	33,33%	Buzzi Luigi	Presidente Cda	Massironi Vittorio	Presidente	
(controllante)		RIVA CESARE	33,33%	Buzzi Giorgio	Consigliere	Sangiorgio Baldassarre	effettivo	
Atecod7: 64900 - Altre attività di servizi finanziari		BUZZI GIORGIO	12,92%	Riva Cesare	Consigliere	Mazzei Giuliana	effettivo	
CF 1535340986		RIVA MARCO	12,92%			Massironi Luca Matteo	supplente	
		BUZZI GIUSEPPINA	3,75%			Massironi Elena	supplente	
		RIVA MARIA PAOLA	3,75%			Agn Serca Snc	soc.revisore	
CO.MET ACCIAI SRL		LUCEFIN SPA	90,00%	Buzzi Giorgio	Presidente Cda	Fansoglio Angelo	Presidente	
Atecod7: 46721		TRAFILIX SPA	10,00%	Riva Cesare	Consigliere	De Iori Giampiero	effettivo	
Commercio all'ingrosso di minerali metalliferi, di metalli ferrosi e prodotti semilavorati				Ronchi Amalia	Consigliere	Massironi Luca Matteo	effettivo	
CF 2051610174						Massironi Elena	supplente	
						Mazzei Giuliana	supplente	
COSMO ACCIAI SRL		LUCEFIN SPA	50,51%	Buzzi Giorgio	Presidente Cda	Massironi Luca Matteo	Presidente	
46729 Commercio all'ingrosso di metalli		TRAFILIX SPA	48,51%	Ronchi Amalia	Consigliere	Massironi Elena	effettivo	
CF 1942260363		BUZZI GIORGIO	0,99%	Riva Cesare	Consigliere	Mazzei Giuliana	effettivo	
						Massironi Vittorio	supplente	
						Massironi Claudia	supplente	
TRAFILIX SPA		LUCEFIN S.P.A.	71,20%	Buzzi Luigi	Presidente del Cda	Massironi Vittorio	Presidente	
25620 Lavori di meccanica in generale su prodotti siderurgici		BUZZI LUIGI	14,52%	Rota Emilio	Consigliere	Massironi Luca Matteo	effettivo	
CF 366210177		SANGIORGIO ELVEZIA	14,28%	Sangiorgio Elvezia	Consigliere	Mazzei Giuliana	effettivo	
						Massironi Claudia	supplente	
						Massironi Elena	supplente	
TRE VALLI ACCIAI SPA		BUZZI LUIGI	24,76%	Buzzi Luigi	Presidente del Cda	Massironi Vittorio	Presidente	
24320 - Laminazione a freddo di nastri		BUZZI GIORGIO	13,67%	Pastorelli Innocenzo	Consigliere	Grandi Pietro	effettivo	

schema gruppo LUCEFIN SPA

CF									
1888340981		BUZZI GIUSEPPINA	13,67%	Ronchi Amalia	Consigliere	Lamberghini Domenico	effettivo		
	1	LUCEFIN S.P.A.	12,73%			Massironi Luca Matteo	supplente		
		TRA.ME.T. SPA	10,63%			Mazzei Giuliana	supplente		
		RONCHI MARIO	9,71%						
		PASTORELLI MICHELE	5,56%						
		RONCHI ALESSANDRO	3,38%						
		RIVA MARCO	2,09%						
		RIVA MARIA PAOLA	2,09%						
		RONCHI ELIO	1,42%						
		RONCHI EMILIANO	0,27%						

schema gruppo FRATELLI AVERNA SPA

	azioni	nome	% possesso	Organo Amministrativo		Collegio sindacale / Revisore	
FRATELLI AVERNA SPA		AVERNA ANNA MARIA	25,00%	Averna Annamaria	Presidente Cda	Donofrio Mario	Presidente
(controllante)		AVERNA FRANCESCO MARIA ROSARIO	25,00%	Averna Francesco Maria	Vicepresidente Cda	Mulone Angelo	effettivo
Aleco07: 11010		AVERNA FRANCESCO MARIA CLAUDIO	25,00%	Giannone Giuseppe	consigliere	Narbone Alessandro	effettivo
Disillazione, rettifica e miscelatura degli alcolici		AVERNA MARIA LUISA	25,00%	Pagliariello Giovanni Giuseppe	consigliere	Pilato Alessandro	supplente
CF 1272180066				Pisa Francesco	consigliere	Pilato Vincenza Eva	supplente
				Polizzi Angela Luisa	consigliere	Ria & Partners Spa	soc.revisione
				Rizza Francesca	consigliere		
				Ruggieri Vittorio	consigliere		
				Zangara Antonino	consigliere		
				<u>Altre cariche esecutive</u>			
				Lunetta Aldo	procuratore speciale		
				Averna Maria Luisa	procuratore		
				Dicistotajo Giovanni	procuratore		
CASONI FABBR. LIQUORI SPA	1	FRATELLI AVERNA S.P.A.	73,50%	Averna Francesco Maria C.	Consigliere	Donofrio Mario	Presidente
Aleco07: 11010		CASONI MARIO	19,50%	Averna Maria Luisa	Consigliere	Giurso Giovanni	effettivo
Disillazione, rettifica e miscelatura degli alcolici		SELF OWNED	7,00%	Averna Francesco Maria R.	Consigliere	Vellari Claudio	effettivo
CF 183050368				Genarini Alberto	Consigliere	Pilato Vincenza Eva	supplente
				Pagliariello Giovanni	Consigliere	Narbone Alessandro	supplente
				Casoni Mario	Presidente Cda	KPMG SPA	soc.revisione
				<u>Altre cariche esecutive</u>			
				Pizzi Luca	procuratore speciale		
				Mazzali Maurizio	procuratore speciale		
PERNIGOTTI SPA	1	FRATELLI AVERNA S.P.A.	99,00%	Averna Maria Luisa	Consigliere	Sivestri Carlo	Presidente
Aleco07: 10820		AVERNA ANNA MARIA	0,25%	Averna Francesco Maria	Consigliere	Donofrio Mario	effettivo
Produzione di cacao in polvere, cioccolato, caramelle e confetterie		AVERNA FRANCESCO MARIA ROSARIO	0,25%	Giurso Giovanni	Consigliere	Pilato Francesco	effettivo

schema gruppo FRATELLI AVERNA SPA

CF 151520061	AVERNA FRANCESCO MARIA CLAUDIO	0,25%	Gringoli Claudio	Consigliere	Cattaneo Franco	supplente
	AVERNA MARIA LUISA	0,25%	Pagliarello Giovanni	Consigliere	Zappelli Ettore	supplente
			Mignani Marco	Consigliere		
			Altre cariche esecutive			
			Avena Pagliarello Anna maria	Procuratore		
			Bennari Vittorio	Procuratore		
			Polizzi Avena Angela Luisa	Procuratore		
			Rizza Avena Francesca	Procuratore		
			Benvenuti Maurizio	Direttore Generale		
			De nardo Francesco	Responsabile		
ALIMENTA SRL	2 CASONI FABBR. LIQUORI SPA	80,00%	Schiavo Andrea	Amm. Unico	n.a.	Coll. sindacale
Aleco07: 11010 Distillazione e miscelatura di alcolici	COFIPIR SRL	20,00%				
CF 03660031212						

schema gruppo RABBIT SPA

		azionisti		Organo Amministrativo			Collegio sindacale / Revisore	
		nome	% possesso					
RABBIT SPA		PITTARELLO GIANNI	33,33%	Pitarello Gianni	Presidente del Cda	Greggio Massimo	Presidente	
(controlante)		PITTARELLO GIUSEPPE	33,33%	Pitarello Giuseppe	consigliere	Bertani Giovanni	effettivo	
Aleccod7: 68200		PITTARELLO LUCIO	33,33%	Pitarello Lucio	consigliere	Tassinato Gianfranco	effettivo	
Affitto e gestione di immobili di proprietà o in leasing						Beltin Daniele	supplente	
CF 02347500288						Martinioli Lorenzo	supplente	
						Mechini Agostino	Revisore contabile	
		livello						
CALZATURE PITTARELLO G.L.G. SPA		1 RABBIT SPA	100,00%	Pitarello Gianni	Consigliere	Martinioli Lorenzo	Presidente	
Aleccod7: 47720				Pitarello Giuseppe	Consigliere	Bertani Giovanni	effettivo	
Commercio al dettaglio di calzature e articoli in pelle				Pitarello Lucio	Consigliere	Tassinato Gianfranco	effettivo	
CF 01721710281						Beltin Daniele	supplente	
						Greggio Massimo	supplente	
PITTARELLO DIFFUSION SPA		1 RABBIT SPA	100,00%	Pitarello Giuseppe	consigliere	Martinioli Lorenzo	Presidente	
Aleccod7: 46495				Pitarello Lucio	consigliere	Bertani Giovanni	effettivo	
Commercio all'ingrosso di articoli in pelle				Pitarello Gianni	consigliere	Tassinato Gianfranco	effettivo	
CF 02067140281						Greggio Massimo	supplente	
						Menegazzo Flavio	supplente	
PUNTO 4 SRL		1 RABBIT SPA	100,00%	Pitarello Giuseppe	consigliere	Greggio Massimo	Presidente	
Aleccod7: 47721				Pitarello Lucio	consigliere	Bertani Giovanni	effettivo	
Commercio al dettaglio di calzature e accessori				Pitarello Gianni	consigliere	Tassinato Gianfranco	effettivo	
CF 01904020284						Beltin Daniele	supplente	
						Martinioli Lorenzo	supplente	
ARREDAMENTI MORENA SRL		1 RABBIT SPA	100,00%	Pitarello Giuseppe	consigliere	n. d.	Coll. sindacale	

Ateco07: 47721					Pitarello Lucio	consigliere		
Commercio al dettaglio di calzature e accessori					Pitarello Gianni	consigliere		
CF 0269750303								
EASY LIGHT SRL	2	ARREDAMENTI MORENA SRL	100,00%		Pitarello Giuseppe	consigliere		
Ateco07: 47721					Pitarello Lucio	consigliere		
Commercio al dettaglio di calzature e accessori					Pitarello Gianni	consigliere		
CF 04005620283								

4. BIBLIOGRAFIA

ALBET J., *Guida pratica alla corporate governance*, edizione italiana a cura di S. Modena e A. Scafidi, Egea, Milano, 2005.

ASSONIME, *Direzione e coordinamento di società. Profili di organizzazione e responsabilità del fenomeno gruppo*, Circolare n. 44, 2006.

AZZALI S., *Gruppi aziendali e tutela degli interessi istituzionali*, in *Pratica Contabile*, n. 7, 2007.

BALCONI M. – MOISELLO A., MUTINELLI M., *La fine della polarizzazione: le caratteristiche e la crescita dei gruppi medi italiani*, *Economia e Politica Industriale*, n. 97, pp. 25-77.

BARCA F. e altri, *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994.

BARTH E. – GULBRANDSEN T. – SCHONE P., *Family ownership and productivity: the role of owner-management*, *Journal of Corporate Finance*, 2005, n. 11, pp. 107-127.

BECHT – JENKINSON – MAYER, *Corporate governance: an assessment*, in *Oxford review of Economic Policy*, vol. 21, n. 2, 2005.

BERLE A. A. – MEANS G. C., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

BERTA G. (a cura di), *La tutela dei soci*, Giappichelli Editore, 2008.

BERTA G., *Governance delle società di capitali*, Maggioli Editore, 2005.

BIANCHI R. – BRIOSCHI M. S. – CAINELLI G., *Struttura e localizzazione dei gruppi di imprese in Emilia Romagna*, 1999.

BORSA ITALIANA SPA, *Codice di Autodisciplina per le società quotate*, 2006.

BOURNE N., *Corporate governance in the UK and Overseas*, *Business Law Review*, November 2007, pp. 292-298.

BOZEC Y. – ROUSSEAU S. – LAURIN C., *Law of incorporation and firm ownership structure: the law and finance theory revisited*, *Internation Review of law and Economics*, 2008, n.28, pp. 140-149.

CAINELLI G. – IACOBUCCI D., *I gruppi d'impresa e le nuove forme organizzative del capitalismo locale italiano*, *L'industria*, n. 2, 2005, pp. 237-253.

CARVER J., *A theory of corporate governance. Finding a new balance for boards and their CEOs*, *Corporate Board Member*, April 2001.

CARVER J., *The promise of governance theory: beyond codes and best practices*, *Corporate Governance Review*, vol. 15, n. 6, November, 2007.

CIAMPOLI G., *I "vantaggi compensativi" nei gruppi di società*, in *Le Società* n. 2, 2005.

CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile*, VIII edizione, Cedam, Padova, 2007.

CNDC, *Il bilancio consolidato*, Documento n. 17 della Commissione per la statuizione dei principi contabili, 1983.

COASE R., *The nature of the firm*, *Economica*, 1937, pp. 386 – 405.

COFFEE J., *Privatization and corporate governance: the lessons from Securities market failure*. Working paper n. 158. Columbia Law School, New York, 2000.

COLOMBI S., *La holding e il gruppo d'impresa*, Maggioli Editore, 2006.

CORNELL B.- LIU Q., *The parent company puzzle: when is the whole worth less than one parts?*, *Journal of Corporate Finance*, 2001, n. 7, pp. 341-366.

DAHYA J.- DIMITROV O. – McCONNELL J.J., *Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis*, *Journal of Financial Economics*, 2008, n.87, pp.73-100.

DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005.

DAVIES J.R. – HILLIER D. – McCOLGAN P., *Ownership structure, managerial behaviour and corporate value*, *Journal of Corporate Finance*, 2005, n. 11, pp. 645-660.

DEANGELO H. – DEANGELO L., *The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem*, *Journal of Financial Economics*, n. 79, 2006, pp. 293-316.

DE MIGUEL A.- PINDADO J., *Determinants of capitals structure: new evidence from Spanish panel data*, *Journal of Corporate Finance*, 2001, n. 7, pp. 77-99.

DENIS D. J. - OSOBOV I., *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, *Journal of Financial Economics*, 2008, n.89, pp.62-82.

DESAI M. A. – DYCK A. - ZINGALES L., *Theft and taxes*, *Journal of Financial Economics*, 2007, n. 84, pp. 591-623.

DEMSETZ H. – VILLALONGA B., *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance*, 2001, n. 7, pp. 209-233.

DI TORO P., *Sul governo dell'azienda gruppo*, Cedam, 2004.

DOIDGE C. – KAROLYI G. A. – STULZ R. M., *Why do countries matter so much for corporate governance ?*, *Journal of Financial Economics*, 2007, n. 86, pp. 1-39.

DONALDSON L. – DAVIS J. H., *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*, *Australian Journal of Management*, 16, 1, June, 1991, pp. 49-65.

EISENHARDT K. M., *Agency theory: an assessment and review*, *The Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, January, 1989, pp. 57-74.

FACCIO M. – LANG. L., *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n. 3, 2002, pp. 365-395.

FAMA E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

FAMA E. F. – JENSEN M. C., *Separation of ownership and control*, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, 1983.

FAVA I., *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in *Le Società* n. 9, 2003.

FELLEGARA A. M. - MARCHINI P. L. - TIBILETTI V. – D'ESTE C., *L'attività di direzione e coordinamento nelle imprese italiane*, in *Amministrazione & Finanza* n. 3, 2007, Ipsoa.

FERRARINI G., *Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy*, ECGI working paper n. 29/2005.

FONDAZIONE ARISTEIA, *Direzione e coordinamento di società nella riforma del diritto societario*, Documento n. 35 ottobre 2003.

FONTRODONA J. – SISON A.J.G., *The nature of the firm, agency theory of shareholder theory, a critique from philosophical anthropology*, *Journal of Business Ethics*, 2006, n.66, pp. 33-42.

FREEMAN R.E., *Strategic management – A stakeholder approach*, Boston, Pitman Publishing, 1984.

GALAI D. – WIENER Z., *Stakeholders and the composition of the voting rights of the board of directors*, *Journal of Corporate Finance*, 2008, n. 14, pp. 107-117.

GALGANO F., *Diritto Commerciale*, XIV edizione, Zanichelli, Bologna, 2004.

GHINI A., *I riflessi delle direttive di gruppo sui bilanci delle controllate*, in *Le Società* n. 4, 2006.

GIACOMELLI S. – TRENTO S., *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, BANCA D'ITALIA, 2005.

GILLAN S. L. – MARTIN J. D., *Corporate governance post-Enron: Effective reforms, or closing the stable door?*, *Journal of Corporate Finance*, 2007, n. 13, pp. 929-958.

GILLAN S. L., *Recent developments in corporate governance: an overview*, *Journal of Corporate Finance*, 2006, n. 12, pp. 381-402.

GOERGEN M. – RENNEBOOG L., *Contractual corporate governance*, *Journal of Corporate Finance*, 2008, n. 14, pp. 166-182.

JOHNSON S. – LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A., *Tunnelling*, American Economic Review Papers and Proceedings n. 90, 2000, pp. 22-27.

HART O., *Corporate governance: some theory and implications*, The Economic Journal, May 1995, n.105, pp. 678-689.

HERMALIN B.E., *Trends in corporate governance*, The Journal of Finance, vol. LX, n. 5, October, 2005, pp. 2351-234.

JENSEN M. C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, n. 76, May, 1986, pp. 323-329.

JENSEN M. C., *Organization theory and methodology*, The Accounting Review, vol. 58, n. 2, April, 1983, pp. 319-339.

JENSEN M. C. – MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, v. 3, n. 4, pp. 305-360.

KROSZNER R. S. – LAEVEN L. – KLINGEBIEL D., *Banking crises, financial dependence, and growth*, Journal of Corporate Finance, 2007, n. 84, pp. 187-228.

LAEVEN L. – LEVINE R., *Complex ownership structure and corporate valuations*, The review of Financials studies, 2008, vol. 21, n. 2, pp. 579-603.

LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, The Journal of Finance, vol. 54, n. 2, April, 1999, pp. 471-517.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, n. 54, 1997, pp. 1131-1150.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Law and finance*, Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, 1998, pp. 1113-1155.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, n. 58, 2000, pp. 3-27.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A. – VISHNY R., *The quality of government*, Journal of Law, Economics and Organization, n. 15, 1999, pp. 222-279.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – VISHNY R., *Agency problems and dividend policies around the world*, Journal of Finance, n. 55, 2000, pp. 1-33.

LOPEZ DE FORONDA O. – LOPEZ INTURRIAGA F.J. – SANTAMARIA MARISCAL M., *Ownership structure, sharing of control and legal framework: international evidence*, Journal compilation, November 2007, vol. 15, n.6, pp.1130-1143.

MALLIN C. A., *Corporate governance (second edition)*, Oxford University Press Inc., New York, 2007.

MCCARTHY D. J. – PUFFER S. M., *Interpreting the ethicality of corporate governance decisions in Russia: utilizing integrative social contracts theory to evaluate the relevance of agency theory norms*, Academy of Management Review, January, 2008, vol. 33, n. 1, pp.11-31.

MONTALENTI P., *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, Giurisprudenza Commerciale, 1995.

MONTALENTI P., *I gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002.

MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2007, 2-3, Giuffré Editore.

MORO VISCONTI R., *Transfer price e corporate governance nei gruppi d'impresa*, in *Impresa c.i.*, n. 2, del 28.02.1999, p. 189.

NOMISMA, *Solidità organizzativa e posizionamento competitivo dei gruppi industriali di piccole e medie dimensioni*, Dicembre, 1998.

OECD, *Modern company law problems: a European perspective*, 2000.

PARUM E., *Corporate governance and corporate identity*, *Corporate Governance Review*, vol. 14, n. 6, November, 2006.

RAJAN R.G.- ZINGALES L., *Power in a theory of the firm*, *The Quarterly Journal of Economics*, May 1998, pp. 387-432.

REEB D., *Ownership structure and corporate decision-making*, *Journal of Economics and Business*, 2007, n.59, pp. 355-357.

RITTATORE VONWILLER A. – IPPOLITO M., *I gruppi societari*, Giuffré, Milano, 2005.

RORDORF R., *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 5, 2004.

RUGGIERO C., *Responsabilità da direzione e coordinamento del "socio tiranno" per insolvenza della società del gruppo*, in *Le Società* n. 5, 2005.

SACCHI R., *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2003.

SALAFIA V., *La responsabilità della holding verso i soci di minoranza delle controllate*, in *Le Società* n. 1, 2004.

SALAFIA V., *Profili di responsabilità nel controllo legale dei conti di società e gruppi*, in *Le Società* n. 4, 2005.

SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, IX versione, 1978.

SHLEIFER A. – VISHNY R. W., *A survey of corporate governance*, Working Paper 5554, NBER Working Paper, Cambridge, April, 1996.

VILLALONGA B. – AMIT R., *Family control of firms and industries*, forthcoming, 2008.

WEI J.K.C. – ZHANG Y., *Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis*. *Journal of Corporate Finance*, 2008, n. 14, pp. 118-132

WILLIAMSON O.E., *Corporate finance and corporate governance*, *The Journal of Finance*, July 1988, vol.43, n.3, pp. 567- 591.

WILLIAMSON O.E., *The theory of the firm as governance structure: from choice to contract*, *Journal of Economic Perspectives*, Summer 2002, vol. 16, n.3, pp. 171-195.

WILLIAMSON O.E., *Markets and hierarchies: some elementary considerations*, *Organization forms and internal efficiency*, May 1973, vol.63 . n.2, pp. 316-325.

ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, Egea, 2000.

ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, 2006.

ZATTONI A., *I gruppi di imprese*, Sviluppo & Organizzazione, n. 164, 1997, pp. 47-63.

ZATTONI A. – CUOMO F ., *Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives*, Corporate Governance Review, January 2008, vol. 16, n. 1, pp. 1-15.

5. RINGRAZIAMENTI

Si conclude con questa tesi il mio dottorato di ricerca presso l'Università degli Studi di Bergamo e, più in generale, credo si concluda una fase della mia vita.

Poiché non l'ho fatto nelle mie precedenti tesi di laurea, triennale e specialistica, voglio ringraziare tutti coloro che ho incontrato durante questo mio percorso universitario iniziato nel 2000.

In particolare il mio pensiero va certamente agli amici, prima ancora che compagni di corso, con i quali ho condiviso i primi cinque anni di studi. Non posso non citarne alcuni veramente importanti per me: Gian Luca, Vittorio, Francesca, Elisa e Simone.

Durante il triennio di dottorato ho avuto l'ulteriore fortuna di studiare, lavorare e condividere esperienze con alcune persone di alto profilo; grazie a Sara, Fabio, Emilio e Mirko, ma soprattutto, un particolare ringraziamento lo devo a Cristina.

Un doveroso ringraziamento al prof. Angelo Miglietta che mi ha permesso di approcciare il mondo accademico affinché potessi scoprirne la realtà e confrontarmi con esso.

Ringrazio molto anche il dott. Giorgio Berta che mi ha coinvolto in tanti progetti e nella stesura del proprio libro, accendendo il mio interesse per il tema della governance dei gruppi societari.

Infine, un enorme ringraziamento, e so che non sarà mai grande abbastanza, a tutta la mia famiglia, in particolare a mia sorella ed ai miei genitori: siete le mie fondamenta.

Luisa, non avrei certamente finito questa tesi senza il tuo sostegno. Grazie per avermi sempre spronato a dare il meglio, per la pazienza che hai dimostrato e per non avermi fatto pesare il tempo che ho dovuto sottrarti per concludere questo percorso.

Riccardo