

Presentazione

Gli scritti contenuti in questi due volumi sono dedicati al ricordo di Michele Sandulli, alla Sua figura di attento e profondo studioso del diritto societario e del diritto concorsuale, di guida sempre premurosa e stimolante per i Suoi numerosi allievi, di professionista di alto livello e, soprattutto, di uomo integerrimo, colto e buono, che ha lasciato non soltanto nella Sua amata famiglia ma in tutti coloro che hanno avuto la fortuna di conoscerlo e di essere onorati della Sua amicizia il grande rimpianto per la Sua prematura scomparsa.

Michele Sandulli si formò quale profondo conoscitore delle discipline societarie e concorsuali nell'Università degli Studi di Napoli "Federico II", dove si laureò a pieni voti nel 1964 e dove percorse i vari gradi della carriera universitaria, iniziando nella Facoltà di Giurisprudenza e proseguendo nella Facoltà di Economia e Commercio sino alla nomina, nel 1980, di professore straordinario di diritto fallimentare e quindi di professore ordinario della stessa materia sino al 1996; ebbe ad insegnare il diritto commerciale nella Facoltà di Economia e Commercio dell'Università degli Studi di Cassino, il diritto fallimentare nella Facoltà di Economia e Commercio presso la Seconda Università degli Studi di Napoli, il diritto fallimentare e il diritto commerciale presso la Facoltà di Economia "F. Caffè" nell'Università di Roma Tre, dove venne infine chiamato quale professore ordinario a ricoprire la cattedra di diritto commerciale presso la stessa Facoltà di Economia e dove insegnò anche quale titolare della cattedra di diritto fallimentare. Fondamentale nella Sua formazione scientifica e professionale è stata la profonda vicinanza con uno dei grandi Maestri del diritto commerciale: Gustavo Minervini.

Nel 2014 la lunga e proficua dedizione agli studi, la brillante carriera universitaria e la fattiva partecipazione ai momenti salienti della vita delle Università nelle quali aveva svolto il Suo insegnamento gli valsero il conferimento del titolo di professore emerito.

Le pubblicazioni di Michele Sandulli sono innumerevoli. La Sua profonda conoscenza delle discipline concorsuali, maturata negli anni '70 nelle monografie in tema di onerosità e gratuità dell'attribuzione applicate alla materia concorsuale, si è dispiegata negli innumerevoli saggi e articoli degli anni successivi, nei manuali, nella partecipazione e nella direzione di opere collettanee, che hanno costituito punto sicuro di riferimento per gli studiosi di questa materia. Ma i Suoi interessi hanno toccato innumerevoli temi del diritto commerciale; basti ricordare, tra gli altri, il contratto di appalto, il collegio sindacale, le obbligazioni di società, la cambiale, i contratti della P.A., i rapporti consortili, la ricostruzione post-sismica, i soci di s.p.a., l'amministrazione straordinaria delle banche, gli enti locali in dissesto, l'assemblea di s.p.a., lo scioglimento delle società. E significativo è stato il Suo contributo nella elaborazione interpretativa delle riforme delle società di capitali e della legge fallimentare. La Sua capacità di cogliere i punti salienti dei temi giuridici trattati, lo stile chiaro e conciso, la capacità di ragionamento mai assertivo ma costantemente aperto

a darsi conto anche delle opinioni diverse e a volte confliggenti lo hanno sempre reso autore ascoltato ed influente.

Michele Sandulli ha d'altronde sempre avuto un tratto signorile, pur nella fermezza dei propri convincimenti, che gli ha consentito di affermarsi anche nella professione forense e nella gestione dei numerosi e prestigiosi incarichi professionali. Era una guida sicura, che non imponeva ma convinceva. Questi tratti della Sua personalità lo hanno reso anche "uomo delle istituzioni", che nel corso degli anni ha servito con impegno e dedizione, animato sempre e solo da spirito di servizio. Michele Sandulli ha infatti svolto una lunga attività politica ed ha ricoperto delicati incarichi in società pubbliche, mettendo tutta la propria competenza ed il proprio entusiasmo a disposizione della collettività.

Ognuno di noi ha ricordi particolari di Michele, ma tutti sono accomunati nel sentimento di sincero affetto che pervadeva i nostri incontri, nella serenità che scaturiva dal sottile filo di pacata ironia che costituiva il tratto saliente del Suo carattere. Ci ha lasciato un Maestro, un uomo vero, un amico che non dimenticheremo mai.

Alberto AMATUCCI
Amedeo BASSI
Domenico BUONOMO
Ciro CACCAVALE
Giustino DI CECCO
Francesco FIMMANÒ
Antonia IRACE
Alberto JORIO
Federico MARTORANO
Andrea PACIELLO
Mario PORZIO
Marilena RISPOLI
Nicola ROCCO DI TORREPADULA
Vittorio SANTORO
Domenico SPAGNUOLO
Paolo VALENSISE

CRISI E INSOLVENZA

Federico Alvino e Luigi Lepore

La tutela degli investitori de jure e de facto nella relazione fra corporate governance e crisi d'impresa

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La *corporate governance*, il valore e la crisi d'impresa. – 2.1. Le interazioni fra *corporate governance* interna e istituzionale. – 3. La separazione fra la proprietà e il controllo e i conflitti di agenzia. – 4. La *Institutional based view*. – 5. La protezione *de jure* e *de facto* degli investitori. – 5.1. L'efficienza dei sistemi giudiziari come misura della *de facto protection*. – 6. Conclusioni.

1. – Il lavoro esposto in queste pagine si colloca in maniera trasversale rispetto alla tematica della crisi d'impresa, approfondendo il ruolo del quadro normativo e del *law enforcement* nella tutela degli investitori nel capitale di rischio e di credito delle imprese. Il contributo analizza, in altri termini, il tema della prevenzione del *free riding* e dei comportamenti opportunistici posti in essere dal *top management* e dagli azionisti dominanti a danno delle minoranze e dei creditori, con l'obiettivo di provare ad offrire spunti di riflessione per un ragionamento più ampio sul ruolo della riforma del quadro normativo che ha ad oggetto la gestione delle fenomenologie patologiche aziendali¹.

Come ampiamente sostenuto in letteratura, la qualità della protezione degli investitori che il *setting* istituzionale di un Paese è capace di offrire costituisce un'importante variabile di *governance* aziendale e, dunque, indirettamente rappresenta una determinante delle *performance* d'impresa e del *financial distress* (La Porta *et al.*, 1997; La Porta *et al.*, 2000; Polsiri e Sookhanaphibarn, 2009)².

La portata della tutela giuridica di cui possono beneficiare i portatori del capitale in un Paese dipende dalla sintesi di due elementi, ossia dalla qualità del quadro normativo e dal

¹ Il presente lavoro trae spunto dal contributo presentato al Workshop *Emerging Insolvency. Legge Delega per la riforma della Crisi d'impresa*, organizzato dal Centro Studi Giuridici ed Economici dell'impresa Alta Irpinia e da Confindustria di Avellino in ricordo del Professore Michele Sandulli. Il tema della protezione degli investitori e i risultati di alcune ricerche empiriche condotte negli anni passati intorno a questo tema sono stati oggetto di stimolanti scambi di opinioni con il Professore che qui si vuole ringraziare per gli interessanti spunti e le considerazioni offerte.

² LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Legal determinants of external finance*, in *Journal of Finance*, 52(3), 1997, 1131-1150; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Investor protection and corporate governance*, in *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, 3-27; POLSIRI P., SOOKHANAPHIBARN K., *Corporate distress prediction models using governance and financial variables: evidence from Thai listed firms during the East Asian economic crisis*, in *Journal of Economics and Management*, 5(2), 2009, 273-304.

*law enforcement*³. La prima definisce quella che nella letteratura internazionale è stata definita “*de jure protection*”, mentre la seconda contribuisce ad esprimere il livello di “*de facto protection*” (Dahya *et al.*, 2008)⁴. In altri termini, come ampiamente sostenuto in quello che viene definito “approccio giuridico” alla *corporate governance* (La Porta *et al.*, 2000)⁵, per garantire la protezione degli investitori è importante *in primis* che il quadro legislativo di un Paese definisca adeguatamente e analiticamente i diritti degli investitori (creditori e azionisti); in secondo luogo, è ugualmente necessario che il contesto istituzionale ed, in particolare, il sistema giudiziario proteggano adeguatamente questi diritti, garantendo un *law enforcement* efficace⁶.

Com'è evidente, la tutela *de jure* e *de facto* dell'investitore è fondamentale anche e, forse, soprattutto quando la crisi d'impresa si palesa e lo stato di insolvenza rende concreto il timore di creditori ed azionisti di non recuperare il capitale investito. In tal senso, dunque, diviene indispensabile che nel disegno e nell'implementazione delle disposizioni normative in materia di crisi d'impresa si dia la necessaria rilevanza all'esplicitazione analitica del quadro dei diritti e dei poteri dei creditori e degli azionisti, definendo chiaramente procedure e ripartizioni di competenze fra organi e soggetti coinvolti. Ciò risulta fondamentale al fine di garantire l'efficienza del *setting* istituzionale⁷ posto a presidio della gestione e della risoluzione della crisi d'impresa.

Innovazioni interessanti nella direzione delineata sembrano venire dalla l. 19 ottobre 2017, n. 155 con cui il Parlamento ha delegato il Governo a riformare le discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Nell'ambito del presente lavoro, al fine di provare a chiarire il ruolo giocato dalla *de jure* e dalla *de facto protection* con riferimento alla crisi d'impresa, si è provveduto dapprima ad inquadrare il tema della crisi nella prospettiva economico-aziendale, per poi focalizzare l'attenzione sul governo delle imprese e sulla interazione fra *setting* istituzionale e meccanismi di *governance* interna, formulando infine delle riflessioni in merito alle novità introdotte dal provvedimento normativo citato.

³ Come affermato da LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2): “*Enforcement of laws is as crucial as their contents*”. Coerentemente, ANDERSON A., GUPTA P.P., *A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: do financial structure and the legal system matter*, in *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(2), 2009, 61-79, affermano quanto di seguito: “*investor rights are meaningless when commercial laws in a country are either weak or the quality of their enforcement is poor*”.

⁴ DAHYA J., DIMITROV O., MCCONNELL J.J., *Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 87(1), 2008, 73-100.

⁵ LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2).

⁶ In tal senso, l'efficienza dei sistemi giudiziari può svolgere un ruolo essenziale quale meccanismo esterno o istituzionale di *corporate governance*, limitando l'espropriazione degli azionisti di minoranza e dei creditori ad opera degli azionisti di controllo o del *top management* (LEPORE L., PAOLONE F., PISANO S., ALVINO, F., *A cross-country comparison of the relationship between ownership concentration and firm performance: does judicial system efficiency matter?*, in *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 2017, 321-340).

⁷ Per *setting* istituzionale si intende il complesso sistema delle regole, degli istituti, degli organi e dei soggetti preposti alla gestione ed alla risoluzione della crisi d'impresa, nell'ottica della tutela dei portatori d'interessi.

2. – Il concetto di crisi d'impresa rappresenta oggetto di ricerca empirica e teorica ormai da diversi decenni, sia nella letteratura nazionale che in quella internazionale. Lo studio di tale fenomenologia riprende fervore ogni qual volta una crisi economico-finanziaria globale diventa manifesta e gli effetti raggiungono dimensioni preoccupanti, fino al punto che alle riflessioni dottrinali si affianca l'attenzione dei media e, dunque, quella dell'opinione pubblica (Danovi e Indizio, 2012)⁸.

Lo studio del tema è stato affrontato da prospettive differenti, riconducibili principalmente alle scienze economiche e giuridiche. Nell'ambito delle ricerche di matrice economica, a livello macro, l'enfasi è stata posta prevalentemente sulle caratteristiche degli assetti istituzionali dei sistemi paese, sui regimi politici, sulla dinamica dei fattori ambientali, sulle variabili che definiscono le dotazioni infrastrutturali e la *governance* esterna delle imprese. Rappresentano oggetto di studio in questa prospettiva le caratteristiche e le derivate funzionalità dei mercati del capitale, l'efficienza dei sistemi giudiziari, il *law enforcement*, la disponibilità e i costi delle materie prime, l'evoluzione tecnologica, ecc. (Anderson e Gupta, 2009; Lepore *et al.*, 2017, 2018)⁹.

Nell'ambito, invece, degli studi di matrice aziendalistica, l'attenzione degli studiosi si è concentrata sulla definizione del concetto di crisi, sulla codificazione delle possibili cause, sull'impostazione e sulla realizzazione delle strategie di risanamento o, ancora, sui sistemi di previsione e diagnosi (Danovi e Indizio, 2012)¹⁰. Spesso, inoltre, il fenomeno della crisi è stato indagato in maniera concomitante rispetto a quello del risanamento. In tale ambito, cioè, la crisi è stata intesa come incapacità sistematica di creare valore da parte dell'azienda, il risanamento, invece, in modo speculare, è stato inteso come rigenerazione delle condizioni necessarie per la creazione del valore (Guatri, 1996)¹¹.

L'ultima prospettiva di analisi, non per questo la meno importante, nell'ambito della quale la produzione scientifica si è sviluppata, è quella giuridica. In questa sfera, tuttavia, il fenomeno è stato spesso inquadrato con lo stadio terminale del processo degenerativo che qualifica la crisi d'impresa nella prospettiva aziendalistica, ossia con lo stato di dissesto, *default* o bancarotta. Tale approccio fa principalmente riferimento agli strumenti legislativi e alle prassi utilizzate per la gestione delle situazioni di crisi, con finalità liquidatoria del complesso aziendale o di prosecuzione della vita del medesimo.

Nell'ambito della dottrina economico-aziendale italiana, l'accoglimento della concezione sistemica dell'azienda (Amaduzzi, 1972; Bertini, 1990)¹² ha consentito numerosi approfondimenti della crisi d'impresa. L'utilizzo di tale approccio consente di evidenziare alcune condizioni di funzionalità aziendale fondamentali alla comprensione e all'analisi

⁸ DANOVÌ A., INDIZIO G., *Il binomio crisi e risanamento d'impresa*, in DANOVÌ A., QUAGLI A., *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Ipsoa, Milano, 2015.

⁹ ANDERSON A., GUPTA P.P. (cfr. nota 3); LEPORE *et al.*, 2017 (cfr. nota 6); LEPORE L., PAOLONE F., CAMBREA D.R., *Ownership structure, investors' protection and corporate valuation: the effect of judicial system efficiency in family and non-family firms*, in *Journal of Management and Governance*, 2018.

¹⁰ DANOVÌ A., INDIZIO G., 2012 (cfr. nota 8).

¹¹ GUATRI L., *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1996.

¹² AMADUZZI A., *Il sistema aziendale e i suoi sottosistemi*, in *Riv. it. ragioneria e di economia aziendale*, n. 1, 1972; BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990.

del concetto di crisi nella prospettiva economico-aziendale. Secondo Zappa (1956)¹³ l'azienda è un insieme di elementi che si sviluppano nella continuità. Le interrelazioni tra i diversi elementi possono causare lo svilupparsi di una disfunzione patologica che innesca reazioni a catena, fino a determinare un progressivo indebolimento delle condizioni di equilibrio dell'impresa e, dunque, la crisi. Le disfunzioni traggono origine dall'incapacità dell'azienda di adattarsi alle mutevoli condizioni che si verificano al suo interno e nell'ambiente di cui è parte integrante. La crisi d'impresa, quindi, rappresenta uno stato fisiologico e, spesso temporaneo, che può formarsi nel dinamico divenire della vita aziendale (Ferrero, 1987)¹⁴. I fenomeni disfunzionali possono svilupparsi in una qualunque area aziendale e non tramutarsi in una crisi vera e propria se, attraverso misure correttive, viene ripristinata la condizione di equilibrio.

Nell'ambito della letteratura internazionale, similmente, il concetto di crisi viene utilizzato per indicare tensioni patologiche aziendali, anche qui di natura fisiologica, legate all'assenza di redditività, alla mancanza di economicità nella gestione e, in ultimo, alla conseguente incapacità dell'azienda di far fronte ai propri debiti.

In sintesi, quindi, nelle scienze aziendali la crisi è intesa come una delle possibili espressioni della *performance* aziendale, fra l'altro, fisiologicamente connaturata alla vita duratura dell'azienda.

Le tre prospettive di analisi di cui si diceva sopra si sono ovviamente contaminate vicendevolmente, dando avvio a filoni di ricerca particolarmente interessanti. Ne è un esempio quella ricerca che si è posta l'obiettivo di indagare quali possano essere i fattori determinati del *financial distress*, guardando non solo alle dinamiche e, dunque, alle variabili strettamente finanziarie, bensì estendendo l'analisi anche alle variabili di *governance* interna ed istituzionale e alle pratiche manageriali (Daily e Dalton, 1994a, 1994b; Polsiri e Sookhanaphibarn, 2009; Wang e Deng, 2006; Lee e Yeh, 2004; Adnan Aziz e Dar, 2006; Grant e Visconti, 2006)¹⁵. Nell'ambito di quest'ultimo filone si colloca il presente contributo.

Il governo delle imprese, o *corporate governance*, da sempre rappresenta un fenomeno d'interesse per l'accademia. Tale tema, tuttavia, ha assunto maggiore rilevanza nel momento in cui le dimensioni aziendali si sono accresciute, si è avvertita la necessità di svolgere i *business* aziendali attraverso la creazione di compagini societarie e si è cominciata a manifestare la necessità di delegare l'attività di gestione a soggetti esterni dotati delle necessarie competenze. Nel corso del ventesimo secolo, poi, il fenomeno ha conosciuto un rapido sviluppo conseguente alla nascita delle società a responsabilità limitata, allo sviluppo dei

¹³ ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1956.

¹⁴ FERRERO G., *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, 1987.

¹⁵ DAILY C.M., DALTON D.R., *Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure*, in *Academy of Management Journal*, 37(6), 1994a, 1603-1617; DAILY C.M., DALTON D.R., *Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment*, in *Strategic Management Journal*, 15(8), 1994b, 643-654; cfr. nota 2; WANG Z.J., DENG X.L., *Corporate governance and financial distress: Evidence from Chinese listed companies*, in *Chinese Economy*, 39(5), 2006, 5-27; LEE T.S., YEH Y.H., *Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan*, in *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 2004, 378-388; ADNAN AZIZ M., DAR H.A. *Predicting corporate bankruptcy: where we stand?*, in *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(1), 2006, 18-33; GRANT R.M., VISCONTI M., *The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals*, in *Long Range Planning*, 39(4), 2006, 361-383.

mercati finanziari, alla separazione fra proprietà e controllo delle *public company* anglosassoni, al crescente interesse delle comunità accademiche del mondo, ecc.

La *corporate governance* può essere intesa, almeno in una prima accezione, come l'attività di governo dell'impresa, ossia l'insieme di sistemi, regole e meccanismi – interni ed esterni – che definiscono le modalità di azione delle imprese. Nonostante il tema sia oggetto di attenzione da parte della ricerca accademica e degli operatori del settore ormai da svariati decenni, è evidente che non esiste una definizione univoca del concetto. I diversi studiosi che si sono occupati del tema hanno formulato definizioni che differiscono fra loro sia per la varietà di soggetti, organi societari e meccanismi coinvolti, sia per l'ampiezza degli interessi che tali meccanismi devono tutelare (Zattoni, 2004a)¹⁶.

In una concezione ristretta di *corporate governance*, la stessa riguarda i meccanismi di governo interni all'impresa, per esempio il consiglio d'amministrazione, e considera esclusivamente gli interessi dei portatori del capitale di rischio. Le istanze avanzate dagli altri *stakeholder* sono intese esclusivamente come vincoli esterni all'azione aziendale. La concezione allargata, invece, amplia il suo spettro a tutti i soggetti che in diverso modo sono interessati alle sorti aziendali e a tutti i meccanismi, aziendali ed istituzionali, che condizionano il governo aziendale e la capacità di creare valore. In quest'accezione di *governance*, l'attività d'impresa si caratterizza per la naturale concorrenza alla ripartizione del valore di diverse categorie di soggetti, i quali, partecipando in diversi modi all'attività aziendale, esigono adeguate ricompense in cambio del proprio contributo. Gli interessi degli *stakeholder*, dunque, devono essere sistematicamente contemperati dalla *governance* che deve essere in grado di limitare eventuali comportamenti opportunistici dei soggetti che esercitano il controllo¹⁷.

La necessità di tutelare le istanze di tutti i portatori d'interesse nasce proprio dai potenziali comportamenti opportunistici di chi esercita il governo dell'azienda, che sia il *management* o l'azionista di maggioranza. Sorge così l'esigenza di un sistema di *corporate governance* capace di monitorare i citati comportamenti e garantire conseguentemente la contemporanea soddisfazione di tutte le istanze che convergono intorno all'azienda, evitando conseguentemente il palesarsi di fenomeni di *financial distress*¹⁸.

¹⁶ ZATTONI A., *Il governo economico delle imprese*, Egea, Milano, 2004a.

¹⁷ Per espropriazione si intende un insieme di comportamenti accomunati dalla volontà del *management* o degli azionisti di controllo di avvantaggiarsi di frazioni del valore aziendale a danno degli altri soggetti. Sono classificabili come operazioni opportunistiche di espropriazione la vendita di *asset* o *output* della società a imprese di proprietà del *manager* a prezzi inferiori a quelli di mercato, un'appropriazione indebita da parte del *management* oppure l'attribuzione di cariche sociali e delle relative remunerazioni a membri della famiglia senza che ne abbiano le necessarie competenze o, ancora, l'attribuzione di stipendi e bonus elevati, oppure l'acquisto di beni e servizi da imprese di proprietà del *manager* a prezzi superiori a quelli di mercato.

¹⁸ Il concetto di *corporate governance* risulta molto ampio e complesso e, proprio per via di tale ampiezza, finisce per essere di non facile definizione. Per un approfondimento in merito alle concezioni di *corporate governance* cfr. ZATTONI A. (cfr. nota 16). La *corporate governance* fa riferimento ad una serie molto ampia di aspetti. Si tratta di istituzioni, regole, sistemi di direzione e sistemi di controllo, relazioni e processi, tramite i quali è esercitato il governo aziendale. In tal senso, AIROLDI G., FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998, tengono la nozione di *corporate governance* all'interno del più vasto concetto di assetto istituzionale, il quale comprende gli elementi che configurano il si-

A bene vedere, un sistema di *corporate governance* ha, non solo, l'obiettivo di avversare comportamenti opportunistici per tutelare gli interessi degli *stakeholder*, ma ha anche l'obiettivo di garantire lo sviluppo sostenibile e duraturo dell'impresa, sviluppare opportunità d'investimento e di crescita, migliorare la competitività sul mercato. In tal modo, la stessa crea le premesse per tutelare e sviluppare il valore economico dell'impresa¹⁹.

Il legame fra *corporate governance* e valore è, dunque, chiaro. Allo stesso modo, risulta chiaro il legame fra *corporate governance* e crisi d'impresa. Un sistema efficiente di *corporate governance* dovrebbe essere capace di prevenire il palesarsi della crisi d'impresa, agevolando lo sviluppo del valore economico e l'efficiente distribuzione dello stesso fra tutti gli *stakeholder*, orientando così l'attività di governo dell'impresa e le istanze dei portatori di interesse verso una comune condivisione di obiettivi e mezzi e allineando, inoltre, rischi e preferenze delle varie parti in causa.

Oggi il tema della relazione fra *corporate governance* e *financial distress* è quanto mai attuale, soprattutto alla luce delle recenti evoluzioni che i fenomeni economici subiscono e della crisi economico-finanziaria generalizzata che interessa le economie avanzate del mondo. Fenomeni come lo sviluppo tecnologico, i processi di deregolamentazione e privatizzazione di interi settori, l'integrazione dei mercati finanziari, il crescente peso degli investitori istituzionali nella proprietà delle imprese hanno imposto alla *governance* aziendale di operare in contesti sempre più caratterizzati da incertezza, dinamicità, asimmetrie informative, conflitti e comportamenti opportunistici, incrementando le probabilità del *financial distress*.

L'attualità della relazione fra *corporate governance* e *financial distress* è stata sostenuta anche dai numerosi scandali finanziari che hanno avuto luogo in imprese di diversi Paesi negli ultimi decenni. *Cirio* e *Parmalat*, nel nostro Paese, ne sono esempi emblematici. Altri casi sono quelli di *Enron*, *WorldCom*, *Tyco* e *Adelphia* negli Stati Uniti, *Conrad Black* in Canada oppure quelli di *Royal Ahold* in Olanda. Tali scandali, mettendo in evidenza la debolezza dei meccanismi di *governance* che erano stati imposti proprio per evitare quegli

stema dei soggetti di un'impresa, gli interessi di cui sono portatori, i loro fini e le regole del gioco in merito a chi ha il diritto e il dovere di governare. Le istituzioni e le regole fanno riferimento al *setting* istituzionale del Paese in cui l'azienda opera e alle leggi poste a tutela degli *shareholder*, come pure alle norme societarie interne. Per un approfondimento cfr. LA PORTA *et al.* (cfr. nota 2). I sistemi di governo e controllo si riferiscono ai meccanismi predisposti dall'azienda per l'esercizio del potere decisionale e della correlata attività di controllo. In questa direzione, CODA V., *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in *Scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele d'Oriano*, tomo I, Cedam, Padova, 1997, definisce la *corporate governance* facendo riferimento all'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo e di controllo nelle relazioni con gli esponenti della proprietà e con la struttura manageriale. Le relazioni fanno riferimento ai rapporti tra tutti gli *stakeholder*. I processi hanno a che fare, infine, con la misurazione delle *performance*, la *disclosure* e il *reporting*. Per un approfondimento cfr. CODA V. (nota 18); BUSHMAN R., SMITH A., *Financial Accounting Information e Corporate Governance*, JAE Rochester Conference April 2000, 2001; DI PIETRA R., *Governo aziendale e standard contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2005.

¹⁹ A tal proposito, FERRARIS FRANCESCHI R., *L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico*, in CAVALIERI E., *Economia Aziendale-Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino, 2005, afferma, che una buona *corporate governance* deve essere in grado di contemperare gli interessi e garantire l'equilibrio fra tutte le istanze, tra loro anche molto diverse, dei vari soggetti cointeressati all'attività aziendale.

stessi comportamenti opportunistici che li hanno generati, hanno sensibilizzato l'opinione pubblica, i legislatori, come pure il mondo accademico, ad una profonda riflessione sul tema della *governance* e della crisi d'impresa: la domanda di ricerca più attuale non attiene più a quale sia il migliore meccanismo di *governance* per risolvere i problemi di opportunismo ed evitare l'insorgere di fenomenologie patologiche aziendali, bensì oggi è chiara la necessità di identificare la migliore combinazione dei diversi strumenti di *governance* interni per ogni differente contesto Paese.

Le debolezze del sistema di governo vanno ricercate sia nella struttura interna della *corporate governance* che in quella esterna. Come sottolineato sopra, infatti, la *corporate governance* si compone di meccanismi interni ed esterni.

I primi fanno riferimento al governo interno dell'impresa, ossia a meccanismi quali ad esempio: i sistemi e gli organi di direzione e controllo; la struttura finanziaria e l'assetto proprietario; il sistema di remunerazione e incentivazione manageriale, ecc.

I meccanismi esterni, invece, riguardano gli assetti istituzionali dei Paesi ospitanti le imprese, ossia l'insieme di regole e istituzioni concepite per tutelare i diritti di tutti gli investitori, portatori del capitale di rischio e di credito, e degli altri *stakeholder*. Fra i meccanismi esterni vanno ricompresi: il sistema legale che definisce i confini entro i quali deve svolgersi l'attività aziendale e devono essere contemperati gli interessi delle parti cointeressate; il sistema giudiziario e l'*enforcement* cui è affidato il compito di riportare entro i suddetti confini eventuali comportamenti opportunistici che ledano i diritti dei portatori di interesse; i mercati, per esempio quelli finanziari, del lavoro e per il controllo societario; il sistema di comunicazione aziendale, il *reporting* e la *disclosure*.

2.1. – In merito agli organi di amministrazione e controllo, la letteratura ha indagato vari aspetti e caratteristiche della composizione dei consigli di amministrazione, talvolta con punti di vista diversi e risultati contrastanti. Comunque, l'aspetto maggiormente indagato sembra essere l'influenza degli amministratori indipendenti sulle *performance* aziendali. A tal proposito, diversi studi suggeriscono la necessità, ai fini della buona *governance*, della presenza in tali organi di membri *non executive* e indipendenti, ossia di soggetti esterni all'impresa e di soggetti che non abbiano nessuna relazione economica o di parentela con il *top management* o con l'azionista dominante²⁰. La presenza di membri *non executive* e indipendenti dovrebbe impedire il problema tipico del controllo che vede assommarsi sugli stessi soggetti il ruolo di controllati e controllori. Tuttavia esistono anche studi che dimostrano l'esistenza di relazioni opposte, per esempio lo studio di Yermack (1996)²¹ ha evidenziato una relazione inversa fra presenza di amministratori indipendenti e valore dell'impresa. La spiegazione di tali risultati viene ricercata dagli autori nelle probabili minori

²⁰ ROSENSTEIN S., WYATT J., *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, 175-191, per esempio, evidenziano come l'utilità di consigli indipendenti risieda nella loro maggiore capacità di monitorare l'operato del management e nel perseguire gli interessi degli azionisti. Nello specifico la ricerca degli studiosi ha evidenziato una relazione positiva fra il prezzo dei titoli delle società e la comunicazione al mercato della nomina di amministratori indipendenti.

²¹ YERMAK D., *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, in *Journal of financial economics*, 40(2), 1996, 185-211.

esperienze e conoscenze che questi amministratori hanno della società, il che avrebbe un effetto deprimente sulle performance, oppure nel fatto che gli amministratori indipendenti, a differenza degli *insider*, non sono necessariamente cointeressati alle sorti aziendali e ciò può disincentivarli verso il monitoraggio e, allo stesso tempo, avere un effetto riduttivo sulle performance.

Al di là dei risultati evidenziati dalla ricerca empirica, la rilevanza dell'indipendenza dei consigli d'amministrazione è evidenziata anche nel Codice di Autodisciplina emesso dalla Borsa Italiana, il quale propone alle società quotate di avere almeno un certo numero di amministratori indipendenti non solo nel *board*, al fine di incrementare l'indipendenza di giudizio dello stesso, ma anche nei comitati di controllo.

In merito alla struttura finanziaria e agli assetti proprietari, la letteratura (*i.e.* Zattoni, 2006; La Porta *et al.*, 2000)²² ha evidenziato come l'assetto proprietario svolga un ruolo centrale, da un lato, nello spiegare le differenze in termini di competitività fra sistemi-paese ed efficacia delle strutture di *corporate governance* e, dall'altro, nel disciplinare il comportamento dei manager verso la creazione di valore.

Il capitale d'impresa risulta composto in diverse proporzioni da capitale di rischio e capitale di credito. La crisi economico-finanziaria che ha colpito le economie avanzate del mondo ha rimesso in discussione le scelte di finanziamento delle imprese, ossia le decisioni inerenti alle modalità di copertura del fabbisogno finanziario. La fase di recessione dell'economia mondiale è stata, infatti, accompagnata, con ritmi e intensità diverse nei vari Paesi, da un generale irrigidimento delle condizioni di offerta del credito da parte degli istituti finanziari, così come da una diminuzione della propensione al rischio dei portatori del capitale di proprietà.

L'accesso ad entrambe le forme di finanziamento genera per l'azienda conflitti d'agenzia derivanti rispettivamente dalle asimmetrie informative tra *manager* e portatori del capitale di proprietà, o fra azionisti di maggioranza e di minoranza, e tra proprietà/*management* e creditori (Jensen e Meckling, 1976)²³.

Il debito può essere considerato un meccanismo di controllo dell'asimmetria informativa tra manager e azionisti (Jensen, 1993; Shleifer e Vishny, 1997; Aggarwal e Aung Kyaw, 2009)²⁴, lo stesso, infatti, previene l'uso improprio delle risorse finanziarie dell'impresa da parte del management. L'effetto disincentivante verso l'impiego opportunistico dei free cash flow disponibili nell'impresa è dovuto alla presenza del sistematico obbligo di restituzione ai creditori di somme di denaro, a titolo di capitale e interessi, che impone al management di impegnarsi affinché l'impresa possa adempiere puntualmente alle proprie obbligazioni finanziarie. Tuttavia, elevati livelli d'indebitamento determinano l'insorgere di

²² ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano, 2006; LA PORTA *et al.* (cfr. nota 2).

²³ JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976.

²⁴ JENSEN M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in *Journal of Finance*, vol. 48, 1993; SHLEIFER A., VISHNY R.W., *A survey of corporate governance*, in *Journal of Finance*, 52(2), 1997, 737-783; AGGARWAL R., AUNG KYAM N., *International variations in transparency and capital structure: evidence from European firms*, in *Journal of International Financial Management and Accounting*, 20, 2009, 1.

un'altra asimmetria informativa e dei correlati problemi d'agenzia, ossia quella fra creditori e proprietà/*management* (Armstrong *et al.*, 2010)²⁵.

Questo costo di agenzia è presente soprattutto nelle aziende caratterizzate da alti livelli di concentrazione proprietaria, in cui gli azionisti di maggioranza spesso siedono nei *board*, assumendo talvolta il ruolo di CEO (Brunello *et al.*, 2000)²⁶, e possono, quindi, utilizzare il loro status per espropriare vantaggi a spese di soci di minoranza e creditori (Shleifer e Vishny, 1997; Villalonga e Amit, 2006)²⁷. Per esempio, Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006)²⁸ e Bhojraj e Sengupta (2003)²⁹ hanno rilevato che l'aumento della concentrazione proprietaria aumenta i costi del debito e così i costi di agenzia, riducendo il *credit rating* complessivamente assegnato alla società o aumentando i tassi d'interesse praticati sul debito.

Questi studi rendono evidente come la struttura finanziaria e gli assetti proprietari interagiscano sistematicamente nella definizione delle dinamiche dei conflitti d'interesse e dei correlati problemi di agenzia, rendendo evidente la necessità di ulteriori approfondimenti e studi in merito alla *corporate governance*.

Anche la struttura proprietaria gioca un ruolo di rilievo quale meccanismo di *corporate governance*. Il fatto cioè che il capitale dell'impresa sia diffuso fra molti azionisti o concentrato nelle mani di pochi non è influente ai fini della dinamica, e dunque del governo, dei problemi d'agenzia che si generano nelle imprese. Non è influente, inoltre, l'identità degli *shareholder* di maggioranza, il fatto cioè che al comando di un'impresa ci sia una famiglia, o una società finanziaria o, ancora, lo Stato.

La separazione fra proprietà e controllo e la caratterizzazione degli azionisti di maggioranza danno origine a problemi di agenzia, perché i manager professionali (esterni) possono utilizzare il loro potere decisionale per servire i propri interessi anziché l'interesse dei proprietari (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983)³⁰. Gli azionisti di maggioranza possono esercitare un duplice ruolo, ossia monitorare il management nell'interesse di tutti gli *stakeholder* oppure agire nel proprio interesse, espropriando ricchezza di spettanza delle minoranze.

Queste considerazioni hanno indotto la ricerca in materia di *corporate governance* a focalizzare l'attenzione sulle possibili relazioni fra i meccanismi interni ed esterni attraverso i quali si può assicurare ai proprietari il legittimo rendimento sul capitale (Shleifer e Vishny, 1997; Walsh e Seward, 1990)³¹, mitigando i problemi d'agenzia derivanti dalla sepa-

²⁵ ARMSTRONG C.S., GUAY W.R., WEBER J.P., *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*, in *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2010.

²⁶ BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI, B., *Ownership or performance: what determines board of directors turnover in Italy?*, in *IZA Discussion Paper No. 105*, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=224096>, 2000.

²⁷ SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); VILLALONGA B., AMIT, R., *How do family ownership, control and management affect firm value?*, in *Journal of Financial Economics*, 80(2), 2006, 385-417.

²⁸ ASHBAUGH-SKAIFE H., COLLINS D.W., LAFOND R., *The effects of corporate governance on firms' credit rating*, in *Journal of Accounting and Economics*, 42, 2006.

²⁹ BHOJRAJ S., SENGUPTA P., *Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and the outside directors*, in *The Journal of Business*, 76, 2003.

³⁰ FAMA E., *Agency problem and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economics*, 88(2), 1980, 288-307; FAMA E., JENSEN M., *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, 26, 1983.

³¹ SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); WALSH J.P., SEWARD J.K., *On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms*, in *Academy of Management Review*, 15(3), 1990, 421-458.

razione fra la proprietà e il controllo (Jensen e Meckling, 1976)³².

In merito ai meccanismi di remunerazione e incentivazione manageriale, il sistema di incentivazione-sanzione su cui gli stessi si fondano ha l'obiettivo di allineare gli schemi di rischio e preferenza del *management* con quelli della proprietà, ottenendo in tal modo l'allineamento di obiettivi e interessi. Ad esempio, offrendo remunerazioni collegate al raggiungimento di determinati *standard di performance*, oppure offrendo opzioni di acquisto di azioni (stock option) esercitabili in determinate situazioni si trasferisce una parte del rischio d'impresa al *management*. L'esperienza degli ultimi decenni ha, tuttavia, dimostrato che tali meccanismi non sempre e non necessariamente conducono agli allineamenti sperati tra obiettivi divergenti di *manager* e azionisti. Attraverso tali sistemi, infatti, si lega la *performance* economica del *management* anche a elementi e fenomeni che sono assolutamente fuori dal loro controllo. In tal modo, si finisce per determinare il successo o l'insuccesso del *management* in base ad elementi estranei alla gestione, rendendo inefficace tale meccanismo.

Come sottolineato sopra, oltre ai meccanismi interni o manageriali, la *corporate governance* si compone anche di un gruppo di meccanismi esterni o istituzionali, il cui obiettivo è quello di garantire il contemperamento degli interessi di tutti gli *stakeholder*. Fra questi meccanismi rientrano il sistema legale e il quadro normativo, il sistema giudiziario e di *enforcement*, i mercati dei capitali e del lavoro, la reputazione, il mercato per il controllo societario e, infine, il sistema di comunicazione aziendale.

Il sistema legale e il quadro normativo del Paese in cui l'impresa opera contribuiscono a definire i confini entro i quali deve svolgersi l'attività aziendale e devono essere contemperati gli interessi delle parti cointeressate. Al sistema legale è, in altri termini, affidato il ruolo di definire i diritti e i poteri, nonché i doveri e gli obblighi, dei diversi soggetti che in vari modi contribuiscono alla creazione del valore aziendale e partecipano alla divisione del medesimo. Al sistema giudiziario e ad altre autorità governative è affidato, conseguentemente, il ruolo di garantire l'*enforcement* di tali diritti e doveri, ossia di garantire la certezza del diritto, la tutela giuridica e l'ordine pubblico per fare in modo che l'attività aziendale si sviluppi all'interno dei confini tracciati dal sistema legale.

La certezza del diritto è necessaria a garantire un'applicazione prevedibile della legge. In tal modo, la stessa crea fiducia degli investitori e delle imprese nel sistema legale e istituzionale. La tutela giuridica, invece, che si manifesta nel momento in cui il sistema giudiziario è in grado di dar luogo ad una definizione corretta e rapida dei conflitti che si generano nella vita sociale ed economica, promuove la fiducia nelle istituzioni del sistema giudiziario e contribuisce a garantire la prosperità e lo sviluppo economico delle imprese³³. La certezza del diritto e la tutela giuridica risultano garantite dal sistema legale e giudiziario nel momento in cui il diritto riceve un'applicazione prevedibile e il sistema giudi-

³² JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976 (cfr. nota 24).

³³ La fiducia in una definizione veloce e adeguata dei procedimenti giudiziari rappresenta, come evidenziano in diverse ricerche, un incentivo alla realizzazione dello scambio economico, anche perché l'aspettativa di una tutela giuridica efficace ha l'effetto di ridurre i costi di transazione (cfr. FELD L.P., VOIGT S., *Economic Growth and Judicial Independence: Cross Country Evidence Using a New Set of Indicators*, Report of February 28, 2002).

ziario sanziona adeguatamente i comportamenti vietati. A fronte, cioè, della violazione di ogni norma deve seguire l'applicazione della sanzione che la legge stessa stabilisce. L'ordine pubblico, infine, è fonte della soddisfazione, della stabilità ambientale e della prosperità, senza le quali la vita economica, oltre che lo sviluppo sociale, non potrebbero aver luogo (Cuche, 1928)³⁴.

Gli studi che si sono posti l'obiettivo di chiarire in quali modi possa essere limitata l'attività di espropriazione a danno dei soggetti più deboli hanno focalizzato, fra gli altri, il ruolo della protezione degli investitori esterni, sia gli azionisti di minoranza che i creditori, dando vita ad una sorta di approccio giuridico al governo societario (La Porta *et al.*, 2000)³⁵.

L'azione del sistema giudiziario, attraverso gli elementi di cui lo stesso si compone, ossia il quadro normativo e il suo *enforcement*, è stata intesa come il meccanismo chiave per impedire che venga compromesso il funzionamento della *governance* aziendale e la creazione di valore. Dall'efficienza dei sistemi giudiziari dipendono, cioè, le opportunità delle imprese di accesso al credito e al capitale di rischio, così come i costi di tali capitali. Essenzialmente, infatti, i potenziali investitori nel capitale di rischio, come pure i creditori, sono disposti a finanziare l'impresa a condizione che i diritti discendenti dal capitale siano adeguatamente delineati dal sistema legale e protetti dal sistema giudiziario o, più in generale, dal sistema istituzionale.

Un ruolo di rilievo fra i meccanismi di *governance* esterni è svolto anche dai mercati finanziari, del lavoro e del controllo societario. Anche le caratteristiche di questi mercati, infatti, interagendo fra loro e con gli altri meccanismi di *governance*, contribuiscono a definire gli assetti istituzionali esterni e a influenzare la creazione del valore.

Il ruolo dei mercati finanziari è quello di agevolare l'incontro fra la domanda e l'offerta di risorse finanziarie, tale mercato tuttavia non funziona allo stesso modo nei vari sistemi istituzionali. Nei Paesi anglosassoni ove è diffuso il modello della *public company*, ossia della società a capitale disperso, il potere di direzione dell'azienda è concentrato nelle mani del *top management* esterno e il controllo societario risulta altamente contendibile. Ciò accade per via dell'elevata efficienza del mercato dei capitali nell'esercitare le funzioni di monitoraggio e disciplina e per via dell'elevata rotazione della base azionaria che il mercato stesso è capace di garantire. Nei Paesi caratterizzati, invece, da aziende con una base proprietaria stabile, più tipica dei contesti europei e latini, il controllo dell'azienda è tipicamente nelle mani di coalizioni di azionisti di maggioranza – rappresentati da famiglie, imprese industriali o finanziarie e dallo Stato – ed è molto poco contendibile, tendendo a rimanere immutato per intervalli temporali anche molto ampi.

In questa diversa caratterizzazione delle imprese e dei Paesi che le ospitano, il mercato finanziario gioca un ruolo di primaria importanza, poiché è proprio dal livello di efficienza che caratterizza lo stesso che derivano i vincoli e le opportunità alla mobilitazione dei capitali e, dunque, alla stabilità o alla contendibilità delle basi azionarie da cui discende il controllo³⁶. Da tali elementi, poi, può discendere l'efficienza o l'inefficienza dei meccanismi di *governance* esterni ed interni.

³⁴ CUCHE P., *Conférences de philosophie du droit*, Dalloz, Parigi, 1928.

³⁵ LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2).

³⁶ Il mercato per il controllo societario ha la funzione di garantire che l'allocazione del controllo dell'impresa

Diverse ricerche empiriche, invero, hanno dimostrato che i meccanismi di *governance* interni non sono indifferenti alle caratterizzazioni ed ai livelli di sviluppo dei mercati finanziari e del lavoro. Anderson e Gupta (2009)³⁷, per esempio, hanno indagato il rapporto tra la *performance* aziendale e la qualità complessiva della *corporate governance* su un campione di 1.736 aziende operanti in 22 Paesi, verificando empiricamente che la struttura finanziaria di un Paese (*market-oriented* oppure *bank-oriented*) influenza la *corporate governance* e le *performance* di mercato delle imprese.

In ultimo, fra i meccanismi esterni va ricompreso il complesso sistema della comunicazione aziendale, che comprende la comunicazione economico-finanziaria obbligatoria, ma anche, e più in generale, tutta la comunicazione volontaria. Comunicazione aziendale e meccanismi di governo sono intrinsecamente legati e il legame diventa subito evidente se si ricorda che la comunicazione rappresenta lo strumento a disposizione delle aziende per generare il virtuoso circuito del consenso e, dunque, il favore dell'ambiente in cui la stessa opera indispensabile ai fini della creazione del valore³⁸. Lo stesso processo di convergenza delle regole contabili verso un *corpus* unico di principi internazionali è prova dell'ampiezza del legame³⁹.

Negli ultimi decenni, la letteratura si è ampiamente interessata al ruolo della comunicazione quale strumento per ridurre le asimmetrie informative esistenti tra i diversi attori del mercato e per disciplinare il *management*. In pratica, la ricerca ha messo in evidenza come la *disclosure* aziendale, obbligatoria e volontaria, rappresenti un importante meccanismo per il monitoraggio dei soggetti nelle cui mani è concentrato il potere decisionale. In pratica, gli azionisti o i dirigenti esterni attraverso la comunicazione possono segnalare agli investitori e al mercato che il loro agire è posto in una prospettiva di lungo termine o, più in generale, nell'interesse di tutti gli *stakeholder*. Inoltre, gli azionisti di minoranza possono utilizzare le informazioni divulgate per controllare in modo più efficiente le attività degli agenti (Jensen e Meckling, 1976; Hossain *et al.*, 1994; Ho e Wong, 2001; Chau e Gray, 2002)⁴⁰. Tuttavia, gli *shareholder* dominanti possono altresì manipolare l'entità e il

avenga a favore di coloro che le possono attribuire il maggior valore. Le principali regole relative al mercato del controllo societario in Italia sono delineate nel Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998) e riguardano la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto.

³⁷ ANDERSON A., GUPTA P.P., 2009 (cfr. nota 3).

³⁸ La relazione tra comunicazione economico-finanziaria e *corporate governance* è stata oggetto di numerosi studi empirici e teorici. Per un approfondimento cfr. CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano, 1989; CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991; ALVINO F., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, 2001. Cfr., inoltre, BUSHMAN R., SMITH A. (cfr. nota 18) per una *review* sul tema. Nel loro studio gli autori analizzano la relazione tra *shareholder protection* e comunicazione economico-finanziaria del bilancio d'esercizio.

³⁹ DI PIETRA R. (cfr. nota 18).

⁴⁰ JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976 (cfr. nota 24); HOSSAIN M., TAN L.M., ADAMS M.B., *Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange*, in *International Journal of Accounting*, 29(4), 1994, 334-351; HO S.S.M., WONG K.S., *A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure*, in *Journal of International Accounting, Auditing e taxation*, 10, 2001; CHAU G.K., GRAY S.J., *Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore*, in *The International Journal of Accounting*, 37, 2002, 247-265.

contenuto delle informazioni divulgate per massimizzare i benefici privati a scapito dei soci di minoranza, in tal caso la *disclosure* fallisce come meccanismo di buona *governance*.

La ricerca che si è occupata di queste tematiche ha spesso utilizzato la teoria dell'agenzia per capire come la *disclosure* potrebbe mitigare il problema del conflitto d'interessi tra gli azionisti che concorrono per la ripartizione del valore aziendale (Eng e Mak, 2003; Jiang e Habib, 2009; Samaha *et al.*, 2012; Lan *et al.*, 2013; Pisano *et al.*, 2017)⁴¹. L'importanza del problema dell'agenzia non è la stessa in aziende concentrate e a capitale diffuso. Come Fama e Jensen (1983)⁴² propongono, infatti, il potenziale conflitto tra il principale e l'agente è maggiore per le imprese caratterizzate da un'elevata dispersione della proprietà rispetto alle società con capitale concentrato. Di conseguenza, la quantità di informazioni divulgate dalle società per mitigare tali conflitti è probabilmente maggiore nelle aziende ampiamente detenute.

Al contrario, le imprese con una più elevata concentrazione di proprietà sono caratterizzate da minori asimmetrie informative tra azionisti di controllo/*management* e altri *shareholder*, giacché gli azionisti di grandi dimensioni hanno tipicamente accesso facilitato alle informazioni necessarie e possono svolgere l'attività di monitoraggio in modo attivo, cosa invece difficile per gli investitori più piccoli, a causa dei costi di transazione (Cormier *et al.*, 2005)⁴³. In un simile contesto, la ricerca ha solitamente suggerito e trovato una relazione negativa tra la concentrazione proprietaria e la *disclosure* (Chau e Gray, 2002; Cormier *et al.*, 2005; Brammer e Pavelin, 2006; Alsaeed 2006, Patelli e Prencipe, 2007, Lan *et al.*, 2013; Pisano *et al.*, 2017)⁴⁴. Tuttavia, gli studiosi hanno anche testato una relazione positiva, considerando che i grandi *shareholder* hanno maggiori possibilità di monitoraggio rispetto ai piccoli azionisti, in quanto possono facilmente assorbire i costi di tale attività (Shleifer e Vishny, 1986)⁴⁵. Diversi studi hanno confermato la presenza di una relazione

⁴¹ ENG L.L., MAK Y.T., *CG and voluntary disclosure*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 2003, 325-345; JIANG H., HABIB A., *The impact of different types of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand*, in *Accounting Research Journal*, 22(3), 2009, 275-304; SAMAHA K., DAHAWY K., HUSSAINY K., STAPLETON P., *The extent of CG disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt*, in *Advances in Accounting*, 28(1), 2012, 168-178; LAN Y., WANG L., ZHANG X., *Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market*, in *China Journal of Accounting Research*, 6, 2013, 265-285; PISANO S., LEPORE L., LAMBOGLIA R., *Corporate disclosure of human capital via LinkedIn and ownership structure. An empirical analysis of European companies*, in *Journal of Intellectual Capital*, 18(1), 2017, 102-127.

⁴² FAMA E., JENSEN M., 1983 (cfr. nota 30).

⁴³ CORMIER D., MAGNAN M., VAN VELTHOVEN B., *Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?*, in *European Accounting Review*, 14(1), 2005, 3-39.

⁴⁴ CHAU G.K., GRAY S.J. (cfr. nota 40); CORMIER *et al.* (cfr. nota 43); BRAMMER S., PAVELIN S., *Voluntary environmental disclosures by large UK companies*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7/8), 2006, 1168-1188; ALSAED K., *The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia*, in *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 2006, 476-496; PATELLI L., PRENCIPE A., *The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder*, in *European Accounting Review*, 16(1), 2007, 5-33; LAN Y., WANG L., ZHANG X., *Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market*, in *China Journal of Accounting Research*, 6, 2013, 265-285; PISANO S. *et al.*, 2017 (cfr. nota 41).

⁴⁵ SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Large shareholders and corporate control*, in *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, 461-488.

positiva tra queste variabili (ad esempio Hossain *et al.*, 1994; Haniffa e Cooke, 2002; Huafang e Jianguo, 2007)⁴⁶. Molti altri studi empirici non hanno trovato un rapporto statisticamente significativo (Mak, 1991; Craswell e Taylor 1992; Raffournier, 1995; Eng e Mak; 2003; Donnelly e Mulcahy, 2008)⁴⁷. In sintesi, i risultati della ricerca sono ancora inconcludenti, non c'è cioè convergenza circa il segno e la forma della relazione (Aitken *et al.*, 1997)⁴⁸.

Le considerazioni svolte nelle pagine iniziali di questo lavoro rendono evidente come i meccanismi di *governance* interni ed esterni interagiscano fra loro, mitigando o aggravando ulteriormente i problemi d'agenzia fra proprietà e *management*, o fra azionisti di maggioranza e minoranza o, ancora, fra azionisti e creditori (Jensen e Meckling, 1976)⁴⁹. Tali considerazioni hanno indotto la ricerca in materia di *corporate governance* e crisi d'impresa a focalizzare ulteriormente l'attenzione sulle possibili relazioni fra tali meccanismi, al fine di individuare quelli che agiscono in maniera complementare e quelli che, invece, si comportano come sostituti (Shleifer e Vishny, 1997; Walsh e Seward, 1990; La Rocca, 2012)⁵⁰ nella tutela degli investitori e dunque nella prevenzione del *financial distress*.

Nell'ambito del presente lavoro si è focalizzata l'attenzione su alcuni di tali meccanismi e sulle relazioni che si creano fra gli stessi. In particolare, si sono analizzate le relazioni tra gli assetti proprietari e l'efficienza del sistema giudiziario nell'esercizio della sua funzione di protezione degli investitori, al fine di provare a chiarire il ruolo della *de jure* e della *de facto protection* nella prevenzione delle crisi d'impresa.

3. – La separazione, per certi versi inevitabile, fra proprietà e controllo che si verifica al crescere delle dimensioni aziendali da tempo rappresenta un tema dibattuto negli studi sulla *corporate governance* (Berle e Means, 1932)⁵¹. La spiegazione che fondamentale sostiene questa separazione coinvolge la necessaria specializzazione delle funzioni econo-

⁴⁶ HOSSAIN M., TAN L.M., ADAMS M.B., *Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange*, in *International Journal of Accounting*, 29(4), 1994, 334-351; HANIFFA R.M., COOKE T.E., *Culture, CG and disclosure in Malaysian corporations*, in *Abacus*, 38(3), 2002, 317-349; HUAFANG X., JIANGUO Y., *Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure. Evidence from listed companies in China*, in *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 2007, 604-619.

⁴⁷ MAK Y.T., *Corporate characteristics and the voluntary disclosure of forecast information: a study of New Zealand prospectuses*, in *The British Accounting Review*, 23(4), 1991, 305-327; CRASWELL A.T., TAYLOR S.L., *Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: An economic analysis*, in *J. Bus. Finance Account*, Vol. 19(2), 1992, 295-308; RAFFOURNIER B., *The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies*, in *European Accounting Review*, 4(2), 1995, 261-280; ENG L.L., MAK Y.T., *CG and voluntary disclosure*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 2003, 325-345; DONNELLY R., MULCAHY M., *Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland*, in *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 2008, 416-429.

⁴⁸ AITKEN M., HOOPER C., PICKERING, J., *Determinants of voluntary disclosure of segment information: a re-examination of the role of diversification strategy*, in *Accounting and Finance*, 37(1), 1997, 89-109.

⁴⁹ JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976 (cfr. nota 24).

⁵⁰ SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); WALSH J.P., SEWARD J.K., *On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms*, in *Academy of Management Review*, 15(3), 1990, 421-458; LA ROCCA M., *Il valore dell'assetto proprietario. Stato dell'arte ed evidenze in Italia*, Egea, Milano, 2012.

⁵¹ BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932.

niche dei diversi soggetti coinvolti nell'impresa. In pratica, le necessarie economie informative e decisionali richiedono che le decisioni quotidiane siano centralizzate nelle mani di manager dotati delle necessarie competenze (Arrow, 1974; Bainbridge, 2003)⁵², mentre il rischio tipico del capitale d'impresa è meglio sostenuto da azionisti dispersi, per via della implicita capacità e possibilità che gli stessi hanno di diversificare le proprie partecipazioni su imprese diverse, attraverso quote relativamente piccole del patrimonio aziendale (Hansmann, 1996)⁵³.

Tuttavia, la separazione fra proprietà e controllo, quando si verifica, origina problemi di agenzia, perché i *manager* esterni (agente) possono utilizzare il loro potere decisionale per servire i propri interessi anziché l'interesse dei proprietari (principale) (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983; Dalton *et al.*, 2007)⁵⁴. Ciò ha indotto la ricerca a focalizzare l'attenzione sui meccanismi – sia interni che esterni – attraverso i quali si può assicurare ai proprietari il legittimo rendimento sul capitale (Shleifer e Vishny, 1997; Walsh e Seward, 1990)⁵⁵, mitigando i problemi d'agenzia (Jensen e Meckling, 1976)⁵⁶ e prevenendo la crisi d'impresa.

Nelle aziende a capitale diffuso le relazioni tipiche dell'agenzia si riferiscono ai conflitti di interessi fra *management* e proprietà, invece nelle imprese in cui la proprietà è tipicamente concentrata nelle mani di pochi azionisti di grandi dimensioni, i problemi di agenzia più importanti si riferiscono ai conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza (Davies, 2000; Shleifer e Vishny, 1997; Maury e Pajuste, 2005)⁵⁷.

È ben documentato in letteratura che nella maggior parte dei Paesi le grandi società quotate non hanno una struttura del capitale molto frammentata e diffusa. Piuttosto, è frequente che la proprietà e il controllo di tali società siano concentrati nelle mani di pochi azionisti, o addirittura di uno soltanto. In tali imprese il conflitto primario d'agenzia è quello tra l'azionista dominante e gli altri azionisti.

Normalmente, i grandi azionisti possono svolgere un ruolo duplice. Da una parte, usando il loro potere, possono estrarre benefici privati, espropriando la ricchezza degli azionisti di minoranza. La concentrazione proprietaria oltre certi livelli, infatti, può ridurre l'efficienza dei meccanismi di *governance* imposti per proteggere i diritti degli azionisti (Shleifer e Vishny, 1997)⁵⁸. Di conseguenza, l'ipotesi di *expropriation or entrenchment* so-

⁵² ARROW K.J., *The Limits of Organization*. John Brockman Associates. New York, 1974; BAINBRIDGE S.M., *Director primacy: The means and ends of corporate governance*, in *Northwestern University Law Review*, 97, 2003, 547-606.

⁵³ HANSMANN H., *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1996.

⁵⁴ FAMA E. (cfr. nota 30); FAMA E., JENSEN M. (cfr. nota 30); DALTON D.R., HITT M.A., CERTO S.T., DALTON C., *The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control*, in *Academy of Management Annals*, 1, 2007, 1-64.

⁵⁵ SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); WALSH J.P., SEWARD J.K. (cfr. nota 31).

⁵⁶ JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976 (cfr. nota 24).

⁵⁷ DAVIES P.L., *The board of directors: composition, structure duties, and powers*, in *OECD Working Paper*, 2000; SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); MAURY B., PAJUSTE A., *Multiple large shareholders and firm value*, in *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 2005, 1813-1834.

⁵⁸ SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24).

stiene l'esistenza di una relazione negativa tra performance dell'azienda e concentrazione proprietaria (Barclay e Holderness, 1989; Bebchuk, 1999; Burkart *et al.*, 2003)⁵⁹.

D'altra parte, tuttavia, gli azionisti di grandi dimensioni possono migliorare le *performance* aziendali e, dunque, proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza controllando la discrezione dei dirigenti o quella del maggiore azionista (Demsetz, 1983, Li *et al.* 2008, Maury e Pajuste, 2005, Shleifer e Vishny, 1986, 1997; Minichilli *et al.* 2009; Pedersen e Thomsen 2003)⁶⁰. L'azione di monitoraggio risulta agevolata per gli *a,zionisti* che detengono quote rilevanti di capitale per via dei modesti costi di transazione che gli stessi devono affrontare e delle conseguenti economie (Black, 1990)⁶¹. In tal modo, gli stessi, possono controbilanciare non solo il potere del *management* o dell'azionista di controllo, ma anche quello di altri soggetti influenti sulle decisioni aziendali in merito alla distribuzione del valore creato, quali ad esempio i dipendenti (Zingales, 1998)⁶². L'ipotesi di monitoraggio o di allineamento degli interessi, dunque, prevede che la proprietà concentrata sia correlata positivamente alla *performance* delle imprese.

Secondo Connelly *et al.* (2010)⁶³, la concentrazione proprietaria costituisce allo stesso tempo un meccanismo di controllo interno ed esterno che acquisisce importanza crescente come strumento di *corporate governance*. Connelly e colleghi (2010)⁶⁴ basano la loro considerazione sull'assunzione che il *top management* sia in contatto regolare con gli azionisti di controllo, consideri i loro desideri quando definisce le scelte d'investimento della società e di conseguenza sappia che il suo futuro spesso è nelle mani di questi grandi azionisti oltre ad essere dipendente dai risultati degli investimenti selezionati.

La ricerca empirica condotta sulla relazione fra concentrazione proprietaria e *perfor-*

⁵⁹ Diversi studi hanno dimostrato che questo problema è di solito più importante nelle situazioni caratterizzate da una modesta qualità della protezione legale degli *shareholder*, ad esempio quando le leggi sulla protezione degli azionisti di minoranza sono indefinite o difficili da applicare in tribunale (BARCLAY M.J., HOLDERNES C.G., *Private benefits from control of public corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 25(2), 1989, 371-395; BEBCHUK L.A., *A rent-protection theory of corporate ownership and control* (No. w7203), in *National Bureau of Economic Research*, 1999; BURKART M., PANUNZI F., SHLEIFER A., *Family firms*, in *Journal of Finance*, 58(5), 2003, 2167-2201; DEMSETZ H., LEHN K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, in *Journal of Political Economy*, 93(6), 1985, 1155-1177). Per un approfondimento cfr. LEPORE L., *Corporate governance e shareholder protection*, Franco Angeli, Milano, 2017.

⁶⁰ DEMSETZ H., *The structure of ownership and the theory of the firm*, in *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, 375-390; LI H., WANG Z., DENG X., *Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies*, in *Corporate Governance: the International Journal of Business in Society*, 8(5), 2008, 622-636; MAURY B., PAJUSTE A. (cfr. nota 57); SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1986 (cfr. nota 45); SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997 (cfr. nota 24); MINICHILLI A., ZATTONI A., ZONA F., *Making boards effective: An empirical examination of board task performance*, in *British Journal of Management*, 20(1), 2009, 55-74; PEDERSEN T., THOMSEN S., *Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity*, in *Journal of Management & Governance*, 7(1), 2003, 27-55.

⁶¹ BLACK B.S., *Shareholder passivity reexamined*, in *Michigan Law Review*, 89, 1990, 520-608.

⁶² ZINGALES L., *Corporate governance in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, MacMillan, London, 1998.

⁶³ CONNELLY B.L., HOSKISSON R.E., TIHANYI L., CERTO S.T., *Ownership as a form of corporate governance*, in *Journal of Management Studies*, 47(8), 2010, 1561-1589.

⁶⁴ CONNELLY *et al.* (cfr. nota 63).

mance in diversi Paesi europei ed oltreoceano ha ipotizzato la presenza di relazioni fra le variabili menzionate sia positive che negative. Tuttavia, diversi studi hanno riscontrato empiricamente l'ipotesi di monitoraggio, provando l'esistenza di una relazione positiva tra concentrazione proprietaria e *performance* aziendali (Agrawal e Mandelker, 1990; Kaplan e Minton, 1994; Xu e Wang, 1997; Gorton e Schmidt, 2000; Wu e Wu, 2005; Li *et al.*, 2008)⁶⁵, altre ricerche, invece, hanno rinforzato l'ipotesi di espropriazione, supportando l'esistenza di una relazione negativa fra concentrazione proprietaria e *performance* aziendale (Leech e Leahy, 1991; Mudambi e Nicosia, 1998; Lehmann e Weigand, 2000)⁶⁶. Inoltre, a differenza degli studi precedenti, i risultati ottenuti da de Miguel *et al.* (2004)⁶⁷ hanno mostrato l'esistenza di una relazione non lineare, bensì quadratica tra la concentrazione e il valore, confermando contemporaneamente gli effetti di monitoraggio e di espropriazione (Busta *et al.*, 2014)⁶⁸.

Non c'è, dunque, convergenza di risultati riguardanti il segno e la forma della relazione.

La ricerca empirica e teorica che si è posta l'obiettivo di individuare le ragioni dei risultati diametralmente opposti verificati con riferimento ai diversi Paesi nei quali gli studi sono stati condotti si è concentrata su due diverse categorie di fattori: variabili *firm-specific* e variabili macro-economiche o istituzionali. In questo modo, sono state progressivamente introdotte altre interessanti variabili nei modelli empirici e teorici creati per studiare il rapporto tra struttura di proprietà e *performance* aziendali.

In merito alla prima categoria di variabili, alcuni studiosi (ad esempio), hanno sottolineato che il *counterweight power*, ossia il potere che gli altri grandi azionisti – diversi dal primo – possono esercitare per controbilanciare il potere dell'azionista di maggioranza, svolge un ruolo importante che non può essere ignorato nell'analisi della relazione fra struttura del capitale e *performance*, poiché una distribuzione più equa della proprietà e, dunque, dei diritti di voto fra i grandi azionisti ha un effetto positivo sulla *performance*

⁶⁵ AGRAWAL A., MANDELKER G., *Large and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 1990, 143-161; KAPLAN S., MINTON B., *Appointments of outsiders to Japanese boards. Determinants and implications for managers*, in *Journal of Financial Economics*, 23, 1994, 225-258; WANG XU, *Mutual empowerment of state and peasantry: Grassroots democracy in rural China*, in *World Development*, 25(9), 1997, 1431-1442; GORTON G., SCHMIDT F., *Class struggle inside the firm: a study of German codetermination*, in *Center for Financial Institutions Working Paper 00-36*, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 2000; WU C.P., WU S.N., *Study on financial situation analysis and prediction model based on value creating and corporate governance*, in *Economic Review*, 11, 2005, 99-110; LI H., WANG Z., DENG X., *Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies*, in *Corporate Governance: the International Journal of Business in Society*, 8(5), 2008, 622-636.

⁶⁶ LEECH D., LEAHY J., *Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies*, in *Economic Journal*, 101(409), 1991, 1418-1437; MUDAMBI R., NICOSIA C., *Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry*, in *Applied Financial Economics*, 8(2), 175-180, 1998; LEHMANN E., WEIGAND J., *Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany*, in *Review of Finance*, 4(2), 2000, 157-195.

⁶⁷ DE MIGUEL A., PINDADO J., DE LA TORRE C., *Ownership structure and firm value: new evidence from Spain*, in *Strategic Management Journal*, 25(12), 2004, 1199-1207.

⁶⁸ BUSTA I., SINANI E., THOMSEN S., *Ownership concentration and market value of European banks*, in *Journal of Management & Governance*, 18(1), 2014, 159-183.

aziendale (Li *et al.*, 2008; Maury e Pajuste, 2005; Volpin, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Bennedsen e Wolfenzon, 2000; La Porta *et al.*, 1999; Pagano e Röell, 1998)⁶⁹. Considerazioni altrettanto importanti sono state tratte dalla letteratura in merito all'identità degli azionisti che costituiscono la coalizione di comando. Il fatto che tale coalizione sia costituita da istituzioni finanziarie, famiglie, altre imprese, ecc. non è indifferente ai fini della determinazione delle *performance*. Alcuni studi hanno analizzato il ruolo della proprietà familiare (Anderson e Reeb, 2003, Giovannini, 2010, Villalonga e Amit, 2006)⁷⁰. Ad esempio, secondo Anderson e Reeb (2003)⁷¹ e Maury (2006)⁷², un'espansione della proprietà familiare aiuta a ridurre i conflitti di agenzia derivanti dal rapporto fra azionisti e *manager*, migliorando così le *performance*. Secondo lo studio di Maury e Pajuste (2005)⁷³, invece, le *performance* aziendali potrebbero essere compromesse dalla presenza nella coalizione di comando di due azionisti con la stessa identità, per esempio due famiglie, per via del concretizzarsi dell'opportunità di collusione tra gli stessi derivante dal modesto costo marginale dell'esproprio che si verifica quando i maggiori azionisti hanno la stessa identità. Al contrario, coalizioni costituite da *shareholder* con identità differenti, scontando costi dell'esproprio più elevati, limiterebbero i propri comportamenti opportunistici incrementando le *performance*⁷⁴.

In merito alle variabili macro che possono giocare un ruolo nello spiegare i risultati asimmetrici che la ricerca ha posto in evidenza a proposito della relazione fra struttura proprietaria e *performance*, molta parte della letteratura si è soffermata sul ruolo degli assetti istituzionali dei Paesi in cui le imprese operano e sulla protezione degli investitori esterni derivante da tali assetti (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 2000)⁷⁵.

⁶⁹ LI *et al.*, 2008 (cfr. nota 65); MAURY B., PAJUSTE A. (cfr. nota 57); VOLPIN P.F., *Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy*, in *Journal of Financial Economics*, 64(1), 2002, 61-90; FACCIO M., LANG L.H., YOUNG L., *Dividends and expropriation*, in *American Economic Review*, 2001, 54-78; BENNEDSEN M., WOLFENZON D., *The balance of power in closely held corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, 113-139; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, 54(2), 1999, 471-517; PAGANO M., RÖELL A., *The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1998, 187-225.

⁷⁰ ANDERSON R.C., REEB D.M., *Founding-family ownership and Firm performance: evidence from the S&P 500*, in *The Journal of Finance*, 58(3), 2003, 1301-1328; GIOVANNINI R., *Corporate governance, family ownership and performance*, in *Journal of Management & Governance*, 14(2), 2010, 145-166; VILLALONGA B., AMIT R., *How do family ownership, control and management affect firm value?*, in *Journal of Financial Economics*, 80(2), 2006, 385-417.

⁷¹ ANDERSON R.C., REEB D.M. (cfr. nota 70).

⁷² MAURY B., *Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations*, in *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 2006, 321-341.

⁷³ MAURY B., PAJUSTE A. (cfr. nota 57).

⁷⁴ Probabilmente la possibilità che si concretizzino comportamenti opportunistici di collusione fra gli azionisti di maggioranza non è indifferente agli ostacoli e ai limiti che il sistema legale e il *law enforcement*, da un lato, e i meccanismi interni di *governance*, dall'altro, pongono rispetto a tali comportamenti. Il tema sarà oggetto di approfondimento nelle pagine seguenti di questo lavoro.

⁷⁵ LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Law and finance*, in *Journal of Political Economy*, 106(6), 1998, 1113-1155; LA PORTA *et al.*, 1997 (cfr. nota 2); LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2).

4. – Al fine di individuare una ragione che potesse spiegare il perché di risultati divergenti in merito alla relazione fra struttura del capitale e *performance*⁷⁶, la ricerca condotta negli ultimi decenni si è concentrata sugli effetti della protezione legale e sugli altri meccanismi esterni di *governance* aziendale creati per proteggere le minoranze. Si tratta di meccanismi legati agli assetti istituzionali dei Paesi che ospitano le imprese, come ad esempio le caratteristiche del mercato per il controllo societario, gli ambienti competitivi, la caratterizzazione *market-oriented* o *bank-oriented* dei mercati finanziari, la natura del sistema legale, la qualità del diritto commerciale, l'efficienza dei sistemi giudiziari ed il *law enforcement* che ne deriva.

Molti studi, in particolare, hanno esaminato l'effetto di mitigazione che tali meccanismi possono esercitare sui problemi derivanti dal conflitto di interessi per il controllo delle società, sia i problemi tipici dell'agenzia, che implicano conflitti tra *management* e proprietà (*type I agency problem*), sia i problemi di agenzia più specifici delle imprese caratterizzate da livelli più ampi di concentrazione proprietaria, ossia quelli che implicano conflitti di interesse tra grandi azionisti e azionisti di minoranza (*type II agency problem*)⁷⁷.

Nell'ambito di molte ricerche, dunque, l'enfasi è stata spostata verso le variabili relative al contesto istituzionale. Tale virata ha condotto verso l'affiancamento delle teorie solitamente utilizzate nel *background* degli studi (*agency theory*, *transaction cost theory*, *resource-based view*, *stewardship theory*, ecc.) con la *institutional-based view* (Banalieva *et al.*, 2015; Jiang e Peng, 2011a; Peng e Jiang, 2010; Van Essen M., 2012)⁷⁸.

⁷⁶ Per un approfondimento cfr.: DEMSETZ H., 1983 (cfr. nota 60); SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1986 (cfr. nota 45); AGRAWAL A., MANDELKER G., 1990 (cfr. nota 65); KAPLAN S., MINTON B., 1994 (cfr. nota 65); WANG XU, 1997 (cfr. nota 65); GORTON G., SCHMIDT F., 2000 (cfr. nota 65); WU C.P., WU S.N., 2005 (cfr. nota 65); LI *et al.*, 2008 (cfr. nota 65); LEECH D., LEAHY J., 1991 (cfr. nota 66); MUDAMBI R., NICOSIA C., 1998 (cfr. nota 66); LEHMANN E., WEIGAND J., 2000 (cfr. nota 66); DE MIGUEL A. *et al.*, 2004 (cfr. nota 67).

⁷⁷ Per un approfondimento cfr.: LA PORTA *et al.*, 1997, 1998 (cfr. nota 2), LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Investor protection and corporate valuation*, in *Journal of Finance*, 57(3), 2002, 1147-1170; BUSHEE B.J., *Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?*, in *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 2001, 207-246; DEMSETZ H., VILLALONGA B., *Ownership structure and corporate performance*, in *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 2001, 209-233; GOMPERS P.A., METRICK A., *Institutional investors and equity prices*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 2001, 229-259; HOSKISSON R.E., HITT M.A., JOHNSON R.A., GROSSMAN W., *Conflicting voices: the effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies*, in *Academy of Management Journal*, 45(4), 2002, 697-716; BAINBRIDGE S.M., *Director primacy: The means and ends of corporate governance*, in *Northwestern University Law Review*, 97, 2003, 547-606; DE MIGUEL A. *et al.*, 2004 (cfr. nota 67); MAURY B., PAJUSTE A., 2005 (cfr. nota 57); JARA-BERTIN M., LÓPEZ-ITURRIAGA F.J., LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó., *The contest to control in European family firms: how other shareholders affect firm value*, in *Corporate Governance: an International Review*, 16(3), 2008, 146-159; CONNELLY *et al.*, 2010 (cfr. nota 63); BOUBAKER S., MANSALI H., RJIBA H., *Large controlling shareholders and stock price synchronicity*, in *Journal of Banking & Finance*, 40, 2014, 80-96; WANG Z., *Turf War or Collusion: An Empirical Investigation of Conflict of Interest Between Large Shareholders*, in *Corporate Governance: An International Review*, Forthcoming, 2017; COURTEAU L., DI PIETRA R., GIUDICI P., MELIS A., *The role and effect of controlling shareholders in corporate governance*, in *Journal of Management & Governance*, 2017, 1-12; ZHONG N., WANG S., YANG R., *Does Corporate Governance Enhance Common Interests of Shareholders and Primary Stakeholders?*, in *Journal of Business Ethics*, 141(2), 2017, 411-431.

⁷⁸ BANALIEVA E.R., EDDLESTON K.A., ZELLWEGER T.M., *When do family firms have an advantage in transitioning economies? Toward a dynamic institution-based view*, in *Strategic Management Journal*, 36, 2015, 1358-

Si tratta di un approccio teorico che sembra essere particolarmente adatto, alla luce delle considerazioni svolte nelle pagine precedenti, al fine di chiarire le questioni irrisolte in merito all'effetto della concentrazione proprietaria sulle *performances* sul *financial distress* in merito al modo in cui le condizioni istituzionali e, in particolare, la *de jure* e la *de facto protection* da esse derivanti, influenzano tali relazioni (Gedajlovic *et al.*, 2012: 1011, Peng *et al.*, 2017)⁷⁹. La protezione dei diritti degli investitori è fondamentale in un sistema di buona *governance*. Come ormai ampiamente provato, le scelte d'investimento degli azionisti sono strettamente collegate alla qualità del diritto e del suo *enforcement*⁸⁰. Quanto più un sistema Paese è in grado di proteggere in modo adeguato gli investitori dall'esproprio di ricchezza, tanto maggiore sarà la propensione all'investimento nel capitale di rischio delle imprese e più ampie, dunque, le opportunità di sviluppo dei mercati finanziari e tanto migliore risulterà la *governance* aziendale. Tuttavia, ancora oggi, i sistemi di *corporate governance* in molti Paesi, sia in via di sviluppo che in economie avanzate, mancano di meccanismi per una efficace tutela giuridica degli investitori.

Quando un Paese presenta istituti legali e regolatori più deboli e meno efficienti, o più in generale quando gli assetti istituzionali dei Paesi in cui le imprese svolgono la propria attività presentano dei vuoti o delle carenze istituzionali, le imprese tendono a mantenere una struttura proprietaria più concentrata. Le imprese a proprietà familiare, per esempio, mostrano una limitata propensione a reclutare manager esterni (Burkart *et al.*, 2003)⁸¹.

Più in generale, secondo le prove empiriche fornite da La Porta *et al.* (1998)⁸², c'è un meccanismo di sostituzione tra i meccanismi istituzionali di protezione degli azionisti e la concentrazione proprietaria. In particolare, quanto più deboli sono le istituzioni legali e gli schemi normativi formali posti a tutela degli azionisti, tanto più i diritti di proprietà e di controllo risultano concentrati nelle mani di pochi grandi azionisti. In pratica, questi

1377; JIANG Y., PENG M.W., *Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant?*, in *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 2011, 15-39; PENG M.W., JIANG, Y., *Institutions behind family ownership and control in large firms*, in *Journal of Management Studies*, 47(2), 2010, 253-273; VAN ESSEN M., *An Institution-Based View of Ownership*, Phd Thesis. Erasmus Research Institute of Management – ERIM Rotterdam School of Management (RSM). Erasmus School of Economics (ESE), 2012.

⁷⁹ GEDAJLOVIC E., CARNEY M., CHRISMAN J., KELLERMANN F., *The adolescence of family firm research: Taking stock and planning for the future*, in *Journal of Management*, 38, 2012, 1010-1037; PENG M.W., SUN W., VLAS C., MINICHILLI A., CORBETTA G., *An institution-based view on large family firms: a recap and overview*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Forthcoming, 2017.

⁸⁰ LA PORTA *et al.*, 1998 (cfr. nota 75); LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2) evidenziano l'importante ruolo dei sistemi giudiziari nella tutela dei diritti degli azionisti. Attraverso i loro studi, descrivono le differenze nei sistemi legali e nel *law enforcement* tra vari Paesi. In particolare affermano che il livello di tutela degli investitori contro l'esproprio da parte del *top management* e degli azionisti di controllo è fondamentale per spiegare le differenze tra i Paesi in termini di concentrazione proprietaria delle società quotate. Inoltre, BOUBAKRI N., COSSET J., GUEDHAMI O., *Post-privatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection*, in *Journal of Financial Economics*, 76(2), 2005, 369-399 ottengono risultati simili, verificando che i livelli di protezione degli investitori spiegano le differenze tra imprese nelle concentrazioni di proprietà: l'effetto positivo della concentrazione proprietaria sulla performance delle imprese è più importante nei Paesi che offrono una protezione insufficiente degli investitori.

⁸¹ BURKART *et al.*, 2003 (cfr. nota 59).

⁸² LA PORTA *et al.*, 1998 (cfr. nota 75).

studi sostengono che alcune carenze negli assetti istituzionali dei Paesi, dalle quali deriva una insufficiente protezione degli *shareholder*, potrebbero essere colmate da meccanismi di *governance* interni, come la concentrazione proprietaria o quella familiare. In questo modo, meccanismi di *governance* interni ed esterni operano come sostituti nel fornire una *governance* efficiente alle imprese (Peng *et al.*, 2017; Jiang e Peng, 2011a; Anderson e Gupta, 2009; Dahya *et al.*, 2008; Boubakri *et al.*, 2005; La Porta *et al.*, 2002)⁸³.

Durnev e Kim (2005), Doidge, Karolyi e Stulz (2004b) e La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) osservano che il conflitto di agenzie è probabilmente più acuto nei Paesi che offrono una debole protezione giuridica agli azionisti di minoranza. Ciò avviene perché, in tali Paesi, con tutta probabilità l'azionista dominante ha maggiori capacità di estrarre risorse di spettanza degli investitori di minoranza. Nei Paesi con una maggiore protezione degli azionisti, invece, i costi di deviazione sono maggiori, l'espropriazione della ricchezza di spettanza delle minoranze è meno probabile, il valore delle società è più elevato⁸⁴ e, dunque, minori risultano le probabilità del *financial distress*.

Guillen e Capron (2016) e La Porta *et al.* (1998)⁸⁵ sottolineano come la protezione degli azionisti possa variare nei Paesi a causa delle differenze nelle istituzioni legali e regolamentari, le quali svolgono un ruolo esterno rilevante nella *governance* delle imprese. Diversi livelli di tutela degli azionisti di minoranza derivanti dagli assetti istituzionali possono svolgere un ruolo cruciale nel definire le priorità nelle strutture di *governance* interna, contribuendo così a spiegare le relazioni positive o negative evidenziate dalla ricerca empirica con riferimento ai diversi Paesi in cui gli studi sono stati condotti (Peng *et al.*, 2017; Boubakri *et al.* 2005)⁸⁶.

Anderson e Gupta (2009)⁸⁷, inoltre, esplorano il rapporto tra la performance aziendale e la qualità complessiva della *corporate governance* su un campione di circa 1700 aziende che operano in 22 Paesi. Gli autori verificano empiricamente che la struttura finanziaria di un Paese (*market-oriented* oppure *bank-oriented*) e il sistema legale (*common-law* o *civil-law*) influenzano la *corporate governance* e le *performance* di mercato. Lo studio affronta tre rilevanti domande di ricerca. In primo luogo, gli studiosi si chiedono se la *corporate governance* a livello aziendale varia in base alle diverse combinazioni di struttura finanziaria e sistema legale dei Paesi indagati. Poi, si chiedono se la caratterizzazione del mercato finanziario e il tipo di sistema legale del Paese ospitante, singolarmente e congiuntamente, in-

⁸³ PENG M.W. *et al.*, 2017 (cfr. nota 79); JIANG Y., PENG M.W., 2011 (cfr. nota 78); ANDERSON A., GUPTA P.P., 2009 (cfr. nota 3); DAHYA J. *et al.* (cfr. nota 4); BOUBAKRI N. *et al.*, 2005 (cfr. nota 80).

⁸⁴ DURNEV A., HAN K., *To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation*, in *Journal of Finance*, 60(3), 2005, 1461-1493, DOIDGE C., KAROLYI A., STULZ R.M., *Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?*, in *Journal of Financial Economics*, 71, 2004b, 205-238; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Investor protection and corporate valuation*, in *Journal of Finance*, 57(3), 2002, 1147-1170 e LINS K.V., *Equity ownership and firm value in emerging markets*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 2003, 159-184, conducono indagini empiriche e scoprono che il valore aziendale è più elevato nei Paesi con una più forte protezione degli azionisti.

⁸⁵ GUILLEN M., CAPRON L., *State capacity, minority shareholder protections, and stock market development*, in *Administrative Science Quarterly*, 61, 2016, 125-160; LA PORTA *et al.*, 1998 (cfr. nota 75).

⁸⁶ PENG M.W. *et al.*, 2017 (cfr. nota 79); BOUBAKRI N. *et al.*, 2005 (cfr. nota 80).

⁸⁷ ANDERSON A., GUPTA P.P., 2009 (cfr. nota 3).

fluenzano la *corporate governance* a livello aziendale e quindi la sua *performance*. Infine, verificano se differenti meccanismi di *corporate governance* (*board characteristics, anti-takeover provisions, executive and director compensation, qualitative factors, auditor and audit committee related, charter/by laws e director and management ownership*) impattano le *performance* diversamente in diverse combinazioni di mercato finanziario e sistema legale.

I risultati dello studio mettono in evidenza il ruolo rilevante giocato dagli assetti istituzionali dei Paesi in cui le imprese operano nell'influenzare l'efficacia dei diversi meccanismi interni di *corporate governance*, la qualità complessiva della stessa e, dunque, le *performance* delle imprese, in tal modo sottolineando come tali variabili non possano essere trascurate negli studi che hanno ad oggetto la relazione tra *governance* e *performance*. Lo studio, infatti, mette in evidenza che la *corporate governance* a livello aziendale varia in base alle diverse combinazioni di struttura finanziaria e sistemi legale e che la stessa, a sua volta, esercita un'influenza differente sulle *performance* delle imprese nei vari Paesi. In pratica, le imprese che operano nei Paesi caratterizzati da sistemi finanziari *market-oriented* e da sistemi legali di *common law* tendono ad avere una *governance* migliore. Inoltre, tali aziende mostrano valutazioni di mercato più elevate rispetto alle aziende con una *corporate governance* comparabile, ma operanti in Paesi caratterizzati dalla combinazione *bank-oriented-civil-law*.

Le considerazioni svolte nelle pagine precedenti rendono evidente come gli studi in materia di *corporate governance*, e in particolare quelli che hanno a oggetto il ruolo della concentrazione proprietaria quale meccanismo di contenimento dei problemi di agenzia, necessitino di un rinnovamento nella direzione indicata. Diventa, cioè, indispensabile la considerazione del ruolo che i differenti contesti istituzionali possono giocare nell'influenzare l'efficacia del *blockholding*, ossia della concentrazione proprietaria, e degli altri meccanismi di *governance* pensati e implementati per le società quotate *in primis*, ma anche per le non quotate. È sempre più evidente, infatti, che meccanismi interni di buona *governance* non possano essere sviluppati e implementati nelle imprese di ogni Paese, semplicemente attraverso processi isomorfici, indipendentemente dalla considerazione degli effetti che quel meccanismo può generare in un contesto piuttosto che in un altro. Allo stesso modo, sembra anacronistico pensare che i legislatori e gli altri organi di regolamentazione possano contribuire alla genesi e allo sviluppo di meccanismi di *governance* esterni in maniera svincolata dalla considerazione dell'analisi degli effetti che gli stessi possono produrre e delle interazioni che si generano con le altre variabili di contesto.

Da un punto di vista sperimentale, la presenza contemporanea di risultati empirici che sostengono l'esistenza di relazioni sia positive che negative mette in evidenza che esistono diverse variabili di interazione, derivanti appunto dall'ambiente istituzionale, che possono influenzare il segno e l'intensità della relazione, e che, se non utilizzate nei modelli empirici di ricerca, impediscono di fatto di trovare risultati convergenti⁸⁸.

Variabili d'interazione legate agli assetti istituzionali dei Paesi in cui operano le aziende

⁸⁸ A tal proposito LA ROCCA M., 2012 (cfr. nota 50) sostiene che la relazione fra concentrazione proprietaria e valore può configurarsi in vari modi proprio perché può essere potenzialmente mediata o moderata da altre variabili di *governance*. Per apprezzare, dunque, l'influenza della *ownership* sul valore aziendale è necessario valutare il contributo degli altri strumenti di *corporate governance* al ridimensionamento dei problemi di opportunismo, fra cui le differenti specificità istituzionali di tipo *cross-country*.

indagate potrebbero, in altri termini, mettere ordine nei risultati evidenziati con riferimento ai vari Paesi e consentire di addivenire a implicazioni manageriali e di *policy-making* più generali e di più ampio respiro, svincolate dalle contingenze del periodo storico e del contesto indagato.

In sintesi, dunque, la *institutional-based view*, considerando l'effetto delle variabili istituzionali di moderazione o mediazione, potrebbe contribuire a spiegare i risultati non convergenti in merito alla relazione tra concentrazione e performance.

Tuttavia, sebbene esistano numerosi studi sulla relazione tra corporate *governance*/strutture proprietarie e performance aziendali, ancora poche sono le ricerche che indagano i rapporti fra *corporate governance* e *financial distress*, e ancora di meno sono quelle che testano il ruolo di interazione delle variabili istituzionali, fra cui *in primis* la *de jure* e la *de facto protection* derivanti dal sistema legale e dal sistema giudiziario. Come affermano Claessens e Klapper (2002)⁸⁹, “*little is known on the effects of specific creditor right features and their interaction with the judicial system and other country characteristics*”.

La realizzazione di queste analisi empiriche richiede il chiarimento del significato della *de jure* e della *de facto protection*, al fine di poter operazionalizzare le variabili da inserire nei modelli di ricerca sperimentale.

5. – Come sostenuto nelle pagine precedenti, la qualità della protezione degli investitori da parte del *setting* istituzionale di un Paese contro fenomeni di espropriazione costituisce una importante variabile esterna di *governance* aziendale (La Porta *et al.*, 1997; La Porta *et al.*, 2000)⁹⁰.

La portata e la qualità della tutela giuridica di cui possono beneficiare i portatori del capitale in un Paese dipendono dalla sintesi di due elementi: la qualità del quadro normativo, ossia la “*de jure protection*”, e il *law enforcement*, il quale contribuisce a definire il livello di “*de facto protection*” (Dahya *et al.*, 2008)⁹¹. In altri termini, per garantire la protezione degli azionisti è importante non solo che il quadro legislativo di un Paese definisca adeguatamente e analiticamente i diritti degli investitori, ma è altrettanto indispensabile che il sistema giudiziario protegga adeguatamente questi diritti, garantendo un *law enforcement* efficace. In tal senso, come anticipato nelle pagine precedenti, l'efficienza dei sistemi giudiziari può svolgere un ruolo essenziale quale meccanismo di *corporate governance*, limitando l'espropriazione degli azionisti di minoranza e dei creditori ad opera degli azionisti di controllo o del *top management* (La Porta *et al.*, 2000)⁹².

Quando gli investitori finanziano le imprese ottengono il riconoscimento di determinati diritti e poteri che sono generalmente protetti attraverso l'applicazione delle leggi. Si delinea in tal modo il quadro della *de jure protection*.

Alcuni di questi diritti includono regole di *disclosure* e *accounting* finalizzate ad agevolare la trasparenza verso gli investitori e la riduzione delle asimmetrie informative, si tratta

⁸⁹ CLAESSENS S., DJANKOV S., FAN J.P.H., LANG L.H.P., *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, in *Journal of Finance*, 57(6), 2002, 2741-2771.

⁹⁰ LA PORTA *et al.*, 1997, 2000 (cfr. nota 2).

⁹¹ DAHYA J. *et al.* (cfr. nota 4).

⁹² LA PORTA *et al.*, 2000 (cfr. nota 2).