

Dipartimento di IMPRESA E MANAGEMENT Cattedra di STRATEGIE D'IMPRESA

STRATEGIE DI DISINVESTIMENTO E GOVERNANCE

RELATORE

Prof. ENZO PERUFFO

CADIDATO

Mara De Luca

Matr. 645631

CORRELATORE

Prof. LUCA PIROLO

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 – CORPORATE GOVERNANCE E ATTIVITA'	D
DISINVESTIMENTO.	8
1.1 CENNI SULLA CORPORATE GOVERNANCE	8
1.2 L'ATTIVITA' DI DISINVESTIMENTO	10
1.2.1 Antecedenti e Processi in un'operazione di disinvestimento	
1.2.2 Il Ruolo della Corporate Governance nell'attività di disinvestimento	
1.3 LA TEORIA SUL DISINVESTIMENTO.	
1.3.1 Il problema dell'Overdiversification	25
1.3.2 Il problema dell'Underperforming	
1.4 LE TEORIE ALLA BASE DEL DISINVESTIMENTO	32
1.4.1 La teoria dei Costi di Transazione	32
1.4.2 La teoria dell'Agenzia	35
1.5 MODALITA' DI DISINVESTIMENTO	39
1.5.1 Corporate Spin-Off	41
1.5.2 Corporate Sell-Off	43
1.5.3 Scelta tra un Sell-Off ed uno Spin-Off	44
1.5.4 Equity Carve-Out	45
1.6 VALUTAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI DISINVESTIMENTO	47
CAPITOLO 2 – LA TEORIA DELL'AGENZIA	56
CATTOLO 2 LA TLORIA DELL'AGENZIA	
2.1 CENNI E CRITICHE.	56
2.2 PRIMO PROBLEMA DI AGENZIA (AZIONISTI vs MANAGER)	57
2.2.1 Critiche al primo problema di agenzia	62
2.3 SECONDO PROBLEMA DI AGENZIA (AZIONISTI DI MAGGIORANZA	L VS
AZIONISTI DI MINORANZA).	71
2.3.1 Tutela delle minoranze in Italia	73
2 3 2 Il ruolo degli Amministratori Indipendenti	74

2.3.3 Come avere una buona Corporate Governance nel problem	a Pincipal-
Principal	75
2.3.4 Il problema della Dominant Family	77
2.3.5 Confronto tra primo e secondo problema di agenzia dal punto di vista d	ella proprietà
dominante	81
2.3.6 Conflitto Princpipal –Principal nelle società quotate cinesi	83
2.3.7 Differenza tra Costi di Agenzia e Tunneling	85
2.4 BENEFICI PRIVATI DI CONTROLLO	88
2.4.1 Tipi di misurazione dei Benefici Privati di Controllo	90
CAPITOLO 3 – TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA	93
3.1 TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA NELLE OPERA	ZIONI CON
PARTI CORRELATE – CONFRONTO FRA PAESI	93
3.1.1 Operazioni con Parti Correlate	93
3.1.2 Modifiche normative sulle Operazioni Con parti Correlate – Nazioni a	confronto97
3.1.2.1 Belgio	100
3.1.2.2 Francia	105
3.1.2.3 India	108
3.1.2.4 Israele	111
3.1.2.5 Italia	115
3.2 CONFRONTO TRA STATI UNITI ED EUROPA CONTINENTALE	121
3.2.1 Rafforzamenti interni della Corporate Governance	123
3.2.2 Il potere degli azionisti	124
3.2.3 Migliorare l'informazione	125
3.2.4 Public Enforcement	126
3.2.5 Considerazioni	126

3.3 TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA – NOMINA DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE – CONFRONTO FRA PAESI127
3.3.1 Uno sguardo all'Italia132
3.3.2 Azionisti vs Creditori
CAPITOLO 4 – PROTEZIONE DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA NEI SINGOLI PAESI – ANALISI QUANTITATIVA134
4.1 INTRODUZIONE ED OBIETTIVI134
4.2 METODO
4.2.1 Variabili
4.2.2 Results
CONCLUSIONI160
BIBLIOGRAFIA163
SITOGRAFIA170

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi anni, soprattutto nell'ultimo trentennio, le strategie messe in atto dalle imprese, sono state proiettate verso il disinvestimento di uno o di più assets delle società stesse.

Queste operazioni di unbundling sono state definite da molti studi empirici come l'inverso della acquisizioni, mentre gli studi più recenti fanno riferimento al fatto che queste decisioni sono intraprese proprio perché vengono considerate delle vere e proprie alternative strategiche. Infatti, il fatto che le imprese vadano a cedere unità precedentemente acquisiste, non vuol dire necessariamente che la precedente acquisizione sia stata un fallimento anzi, la cessione di una unità potrebbe essere stata causata dal desiderio di perseguire una nuova strategia grazie allo sviluppo di nuove opportunità di mercato che durante la precedente acquisizione non erano presenti.

Il disinvestimento infatti negli ultimi anni è concepito come uno strumento di crescita o di riposizionamento dell'impresa, ma anche come un trampolino di lancio verso la creazione di nuove entità imprenditoriali. I risultati mostrano come questa attività di cessione è spesso motivata dal desiderio di far crescere il core business e di sfruttare tutte le opportunità di crescita del mercato. Proprio per questo, il disinvestimento comunque, per essere intrapreso, ha bisogno di incentivi affinchè l'impresa lo possa considerarlo una scelta corretta, ad esempio una società potrebbe intraprendere questo processo perché vuole focalizzarsi sulle migliori competenze, oppure vuole correggere errori (es. acquisizioni che non hanno portato ad un riscontro positivo), potrebbe aver problemi di underperforming di alcuni assets, oppure ha buone opportunità di business e così via. Ovviamente un'impresa deve fare i conti con tutto ciò che la circonda nel momento in cui sceglie di intraprendere questo tipo di operazioni, ciò vuol dire che vi sono molti studi che la stessa società deve sostenere, che riguardano gli antecedents, il processo e gli outcomes di un processo di disinvestimento.

Le teorie che sono alla base del processo di disinvestimento sono essenzialmente due, la teoria dei costi di transazione di Coase, rivista poi da Williamson, e la teoria dell'agenzia, che vede una distinzione tra primo e secondo problema.

Il primo problema di agenzia, ha avuto ed ha un forte studio alle spalle, ed è quello che vede come protagonista il conflitto tra azionisti di maggioranza ed il management, che sorge soprattutto nelle imprese di origine anglosassone dove vi è una proprietà largamente diffusa; nei paesi Europei invece, la caratteristica delle imprese è quella di avere una proprietà concentrata, ciò vuol dire che solo pochi azionisti sono proprietari di un' elevata percentuale del capitale sociale, il che fa sorgere il secondo problema di agenzia, cioè quello tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza, dove gli azionisti di controllo mettono in atto dei comportamenti opportunistici nei confronti della minoranza. Questo secondo problema, non è stato oggetto di molti studi nel passato, solo negli ultimi anni gli studiosi hanno capito che questo è un problema che spesso attanaglia le società di oggi e quindi deve essere capito e soprattutto vi si deve porre rimedio. Alcuni studi infatti, hanno considerato il problema delle Dominant Family, cioè di quelle società in cui la proprietà è concentrata nelle mani di una famiglia, e si è potuto riscontrare il fatto che questa prende delle decisioni per il proprio interesse e non per l'interesse globale della società, a scapito quindi degli azionisti di minoranza.

Questo elaborato infatti, ha l'obiettivo di capire come gli azionisti di minoranza possono essere protetti da comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di controllo, anche e soprattutto quando vengono intraprese decisioni di disinvestimento.

Il primo capitolo si occuperà di capire quali sono gli antecedenti ed i processi in un'operazione di disinvestimento, di capire come la Corporate Governance, i Blockholders, il Consiglio di Amministrazione, gli Outsiders e gli Insiders Owners possono monitorare la strategia di disinvestimento, in quanto ci potrebbero essere problemi legati all'oversiversification piuttosto che all'underperforming, che potrebbero essere dovuti a comportamenti opportunistici da parte dei manager, che sono riluttanti alla decisione di disinvestire, in quanto potrebbero veder ridursi i loro benefici. Inoltre il capitolo si occuperà di spiegare quali sono le teorie alla base del disinvestimento e soprattutto quali sono le modalità di cessione, analizzando gli aspetti positivi e negativi di queste. Soprattutto però, è importante capire il risultato

di un'operazione di disinvestimento, capire quindi come valutare gli outcomes e soprattutto la performance dell'operazione.

Il secondo capitolo si occuperà di spiegare con maggiore dettaglio la teoria dell'agenzia, e le critiche a questa, ed andrà ad analizzare il primo ed il secondo problema di agenzia in maniera più analitica e soprattutto critica, ponendo maggiore attenzione sul secondo problema, e di come gli azionisti di minoranza possono essere tutelati attraverso gli Amministratori Indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione, piuttosto che attraverso una buona Corporate Governance. Infine si andranno ad analizzare quei benefici, definiti Benefici Privati di Controllo, che gli azionisti di maggioranza possono avere nel momento in cui mettono in atto un comportamento opportunistico nei confronti degli azionisti di minoranza.

Il terzo capitolo entra ancor di più nel dettaglio della tutela della minoranza degli azionisti, analizzando quali sono tutte le azioni che sono state intraprese per la protezione di questa particolare categoria.

Partendo dalla disciplina Europea, con lo IAS 24, che ha cercato di legiferare in ambito delle Operazioni con Parti Correlate, e terminando grazie all'aiuto dei due Report dell'OECD, uno rispetto alle OPC e l'altro rispetto alla nomina degli a Amministratori all'interno del Consiglio di Amministrazione, che hanno permesso di fare un confronto tra le maggiori nazioni come il Belgio, Francia, India, Israele Italia, Olanda e Stati Uniti, che hanno modificato la propria normativa proprio su questi temi per cercare di tutelare gli azionisti di minoranza, partendo dal presupposto e dal confronto tra l'assetto proprietario di queste società, che non è di matrice anglosassone (con esclusione degli Stati Uniti) con una proprietà largamente diffusa, ma con una proprietà concentrata, il che vuol dire maggiore esposizione a problemi di questo tipo.

Il quarto capitolo invece, ha un'impronta più quantitativa ed analitica, grazie all'aiuto di vari database, come ThomsonOne e Datastream, che hanno permesso di analizzare le operazioni di disinvestimento in Europa a partire dal 1993 fino ai giorni nostri, ed di capire quali sono stati i Seller delle operazioni e soprattutto la loro nazionalità, in modo da fare un confronto tra la protezione degli azionisti di minoranza in quei paesi ed i risultati finanziari delle operazioni di disinvestimento. L'obiettivo di questo elaborato infatti è proprio questo, cercare ci capire come gli azionisti di minoranza vengono tutelati nei diversi paesi oggetto di studio, facendo un confronto anche tra i paesi Common Law e Civil Law, cercando di capire anche

quali tra queste due categorie ha attuato maggiori norme per la loro tutela, ed analizzando anche i risultati finanziari, quindi la performance, legata ai vari processi di disinvestimento.

CAPITOLO 1

CORPORATE GOVERNANCE E ATTIVITA DI DISINVESTIMENTO

1.1 CENNI SULLA CORPORATE GOVERNANCE

Il concetto di corporate governance ha avuto ed ha ancora oggi varie definizioni nella letteratura economica e nella pratica aziendale, in quanto non vi è ancora stata una univoca descrizione.

Si può parlare di due concezioni di corporate governance, una concezione definita "ristretta" ed un'altra definita "allargata".

Nella concezione "ristretta", per corporate governance si intendono tutti gli strumenti e meccanismi che vengono utilizzati affinché gli azionisti non coinvolti nella gestione della società, possano valutare l'operato degli amministratori e dei manager. Questo avviene proprio per favorire l'allineamento tra l'interesse dei proprietari e l'interesse manageriale².

Nella concezione "allargata", per corporate governance, si intendono tutti quei meccanismi che fanno si che tutte le attività o più in generale, l'intero complesso aziendale, siano tutte indirizzate verso il soddisfacimento degli obbiettivi degli azionisti, principale driver quando si costituisce una società.

Nel complesso si può dire che la corporate governance soddisfa le esigenze e gli interessi di un gran numero di stakeholders (azionisti, dipendenti, creditori, fornitori e clienti)³.

In linea generale, alla base del concetto di corporate governance, vi sono due concetti fondamentali: il concetto di potere ed il concetto di efficienza economica, dove il primo va ad influenzare il secondo. Questo perché vengono definite una molteplicità di regole, di procedure e meccanismi, che definiscono il processo

¹ Werder Alex v., 2011, "Corporate Governance and Stakeholders Opportunism", Organization Science, Vol.22, No.5, pagg. 1345-1358

² Sundaram A.K., Inkepen A.C., "The Corporate Objective Revisited", Organ. Sci., vol.15, 2004, pagg. 350 – 363.

³ Donanldson T.L., Preston E., "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", Academic Management Review, vol.20, 1995, pagg. 65 – 91.

decisionale a tutti i livelli aziendali e questo fa si che tutti possano essere coinvolti in questo processo, al fine di salvaguardare gli interessi e gli investimenti posti in essere dalla società⁴.

Tutto ciò che abbiamo detto fino ad ora, si può riassumere in un semplice grafico che analizza i quattro approcci tradizionali di corporate governance che si possono riscontrare nella realtà.

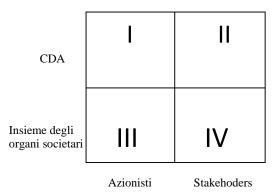


Fig.1 Le dimensioni della Corporate Governance (riadattamento da Zattoni)

Nel primo quadrante si considera rilevante solo la tutela degli azionisti, ed il consiglio di amministrazione è quell'organo in grado salvaguardare l'interesse dei proprietari. Secondo questa concezione, tutti gli altri stakeholders non hanno diritto al governo economico, in quanto i loro rapporti con l'impresa sono governati da forze di mercato.

Nel secondo quadrante è rilevante la tutela degli interessi di varie categorie di stakeholders, ed il consiglio di amministrazione è quell'organo in grado di salvaguardare tutti i loro interessi. Il problema in questo caso, è di identificare le varie categorie di stakehoders, ma soprattutto di stabilire numerosi criteri sul come agire per tutelare tutti questi interessi che sono a volte contrastanti tra loro.

Nel terzo quadrante è rilevante solo la tutela degli azionisti, e la gestione di questi deve essere basata su una governance strutturata, dove gli interessi degli azionisti vengono tutelati da appositi sistemi e strutture.

Nel quarto quadrante è rilevante la tutela degli azionisti e degli altri stakeholders attraverso una governance strutturata, dove gli interessi di queste due categorie vengono tutelati da appositi sistemi e strutture.

_

⁴ Accettulli A., " Elementi di Corporate Governance",; www.centrostudifinanza.it

1.2 L'ATTIVITA' DI DISINVESTIMENTO

1.2.1 Antecedenti e Processi in un'operazione di Disinvestimento

Le operazioni di *unbundling* sono quelle operazioni di vendita di assets, strutture, linee di prodotti, filiali, divisioni e business units, che vengono poste in essere dalla società capogruppo, che chiameremo parent. Queste operazioni non vengono attuate solo perché le imprese perseguono obiettivi legati alla massimizzazione della ricchezza degli azionisti, ma devono essere viste sotto una prospettiva più ampia, che riguarda sia motivazioni strategiche che organizzative.

Molti studi empirici, hanno definito il disinvestimento come l'inverso delle acquisizioni; si ritiene che un'impresa che ha effettuato un acquisizione senza successo, metterà in atto l'operazione opposta, e quindi la cessione. Altri studi più recenti invece, ritengono che le fusioni e le acquisizioni non sono operazioni inverse al disinvestimento, ma alternative strategiche⁵.

La ristrutturazione in generale, può essere riconducibile quindi, sia alle attività di acquisizione che alle attività di cessione, che sono tipicamente risposte a cambiamenti o circostanze interne e/o esterne, che hanno come obiettivo, quello di valorizzare la performance aziendale⁶.

Bisogna fare un'ulteriore differenziazione tra cessione di beni aziendali e cessioni di un'impresa controllata o di un ramo d'azienda, in quanto vi sono differenze economiche, strategiche, organizzative, di processo e di risultati.

In linea generale, per ristrutturazione si intende una modifica nell'attività dell'impresa, della struttura del capitale, della struttura organizzativa che comportano cambiamenti delle linee di business o nel mix dei beni che sono di proprietà dell'impresa stessa.

I sostenitori della ristrutturazione, ritengono che questa porti ad avere una società più snella ed efficiente, mentre i critici ritengono che questa danneggi l'impresa ed i suoi stakeholders (inclusi dipendenti ed azionisti).

.

⁵ Moschieri C., Mair J., "Research on Corporate Unbundling: the Missing Links".

⁶ Decker C., Mellewigt, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?"; Academy of Management; pagg.41 – 55.

Quello di cui bisogna occuparsi è anche la differenza tra disinvestimento di una unità di business e disinvestimento di beni materiali. Proprio per questo si può ottenere questa differenza:

- Divestment

Questo termine è spesso usato per riferirsi sia a vendite di parti della società, che si tratti di beni fisici o una divisione interna dell'azienda, di controllate o di linee di prodotto. Ma una definizione migliore è quella che definisce il divestment come la vendita parziale o totale o la cessione di beni materiali, o riduzione della forza lavoro.

- Divestiture

Questo termine fa riferimento ad un'alterazione del portolio dell'impresa, quindi questa dispone di una divisione, business unit, linee di prodotti o società controllata, che offre sul mercato in cambio di denaro o in altri titoli. Tra le modalità di divestiture, che è di ciò di cui questo elaborato si occupa, troviamo sell-off, spin-off, equity carve-out e scissioni.

In breve sono elencati tutti gli incentivi che possono spingere un'impresa ad intraprendere la scelta del disinvestimento⁷; questo elaborato però si focalizzerà solo su alcuni di questi, ma è importante comunque avere una visione generale di tutte le motivazioni.

- Focalizzazione sulle migliori competenze: spesso accade che un'impresa che ha successo in uno specifico settore, estende la propria attività anche in altri, a volte però accade che la stessa non ha le conoscenze e competenze necessarie per focalizzarsi in altri business, il che porta alla decisione di rimanere nel settore core ed a cedere invece le unit del settore meno performante.

-

⁷ Kovacs V., "Corporate Spit-Off comparison of the USA and German Models", pagg. 1 - 49.

- Correggere errori: diversi esempi correnti dimostrano che le fusioni ed acquisizioni molte volte non generano il successo atteso e possono anche essere causa di un fallimento. In questi casi l'impresa non può fare altro che disinvestire la unit acquisita in precedenza.
- Underperfoming business unit: può accadere che una unit è meno performante rispetto alle aspettative che l'impresa aveva considerato, il che porta al disinvestimento della stessa.
- *Buone opportunità di business:* è il contrario del precedente motivo; può accadere infatti che una unit sia altamente performante e l'impresa disinveste proprio perché la ritiene come un'ottima opportunità di business.
- Risolvere i conflitti: il disinvestimento può essere visto come una risoluzione delle controversie tra i gruppi societari di controllo, che una volta separati possono operare in modo autonomo.
- Evitare costi di organizzazione: il coordinamento, il compromesso, la ridigità, e l'inefficienza, sono molti dei costi che vanno ad opprimere una struttura aziendale. Un'impresa altamente diversificata, proprio a causa di questa, ha bisogno di un grande coordinamento. Spesso i manager devono prendere decisioni che possono danneggiare una singola unità per far si che l'intero complesso ne tragga beneficio; i profitti della singola unità vanno a beneficio dell'intera struttura; detto questo infatti molte unità non raggiungono un elevato livello di efficienza come quello che avrebbero raggiunto se avessero agito singolarmente nel mercato.
- *Promuovere la trasparenza del mercato:* per gli investitori spesso è difficile valutare un sistema composto da un complesso di attività diverse. Ogni unità infatti potrebbe avere fattori di rischio e tassi di crescita diversi l'una dall'altra, il che modifica sia la valutazione che le aspettative.
- Rispettare la legge: alcune volte il disinvestimento può essere involontario, cioè viene imposto dalla legge che ritengono la separazione delle unità come una cosa necessaria. Queste norme spesso sono quelle riguardanti le politiche anti-trust. Può anche accadere che una delle attività di business della società è oggetto di regolamenti governativi, proprio a causa di questo alcuni standard o comunque misure in generale, sono imposte su tutta la società. Per evitare questo problema appunto, viene messo in atto un processo di disinvestimento.

In questa tabella vengono riportati tutti i fattori che influenzano una scelta di disinvestimento, il suo processo ed i suoi risultati, i quali verranno trattati nell'ultimo paragrafo di questo capitolo.

Antecedents	Decision to Divest	Process	Outcomes
General Environment	-		
		Choice of Mode	Economic
Industry Characteristics		Management	
		Management Unbundling	Strategic
Corporate Characteristics	-		
		Governance structure and Management Team	Organization/ Governance
Business-Unit Characteristics			

Fig.2 Classificatory Framework: Content of Antecedents, Process and Outcome categories. (riadattamento da "Research on Corporate Unbundling: the Missing Links", C. Moschieri e J. Miller)

Analizziamo dettagliatamente tutti gli antecendents sopra elencati:

- General Environment

Vi è un lungo dibattito sul come l'ambiente può influenzare le scelte di disinvestimento. Alcuni studiosi ritengono che la cessione può nascere a causa di uno shock nell'ambiente, di un boom economico, altri il contrario. In generale il disinvestimento si verifica spesso in mercati in rapida evoluzione e altamente competitivi ed in specifici contesti culturali e sociali (società omogenea, azionisti stabili, contratti informali).

Molto spesso, la scelta del disinvestimento, è differente rispetto al settore delle imprese che si prendono in considerazione, alle ragioni che spingono verso

questa decisione e alle condizioni della domanda e dei costi⁸. Molti studi infatti, hanno dimostrato come la maggior parte delle imprese statunitensi nel settore chimico, hanno intrapreso la strada del disinvestimento almeno una volta nel periodo 1990 – 1999, mentre le imprese di altri settori, come ad esempio, settore alimentare, mobiliare, tessile, cosmetico, hanno praticamente mantenuto inalterata la loro struttura iniziale⁹.

L'incertezza ambientale, può essere senz'altro un incentivo al disinvestimento, a causa dell'aumento dei costi e della diminuzione dei benefici di quell'unità di business, che potrebbero essere semplicemente evitati, cedendo l'assets in questione¹⁰.

Anche gli investitori istituzionali o gli analisti possono esercitare una fortissima pressione ed influenza sui manager rispetto all'eventualità di una ristrutturazione, che spesso la mettono in atto per evitare lo sconto della conglomerata¹¹.

- Industry Characteristics

Molti studiosi ritengono che bisogna analizzare l'attrattività del settore e la posizione competitiva della parent per mettere in atto determinate strategie di disinvestimento. Nei settori emergenti per esempio, sia le imprese emergenti che quelle esistenti possono utilizzare uno spin-off, in modo da entrare in nuovi mercati emergenti o nicchie di mercato.

Quindi bisogna valutare la concentrazione del settore, la sua redditività, la sua dimensione, la quota di mercato della parent e soprattutto gli aspetti negativi, come le barriere di uscita economiche. La ricerca sostiene che le cessioni sono di maggiore frequenza nei settori altamente immaturi, caratterizzati da diversi segmenti di mercato.

⁸ Decker C., Mellewigt T, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41-55.

⁹ Mulherin J., Boone A, "Comparing Acquisitions and Divestitures", Journal of Corporate Finance 6 (2000), pagg. 117 – 139.

¹⁰ Decker C., Mellewigt T, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41-55.

¹¹ Bethel J., Liebeskind J., " The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", Strategic Manangement Journal, vol. 14, 1993, pagg. 15-31.

Come accennato in precedenza, le barriers to business exit, generano molti problemi riguardanti proprio il non poter uscire da un business,per vari motivi, che possono essere legati a barriere strutturali, strategiche e manageriali.

Le *Structural Exit Barriers* si riferiscono alle risorse che un'impresa ha, risorse tecnologiche, capitale fisso, forza lavoro, concentrazione proprietaria e così via. Proprio analizzando questo ultimo punto, in presenza di un'impresa con una proprietà concentrata, la probabilità che questa disinvesta è veramente bassa; inoltre i manager spingono a non disinvestire anche se quell'unità non è più performante, nascondendosi dietro ai risultati che invece sono ottenuti dall'intera impresa nel suo complesso. Secondo alcuni studi infatti, le imprese non cedono l'asset fino a quando questa non ha risultati sottoperformanti relazionati a quelli delle imprese concorrenti dello stesso settore, e solo in quel momento, l'asset viene disinvestito.

Le imprese che cercando di trarre qualche beneficio, cercano di riconfigurare il business ricombinandolo con altre unità già esistenti, il che però porta solo ad un allungamento dei tempi dell'avvenimento della cessione.

Un altro fattore da prendere in considerazione è l'inerzia, che viene misurata come la combinazione tra età e dimensione dell'organizzazione, fa si che quando ci sono prestazioni basse, questa è elevata, il che porta ad una minima probabilità di exit per gli assets di grandi dimensioni, ed ad una maggiore probabilità quando si tratta di unità di piccole dimensioni. Quindi l'inerzia in generale, può impedire un cambiamento sano che si potrebbe avere attraverso la cessione, anche se in alcuni contesti il cambiamento può essere svantaggioso, ad esempio quando vi è un cambiamento in termini di innovazione tecnica, che potrebbe portare o un beneficio o un danno all'impresa stessa.

Le *Strategic Exit Barriers* riguardano le potenziali interdipendenze tra le varie unità di business che potrebbero portare ad una decisione di non disinvestimento¹².

Maggiore è il grado di complementarietà e interrelazioni tra le business units, minore sarà il vantaggio che si potrà avere compiendo un'operazione di

-

¹² Decker C., Mellewigt T, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41-55.

cessione. Quando delle units hanno una condivisione ad esempio di canali di vendita, distribuzione, integrazione verticale, rapporti di fornitura interna è estremamente complesso interrompere queste relazioni¹³.

Le *Managerial Exit Barriers* sono quelle che si riferiscono al processo decisionale ed agli obiettivi contrastanti del management dell'impresa.

Gli obiettivi contrastanti possono esistere perché i manager sono riluttanti alla decisione di cessione, in quanto loro si identificano come parte di un business di cui hanno fatto parte per un certo numero di anni¹⁴.

In questi casi vi sono gli azionisti che svolgono un ruolo importantissimo nella decisione di exit, tenendo conto del fatto che spesso questa comporta un crollo del prezzo delle azioni, e poi vi sono i manager che cercano di dissuaderli in questa decisione economicamente svantaggiosa per loro, promettendo profitti nel lungo periodo e cercando di impegnare risorse nel salvare quest'attività. A conti fatti però, questo tentativo può essere molto più costoso e valuedestroying nel lungo periodo rispetto ad una decisione tempestiva di disinvestimento¹⁵.

- Corporate Characteristics

Prima di tutto le imprese che mettono in atto un'operazione di disinvestimento volontariamente, hanno più capacità e specifiche caratteristiche aziendali rispetto a quelle imprese che non si sono volute impegnare in questo tipo di operazioni.

In molti casi, il disinvestimento è stato utilizzato per aumentare la diversificazione, ma questa operazione comporta minore innovazione e minore spirito imprenditoriale all'interno dell'impresa, il che è da considerasi come un aspetto negativo.

Alcuni sostenitori della teoria dell'agenzia, ritengono che il disinvestimento sia dovuto a problemi di governance. Le ragioni che hanno portato infatti molte imprese a ristrutturare nel 1980 è proprio perché hanno avuto problemi nello

¹³ Porter M., "Interbrand Choice, Strategy, and Bilateral Market Power", Harvard Economics Studies.

¹⁴ Treacy M., Wiersema F., "Discipline of the Market Makers".

¹⁵ Decker C., Mellewigt T, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41-55.

gestire i manager, i proprietari ed il consiglio di amministrazione. Una governance debole, con scarse qualità di monitoraggio della strategia e della performance aziendale, ha determinato un'alta diversificazione che ha portato a risultati molto scadenti in termini di performance generale, ed è proprio questo il problema che analizzato in questo elaborato.

Certamente, è anche vero che in molti casi le business exit possono provocare un miglioramento della corporate governance, proprio grazie ad esempio, ad una rifocalizzazione, o più in generale ad una ristrutturazione. Purtroppo però, come spesso accade, nel momento il cui vi è un alto livello di diversificazione, vi è una perdita del controllo manageriale ed inefficienze che si sviluppano all'interno delle imprese, soprattutto nel momento in cui questa vanno ad operare in ambienti sempre più incerti¹⁶.

La *Strategia* aziendale è molto importante quando si parla di disinvestimento. Molte volte quando non vi è un adattamento con la strategia aziendale da parte di tutte le unità che compongono l'impresa, vi è una difficoltà immensa nel comunicare e soprattutto nel cooperare.

Tutte quelle unità che sono caratterizzate da basse sinergie ed interdipendenze con altre unità, sono di più facile cessione rispetto a quelle che invece hanno un rapporto costante e duraturo nel tempo¹⁷.

Quando si parla di cedere un'attività, bisogna prendere in considerazione le risorse che l'impresa impegna in questa; nel momento in cui l'unità è molto piccola e richiede un tempo di gestione troppo lungo rispetto ai risultati che genera per l'intera impresa, la probabilità che questa venga ceduta aumenta sempre di più¹⁸.

- Business Unit Characteristics

Si riferisce alle prestazioni della divisione, allo stato finanziario e alle dimensioni. Un assets o un segmento è meno cedibile quando è molto

¹⁶ Decker C., Mellewigt T., "Thirty Yeras After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41 – 55.

¹⁷ Schwenk C., "Cognitive Simplification Processes in Strategy Decision Making: Insight from Behavioral Decision Theory and Cognitive Psychology", 1984.

¹⁸ Decker C., Mellewigt T., "Thirty Yeras After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41 – 55.

redditizio e quando ha prospettive di guadagni futuri molto elevati. Alcuni studiosi ritengono che ci siano delle dimensioni minime efficienti per una unità nel portfolio di business delle imprese diversificate, misure sotto il quale l'unità di business non deve essere ceduta.

Molto spesso, una performance aziendale scandente è il risultato di una strategia di diversificazione fallita. Molto spesso le acquisizioni non correlate portano ad una scelta di disinvestimento, quando quell'asset non ha dato i risultati sperati al momento dell'acquisizione; questo appunto può essere definito "fallimento della diversificazione".

Aspettative non soddisfatte in termini di vendite, profitti, quota di mercato, bassi tassi di crescita, svolgono un ruolo centrale nella decisione di cedere una business unit. In alcuni casi infatti, pur prendendo in considerazione il fatto che il mercato è ancora sfruttabile, molte imprese ritengono la decisione di disinvestire più idonea rispetto al loro status attuale²⁰.

Alcuni studi ritengono che sia molto difficile cedere unità di business che sono all'interno dell'impresa da un certo numero di anni, da ritenersi per modo di dire "anziane", mentre altri ritengono che l'età non influenza la decisione di disinvestire o meno, bensì la modalità che viene scelta per attuarla²¹.

Ma quali sono i fattori di processo che influenzano le operazioni di disinvestimento?

- Management of Unbundling

L' attività di disinvestimento è posta in essere o dai manager o dal consiglio di amministrazione quando la performance della società è in forte declino. In entrambi i casi il ruolo del top management è fondamentale, fornisce informazioni, ospita i potenziali acquirenti e potrebbe essere anch'esso un

-

¹⁹ Idem

²⁰ Dranikoff L., Koller T., Schneider A., " Divestiture: Strategy's Missing Link", Harvard Business Review, 2002, pagg. 74-83.

²¹ Decker C., Mellewigt T., "Thirty Yeras After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41 – 55.

potenziale acquirente²². Molte volte però il ruolo del top management può essere visto in maniera negativa dagli investitori esterni, che si pongono il problema dell'asimmetria informativa e del conflitto di interessi, temi spiegati nel seguito dell'elaborato.

- Governace Structure, Management Team and Effects on Employees

Sia la struttura della governance che ruolo del management influenzano il processo e l'esito di un'attività di disinvestimento, ma anche la reazione dei dipendenti. I membri del consiglio di amministrazione, ed in particolare gli amministratori esterni, saranno coinvolti in questo processo, solo quando i controlli sulle strategie manageriali sono reputate deboli e quando il top management è eterogeneo.

Il ruolo dei dipendenti è fondamentale, molto spesso il disinvestimento, porta ad un cambiamento della struttura organizzativa come ad esempio la riprogettazione dell'area per il ridimensionamento dell'occupazione.

L'exit di una unità e i licenziamenti sono correlati tra di loro, questo minaccia le carriere di ogni singolo dipendente e molte volte le loro intere esistenze.

Il disinvestimento, provoca spesso incertezza e paura tra i dipendenti che reputano questa operazione come un tradimento e reagiscono in modo a volte molto aggressivo. Sotto la minaccia di ulteriori licenziamenti, i "sopravvissuti", sono caratterizzati da una bassissima autostima, hanno una bassa motivazione e soprattutto hanno paura che l'operazione possa ripetersi e colpire anche loro.

Se il licenziamento è necessario per la sopravvivenza aziendale, i dipendenti avranno più facilità nell'accettarlo, mentre se questa attività dipende sono da una separazione societaria, riterranno il licenziamento come ingiusto ed inutile che può causare un senso di frustrazione e di sfiducia nella società parent²³.

La cooperazione nella gestione e la semplice comunicazione manageriale hanno un'influenza positiva sui dipendenti, che possono percepire una

pagg. 119 – 130.

²³ Browman E.H., Singh H., Useem M., Bhadury R., "When Does Restructuring Improve Economic Performance?", California Management Review, vol. 41, 1999, pagg. 33 – 54.

²² Nees D., "Increase your Divestiment Effectiveness", Strategic Management Journal, vol. 5, 1981, pagg. 119 – 130.

giustizia nelle procedure di licenziamento, per costruire una fiducia nell'impresa post-divestiture ed influenzare l'impegno dei dipendenti nell'impresa di nuova formazione.

- Choice of Mode

Si riferisce alle modalità di disinvestimento che l'imprese sceglie di attuare, che dipendono ovviamente dal General Environment, Industry Characteristics, Corporate Characteristics e Business Units Characteristics spiegati in precedenza²⁴.

Tra le modalità più diffuse troviamo lo spin-off, sell-off ed equity carve-out, che verranno esposte nei paragrafi successivi in maniera più dettagliata.

1.2.2 Il ruolo della Corporate Governance nell'attività di Disinvestimento

Il ruolo della Corporate Governance è determinante nell'attività di Disinvestimento. Le operazioni di disinvestimento e quindi di ristrutturazione aziendale, permettono all'impresa madre di uscire, in tutto o in parte da un determinato business, quindi il trasferimento della proprietà delle sue azioni ad un'impresa acquirente, che può essere una persona fisica o una persona giuridica.

La decisione di ristrutturazione mediante un'attività di disinvestimento è ovviamente intrapresa dalla corporate governance, che spinge i manager ad attuare questa attività, anche se questi ultimi sono molto riluttanti alla decisione di disinvestire, in quanto riduce le dimensioni delle imprese stesse ed i benefici privati del controllo. Come sostiene la tesi di Denis (1997), i manager sosterranno l'attività di disinvestimento solo se spinti a farlo da una forte corporate governance.

Un'impresa riconfigura le sue operazioni in risposta ad un ambiente in continua evoluzione ed a volte, la ristrutturazione o più precisamente il disinvestimento, diventa necessario. Si è inoltre sottolineato come questa riconfigurazione dell'impresa in risposta ai cambiamenti del contesto economico, dipende fortemente dalle caratteristiche della corporate governance. Probabilmente la

-

²⁴ McGahan A., Villalonga B., "Does the Value Generated by Acquisitions, Alliances and Divestitures", Working Paper, Harvard Business School, Boston, 2003.

presenza di una forte corporate governance come ad esempio, un forte consiglio di amministrazione e forti azionisti attivi, può motivare i manager a cedere, quando vi è la necessità fondamentale di farlo.

Questo tipo di attività rappresenta un'opportunità per aumentare il valore degli azionisti, ma come accennato prima, molti manager hanno difficoltà a prendere questa decisione in quanto l'ampia diversificazione, porta loro più ampi benefici non pecuniari²⁵.

Il grafico sotto riportato, rappresenta le possibili metodologie di Corporate Restructuring, che possono essere poste in essere o attraverso una ristrutturazione nell'organizzazione, o attraverso una ristrutturazione finanziaria o, come analizzato da questo elaborato, la ristrutturazione del Portfolio attraverso l'attività di Divestitures, Dissolution e M&A²⁶.

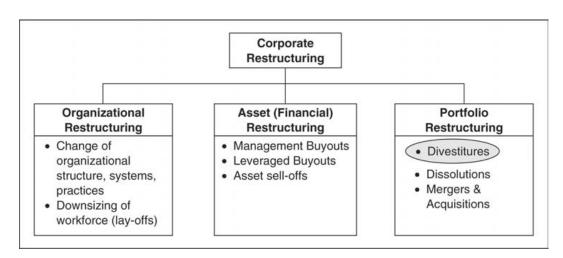


Fig. 3 Structure and elements of Corporate Restructuring Research (riadattamento da "What Have We Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda", M. Brouer)

Quando si parla di Disinvestimento, è inteso come una ristrutturazione del portfolio degli assets di una impresa, attraverso diversi processi quali ad esempio, spin-off, sell-off, equity carve-out e scissioni.

Tra il 1960 ed il 1970 molte imprese investirono in operazioni di M&A e molti studiosi vollero verificare se queste operazioni facevano acquisire un valore aggiunto all'impresa, concentrandosi principalmente sulla valutazione del rapporto

²⁶ Brauer M., 2006, "What Have We Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda", Journal of Management, pagg. 751-785.

²⁵. Owen S., Shi L., Yawson A., 2010, "Divestiture, Wealth Effects and Corporate Governance", Accounting and Finance, pagg. 389-415.

tra attività di acquisizione e performance dell'impresa, attraverso modifiche del valore per gli azionisti.

I risultati di questi studi hanno suggerito che a lungo termine queste operazioni di M&A non migliorano il valore dell'impresa, come invece accade nel breve periodo, anzi vanno ad erodere il suo valore e può produrre rendimenti di mercato altamente volatili²⁷.

Durante il 1980, quasi un terzo delle maggiori imprese negli Stati Uniti hanno ristrutturato il proprio portfolio nelle modalità sopra citate.

Secondo Shieinfer e Vishny 1990, lo scopo primario della ristrutturazione del porfolio nel corso del 1980, è stato quello di ridurre le imprese indipendenti e quindi ridurre la diversificazione, concentrandosi più vicino alle attività core.

Jarrel nel 1992 mostra che la riduzione del numero di assets di un'impresa aumenta il suo valore di mercato. Altre motivazioni che hanno portato a questo processo di ristrutturazione ad esempio, può essere l'inefficienza di alcune linee di business. Infatti le imprese possono cedere assets non redditizi, quindi in underperforming, e sviluppare o acquisire altre più redditizie, anche senza modificare necessariamente la diversificazione globale.

Questo fenomeno è stato molto frequente soprattutto durante la 3° rivoluzione industriale, nel 1980, per due motivi fondamentali; primo, la crescente efficacia del mercato, che ha portato ad una maggiore disciplina dei manager, ed in secondo luogo, il mercato dei capitali che, a causa delle crescenti performance negative delle imprese altamente diversificate (problema dell' overdiversification), ha adottato un atteggiamento molto critico nei confronti di queste. Infatti, proprio durante questi anni, gran parte delle società altamente diversificate, hanno cercato di disinvestire parti delle loro imprese precedentemente acquisite attraverso attività di M&A.

Dal momento che l'attività di disinvestimento modifica il porfolio di Business di un'impresa, questa si trova a porsi una domanda molto importante, cioè "What businesses are we in?"²⁸.

Il fatto che le imprese vanno a cedere unità precedentemente acquisite, non vuol dire necessariamente che la precedente acquisizione sia stata un fallimento, ad esempio alcune unità potrebbero essere state inavvertitamente acquisite come

-

²⁷ Haleblian J., 2009, "Taking Stock of What We Know About Merger and Acquisitions: A Review and Research Agenda", Journal of Management, pagg. 469-502.

²⁸ Idem

business unit di scelta e non destinate ad essere integrate e proprio per questo motivo poco dopo vengono cedute (ad esempio l'acquisizione di Siemens di Atecs Mannesmann); inoltre la cessione di una unità potrebbe essere stata causata dal desiderio di perseguire una nuova strategia grazie allo sviluppo di nuove opportunità di mercato, che durante la precedente acquisizione non erano presenti. Il disinvestimento è concepito come uno strumento di crescita o di riposizionamento dell'impresa, ed anche come un trampolino di lancio verso la creazione di nuove imprese; infatti i risultati mostrano come l'attività di disinvestimento è spesso motivata dal desiderio di far crescere il core business e di sfruttare tutte le opportunità di crescita del mercato.

L'errore che però molti tendono a fare, è il vedere l'attività di disinvestimento come una immagine speculare delle attività di M&A²⁹.

Questo errore è molto frequente a causa del presupposto semplicistico che la cessione di un'attività diventa necessariamente l'acquisizione di un'altra impresa, ignorando quindi le molteplici forme di dismissione esistenti, quali sell-off, spinoff ed equità carve-out, che hanno delle differenze abbastanza rilevanti rispetto alle M&A. Ad esempio, uno spin-off non comporta un acquirente esterno, componente costitutiva invece di un' attività di M&A; l'equity carve-out comporta la vendita di una parte dell'impresa tramite un offerta pubblica di acquisto (IPO); oppure l'attività di sell-off è decisa dal management dell'impresa che vuole disinvestire e questa ha piena discrezionalità nel decidere il processo di transazione di questo.

Inoltre, a causa delle continue fusioni, acquisizioni, scioglimenti e cessioni in termini di ristrutturazione del porfolio, ha reso molto difficile capire quali sono gli effetti della singola attività di disinvestimento, da quelli della più ampia attività di ristrutturazione del portfolio, questo perché non ci sono studi che definiscono precisamente cosa si intende per ristrutturazione.

La domanda a cui questo elaborato cercherà di dare una risposta è: "Quali sono le determinanti delle cessioni aziendali e quali implicazioni hanno queste sulla performance aziendale?".

.

²⁹ Idem.

1.3 LA TEORIA SUL DISINVESTIMENTO

Uno degli aspetti più importanti del comportamento della governance nel corso del 1980 è stato il radicale cambiamento del portfolio di business attraverso attività di ristrutturazione e più specificatamente di disinvestimento.

La teoria dell'agenzia sostiene che la ristrutturazione nel corso del 1980 è stata una correzione alla superespansione e overdiversification avvenuta nel corso del 1960 e 1970³⁰, quando i manager hanno ampliato le dimensioni delle imprese senza aumentarne il loro valore; questo perché i manager hanno incentivi ad ampliare e diversificare anche quando ciò non aumenta il valore dell'impresa, perché la loro ricchezza personale è legata più alla dimensione dell'impresa e al rischio di fallimento che alla performance aziendale³¹. Di conseguenza, la ristrutturazione avviene solo dopo pressanti sollecitazioni da parte degli azionisti che impongono ai manager di ristrutturare.

Il fenomeno della ristrutturazione è cresciuto durante il 1980 come risposta ai grandi cambiamenti di business, come ad esempio: la crescita del settore, il cambiamento tecnologico, l'incertezza ambientale, i cambiamenti nel contesto istituzionale (deregolamentazione, politiche antitrust e variazione delle politiche fiscali).

L'intensità della concorrenza stimola l'attività di disinvestimento tra le imprese concorrenti proprio per ammorbidire la concorrenza stessa; la bassa o negativa crescita industriale stimola la probabilità di disinvestimento, considerando che durante le fasi di forte crescita, le imprese sono meno propense a cedere a causa delle migliori possibilità di sopravvivenza; inoltre alcune ricerche hanno rivelato che le imprese multibusiness che registrano una crescita elevata delle loro primary industry, tendono a cedere le imprese marginali con basse quote di mercato, al fine di sfruttare al meglio prestazioni delle attività relative al core business.

³⁰. Bethel J., Liebeskind J., 1993, "The effects of ownership structure on corporate restructuring", Strategic Management Journal, Vol. 4, pagg. 15-31.

³¹ Jensen M., Murphy K., "Performance Pay and Top Management Incentives", Journal of Political Economy, 1990, pagg. 225 – 264.

1.3.1 Il problema dell'Overdiversification

Come già accennato in precedenza, le cause dell'attività di disinvestimento e di ristrutturazione durante il 1980 possono essere ricondotte ad una governance inadeguata ed a strategie inappropriate.

L'intensità del disinvestimento è direttamente correlata con la performance e la strategia dell'impresa, che a loro volta sono precedute da una governace debole; questa intensità si misura come il livello di attività di disinvestimenti totale di un'impresa durante il suo periodo di ristrutturazione.

Durante il 1980 ed il 1990, molte imprese in molti settori hanno modificato il loro portfolio attraverso i disinvestimenti ed hanno messo in atto il così detto "downscoping", cioè un insieme di programmi per delle cessioni strategiche; secondo questa logica i manager hanno compiuto notevoli errori strategici perseguendo diversificazioni indipendenti o lavorando ad un numero eccessivo di diversificazioni simultaneamente³².

Ci sono due linee di pensiero sull'attività di disinvestimento e sulla ristrutturazione in generale. Un primo pensiero è che le imprese altamente diversificate non riescono a gestire la diversificazione stessa. Un'altra ragione può essere ricondotta alle decisioni strategiche errate dei manager, che potrebbero aver sbagliato nella previsione di un risultato eccessivamente positivo della ristrutturazione stessa.

Quindi Overdiversification è definita come diversificazione eccessiva, al di là del livello ottimale per gli azionisti³³. Infatti tale diversificazione potrebbe fornire vantaggi ai manager, come l'aumento dell'occupazione o una compensazione superiore, che però potrebbe non essere ottimale ed in linea con la volontà degli azionisti³⁴.

In conclusione, il problema della separazione tra proprietà e controllo nella moderna società, ha portato molti teorici ad affrontare problemi che riguardano i

³² Hoskisson R., Turk T., 1990, "Corporate restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market; Academic of Management Review,, Vol. 15, No. 3, pagg. 459-477.

³³ Hoskisson R., Johnson R., Moesel D., 1994, "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance; Academic of Management Journal, Vol.37, No. 5, pagg. 1207-1251.

³⁴ Baysinger B, Hoskisson R., 1990, "Board Composition and Strategic Control: The Effect on Corporate Strategy", Academy of Management Review, Vol. 15, pagg. 72-87.

ruoli ed i comportamenti dei proprietari, manager e consiglio di amministrazione proprio sul tema del disinvestimento.

In genere, gli azionisti hanno poca influenza sulle decisioni dei manager, a meno che questi non possiedano una grande percentuale di azioni della società; i manager hanno una responsabilità fiduciaria di agire nel miglior interesse degli azionisti, il cui obiettivo principale è quello di massimizzare la creazione di ricchezza; infine gli azionisti eleggono un consiglio di amministrazione, il cuoi compito è quello di assicurare la tutela dei propri interessi. La responsabilità principale è quella di monitorare il top management, almeno da un punto di vista giuridico, come sostiene Miller (1993), e gli amministratori sono tenuti ad agire in buona fede e a prendere decisioni che sono indipendenti dai loro rapporti o interessi personali. I conflitti d'interesse possono emergere quando per esempio, gli amministratori hanno legami non solo strettamente lavorativi con i manager, e che quindi possono creare problemi e il sorgere dei conflitti di agenzia. Proprio per questo motivo la maggior parte dei consigli di amministrazione sono costituiti da amministratori indipendenti che dovrebbero monitorare al meglio le azioni dei manager. Questa indipendenza del consiglio dovrebbe portare l'impresa a prestazioni superiori³⁵.

Ma come questi meccanismi di governance possono monitotare la strategia di Disinvestimento?

Come la governance può monitorare la strategia di disinvestimento

Corporate Governance sta per governo delle imprese, che comprende sia tutti gli organi che servono a governare l'impresa (assemblea dei soci, CDA) che indicano la struttura, sia tutti i meccanismi che consentono a questa di funzionare.

Nelle grandi imprese con molti azionisti, la proprietà, quindi gli stessi azionisti, cedono la gestione ai manager; il rischio però sta nel fatto che i manager, avendo spesso differenti obbiettivi rispetto agli azionisti, non perseguano gli interessi di questi ultimi. Questo accade proprio perché essendo tanti piccoli proprietari, non hanno gli strumenti necessari per controllare l'operato del management.

26

³⁵ Baysinger B., Butler H., 1985, "Corporate Governance and Board Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition; The Journal of Law, Economics and Organizations, Vol.1, pagg. 101-124.

E' ovvio che in un'impresa dove vi è una grande concentrazione proprietaria, o per esempio una Dominant Family, è molto più semplice monitorare l'operato dei manager, in quanto non vi è una frantumazione proprietaria come nel caso precedentemente descritto.

Quando poi i manager sono anche proprietari dell'impresa, questi devono anche allineare i propri interessi con quelli degli altri proprietari.

La Governance quindi, si riferisce alla qualità del monitoraggio della strategia e delle prestazioni che sono messe in atto in un'impresa³⁶.

Un altro dispositivo di Governance utilizzato per allineare l'interesse del management a quello dei proprietari, è l'utilizzo di compensazioni aggiuntive ai manager³⁷.

La giustificazione di questo utilizzo non è solamente economica, cioè relativa al diritto di ciascuno di guadagnare il massimo possibile dalla propria attività lavorativa nel rispetto delle leggi, ma morale, in quanto si ritiene che i piani di compensazione, allineando le funzioni obiettivo dei manager e dei proprietari, diventano un antidoto per eliminare le divergenze tra management e proprietà, togliendo spinte motivazionali ed opportunistiche degli agent.

Tuttavia, questo metodo ha diversi fattori di complicazione. In primo luogo, le decisioni strategiche prese dai dirigenti sono complesse e non routinarie; in secondo luogo, le decisioni di gestione spesso colpiscono i risultati aziendali per lunghi periodi di tempo, rendendo difficile valutare l'effetto delle decisioni vigenti in materia di performance aziendale; in terzo luogo, intervengono un certo numero di variabili tra il comportamento e le prestazioni dei manager.

Cosi, sebbene il metodo della compensazione può fornire incentivi diretti per i manager di prendere decisioni che vanno a vantaggio dei proprietari, questi benefici non arrivano senza però una perdita di controllo o di trasferimento del rischio.

_

³⁶ Hoskisson R., Johnson R., Moesel D., 1994, "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy and Performance", Academic of Management Journal, Vol.37, No. 5, pagg. 1207-1251.

³⁷ Haleblian J., 2009 "Taking stock of what we know about Merger and Acquisitions: a Review and Research Agenda", Journal of Management, pagg. 469-502.

La teoria dell'agenzia suggerisce come l'eccessiva diversificazione ha portato i proprietari delle imprese ad affidare la gestione del loro portfolio ad altri soggetti, i manager.

Questo ha portato ovviamente ad una separazione tra proprietà e management. Pertanto i proprietari subiscono il pagamento dei costi di agenzia per monitorare l'operato dei manager, per controllare se questi ultimi approfittano della loro posizione, disperdendo e sprecando risorse aziendali. Quindi, più è presente una proprietà frammentata tra i vari piccoli azionisti, più sarà alta la probabilità di una diversificazione in quanto, l'attività di monitoraggio dei manager non è intensa³⁸. Una più ampia diversificazione comporta più altri compensi per i manager, come sostenuto da Tosi e Gomez-Mejia nel 1989: vi è una relazione positiva quindi, tra crescita dell'impresa e compensazione manageriale.

Tuttavia, Holderness e Sheehan hanno studiato come una speciale categoria di azionisti di maggioranza, definiti anche Blockholders, non si limita a sorvegliare l'operato dei manager, ma va a monitorare la loro attività assiduamente, per evitare proprio che questi possano intraprendere strategie dannose per l'impresa, che potrebbero portare all'overdiversification.

I Blockholder sono quegli azionisti che possiedono un largo numero di azioni, capaci quindi di influenzare, in modo decisivo, tutta la politica aziendale dell'impresa grazie al gran numero di voti che possiedono³⁹. Infatti, poiché ogni azione da un diritto di voto, questi hanno molto più potere dei piccoli azionisti, e quindi usano questo potere per modificare ad esempio la composizione del consiglio di amministrazione o più in generale dell'intero complesso aziendale, affinché tutte le decisioni, possano essere prese per il bene dell'impresa e non per un tornaconto manageriale.

In conclusione possiamo definire che più è elevata la presenza dei Blockholders, più limitato sarà il livello di diversificazione.

³⁸ "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance", R. Hoskisson, R. Johnson, D. Moesel; Academic of Management Journal 1994, Vol. 37, No. 5, page. 1207-1251.

³⁹ " The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", J. Bethel e J. Liesbeskind; Strategic Management Journal, 1992, Vol.14, pagg. 15-31.

Come il Consiglio di Amministrazione può monitorare la strategia di Disinvestimento

Data la dispersione della proprietà che è comune nelle grandi imprese, gli azionisti usufruiscono dell'attività del consiglio di amministrazione per monitorare l'operato dei manager.

In generale, il ruolo del consiglio di amministrazione, come sostenuto dalla teoria dell'agenzia, è quello di massimizzare il valore per gli azionisti, in quanto sono diretta espressione degli interessi della proprietà dell'impresa dato che i suoi membri sono eletti dall'assemblea dei soci, cercando quindi di prendere provvedimenti nei confronti di quei soggetti, i manager, che con le loro azioni non permettono il raggiungimento di questo scopo.

Il consiglio di amministrazione ha un ruolo non semplice da ricoprire, deve condurre, guidare e controllare l'impresa, cercando di creare una connessione tra proprietà e manager.

Il consiglio ha tre funzioni fondamentali:

- Funzione strategica

Determina gli obiettivi aziendali e definisce la strategia in base alla quale i risultati aziendali devono essere raggiunti.

- Funzione di monitoraggio

Controlla l'andamento della gestione, se e come i risultati sono stati raggiunti attraverso meccanismi di controllo interno.

- Funzione elettiva

Nomina i manager dell'impresa, controlla il loro operato e le loro decisioni.

Alcuni studiosi ritengono che per assicurare il controllo sull'operato dei manager il consiglio debba essere composto da amministratori esecutivi (a cui sono attributi deleghe e funzioni direttive) e non esecutivi (controllano gli esecutivi, danno in loro parere sulle strategie e sui risultati raggiunti dai manager), tra i quali quelli

indipendenti, in modo tale che nessun soggetto o gruppo di soggetti possa dominare il processo di decisione del consiglio stesso.

Eisemberg 1976, sostiene che la partecipazione dei manager al consiglio di amministrazione vada a ledere la capacità del consiglio stesso di monitorare il management. Sarebbe meglio avere un consiglio di "estranei" che riduce la possibilità di un comportamento opportunistico da parte dei manager nei confronti degli azionisti, soprattutto quando questi non rientrano nella gestione dell'impresa⁴⁰.

Tuttavia, Baysinger e Hoskisson, hanno sostenuto che la tendenza verso amministratori esterni ha avuto conseguenze impreviste. Secondo la loro visione, il compito di questi amministratori esterni è quelli di tutelare l'interesse degli azionisti, però questi a volte hanno molte difficoltà nel reperire informazioni interne necessarie, riguardanti ad esempio le decisioni strategiche⁴¹.

Proprio per questo, Lorsh nel 1989, sostiene che : "Gli amministratori sono come i vigili del fuoco. Si siedono e vanno in giro a fare molto poco fino a quando c'è un allarme antincendio per poi entrare in azione".

Comunque, l'esistenza di un board of directors a dovrebbe significare che la strategia di diversificazione dell'impresa è tenuta sotto stretto e costante controllo e che non sono stati posti in essere atti inappropriati per l'impresa stessa.

Come gli Outsiders e gli Insiders Owners possono monitorare la strategia di Disinvestimento

La capacità di vigilare, come accennato in precedenza, è fondamentale per monitorare il top management.

Come sostenuto da molti teorici, quando vi sono outsiders owners che fanno parte del consiglio di amministrazione, che quindi hanno una posizione di proprietà sostanziale dell'impresa, sono disposti ad esercitare maggiormente la loro autorità

Vol.37, No.5, pagg.1207.1251.

⁴¹ Baysinger B., Hoskisson R., "Board Composition and Strategic Control: The Effect on Corporate Strategy" Academic of Management Review, 1990, Vol.15, pagg. 72-87.

⁴⁰ Hoskisson R., Johnson R. e Moese D. "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy and Performance"; Academic of Management Journal, 1994, Vol. 37, No. 5, pagg. 1207, 1251.

e premere per un funzionamento continuo e regolare dell'attività del management. Questo proprio perché la proprietà può pressare i membri del consiglio di amministrazione a monitorare attivamente le varie formulazioni di strategie da parte dei manager, evitando così azioni che possono portare ad una eccessiva diversificazione che potrebbe a sua volta comportare una vera e propria ristrutturazione.

Gli Insiders Owners, invece, hanno un rapporto con il patrimonio netto dell'impresa e quindi hanno un incentivo a mantenere la strategia in linea con le decisioni degli altri proprietari, in quanto il legame con la performance aziendale è elevata⁴².

La teoria dell'agenzia sostiene che quando i manager sono anche proprietari dell'impresa, hanno meno incentivi a comportarsi in maniera opportunistica e quindi la possibilità di una diversificazione è molto bassa, in quanto i membri del consiglio di amministrazione sono poco incentivati a diversificare un'impresa in modo non ottimale.

Quindi la proprietà manageriale favorisce una migliore vigilanza da parte dei manager e allo stesso tempo riduce la necessità di agire in modo inappropriato, come per esempio, ridurre il valore dell'impresa attraverso processi di overdiversification⁴³.

1.3.2 Problema dell'underperforming

Vol.37, No.5, pagg.1207.1251.

Un'altra motivazione che può portare un'impresa a scegliere una operazione di disinvestimento, può essere proprio il problema dell'underperforming, cioè un business con performance negative.

L'operazione di disinvestimento, legata a questa motivazione, fa si che i risultati economico-finanziari della società a livello corporate siano maggiormente positivi. Ovviamente, questa non è una strategia che genera entrate monetarie per la parent company, ma fa si che si riduca il fabbisogno finanziario che l'assets ceduto assorbiva prima del suo disinvestimento. Queste risorse non "sprecate" possono essere quindi riutilizzate dalla casa madre ad esempio, per rafforzare la propria

Effects of Governance, Strategy and Performance",; Academic of Management Journal, 1994,

⁴³ Hoskisson R., Johnson R., Moesel D., "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms:

⁴² Fama E., Jensen M., "Agency Problem and Residual Claims", Journal of Law and Economics, 1983, Vol. 26, No.2, pagg. 327-349.

posizione in business dove gli introiti sono maggiori e rendere quel settore più remunerativo.

Molte volte il disinvestimento viene utilizzato anche per avvicinarsi maggiormente alle attività core. È molto più semplice per una società, operare in business affini tra loro, dove le risorse e le competenze sono simili invece di avere più business non correlati tra di loro, in quanto comporterebbe maggiori costi che spesso non vengono remunerati dagli introiti dei business in questione.

Questa migliore focalizzazione sul core business comporta ovviamente migliori performance economiche, finanziarie ed operative e soprattutto un miglior benessere per i propri azionisti.

1.4 LE TEORIE ALLA BASE DEL DISINVESTIMENTO

1.4.1 La teoria dei costi di transazione

L'attività di disinvestimento può essere spiegata attraverso la teoria dell'impresa, che ha visto come suo fondatore R. Coase e come suo successore Williamson, a partire dalla metà degli anni '70.

I neoclassici sostengono che il mercato sia il miglior allocatore delle risorse, ma se fosse così non esisterebbero delle organizzazioni, chiamate imprese, che ne internalizzano una parte.

Tutto ciò accade a causa della transazione, definita da Williamson come " il trasferimento di un bene o un servizio attraverso un'interfaccia tecnologicamente separata e che comporta uno scambio di valori tra le parti". Quindi le imprese sorgono perché grazie alla loro struttura e organizzazione interna, riescono a gestire un numero di transazioni più ampio rispetto al mercato, in quanto questo sostiene costi più elevati dovuti principalmente alla carenza di informazioni.

In definitiva, si distinguono due tipi di governo delle transazioni: il mercato e l'organizzazione interna o gerarchia.

Con il mercato è sufficiente il ricorso ai prezzi e alle quantità per ottenere tutte le informazioni necessarie affinché le parti possano scambiare beni e servizi. Con la gerarchia le transazioni sono gestite all'interno dell'impresa grazie alle norme e alle regole del funzionamento organizzativo.

Come spiega Coase: "all'esterno dell'impresa, i movimenti dei prezzi dirigono la produzione, che viene coordinata da una serie di scambi sul mercato; all'interno dell'impresa, queste transazioni di mercato sono eliminate e al posto della complicata struttura di mercato con transazioni di scambio viene posto l'imprenditore/coordinatore che dirige la produzione".

Ma perché sorgono i costi di transazione?

- Razionalità limitata

i soggetti sono solo intenzionalmente razionali però sanno che non potranno prevedere ogni evento, che la comunicazione non è perfetta e quindi la comunicazione diventa spesso parziale.

Loro agiscono in un modo che è razionale nelle intenzioni, tentando di fare il loro meglio pur conoscendo le limitazioni in cui incorreranno.

Nei rapporti contrattuali spesso l'ambiguità nel linguaggio fa sorgere l'apposizione di numerose clausole per regolamentare un certo numero e certi tipi di eventi, ovviamente non tutti possibilmente previsti. Questo però non fa altro che aumentare ulteriormente i costi.

- Opportunismo

Il comportamento opportunistico sorge a causa del fatto che i soggetti tendono a perseguire egoisticamente i propri interessi, anche a danno di quelli altrui, definito azzardo morale. Inoltre bisogna prendere in considerazione il fatto che vi è asimmetria informativa tra le parti, in quanto queste possono non possedere lo stesso tipo di informazioni.

Proprio per questo in una contrattazione tra le parti, una delle due potrebbe assumere come non assumere un comportamento opportunistico. Però, già la sola ipotesi che si potrebbero creare situazioni di opportunismo, fa si che le parti si tutelino per verificare e prevenire un comportamento di questo genere dalla controparte.

⁴⁴ "The Problem of Social Cost", R.Coase; Journal of Law and Economics, 1960.

- Piccoli numeri

Nel mercato in genere l'opportunismo viene limitato grazie alla concorrenza e all'elevato numero di operatori, ma nella realtà potrebbe capitare che queste condizioni potrebbero non verificarsi.

Ad esempio in un mercato con piccoli numeri, l'opportunismo potrebbe essere maggiore, ad esempio un cliente potrebbe trovarsi davanti a nessun tipo di alternativa e quindi scegliere l'unico fornitore disponibile sul mercato, andando incontro a maggiori probabilità di comportamenti opportunistici da parte del fornitore.

- Incertezza

Per poter effettuare una transazione in assoluta certezza, bisognerebbe disporre di contratti completi, che dicano alle controparti cosa fare in qualsiasi tipo di situazione che si possa presentare.

Purtroppo però, nella realtà non esistono i contratti completi, non esistono quindi contratti che possono prevedere ogni tipo di circostanza e che indichino cosa le controparti debbano fare in quel caso. Questo accade a causa della razionalità limitata, dei piccoli numeri e dell'opportunismo che influenzano le transazioni e le caricano di incertezza.

- Frequenza

la frequenza si riferisce al numero di scambi con la quale viene effettuata una transazione e quindi abbiamo transazioni occasionali o ricorrenti.

Nel caso di transazioni ricorrenti sarebbe conveniente costituire una modalità di governo dedicata alla gestione di quella transazione in modo da sostituire i costi variabili che aumentano con l'aumentare delle transazioni, con i costi fissi che non sono influenzati dalla frequenza.

In definitiva, la cosa più importante da fare è capire la dimensione ottimale dell'impresa, studiando il trade-off tra i costi di utilizzo del mercato ed i costi di utilizzo della gerarchia per la gestione di una una transazione.

Tra i costi di utilizzo della gerarchia troviamo:

- Costi di programmazione e controllo;
- Costi derivanti da asimmetria informativa e razionalità limitata dei soggetti;
- Costi di incentivazione per i soggetti;
- Costi di coordinamento.

Tra i costi di mercato invece, sono presenti:

- Costi di negoziazione e esecuzione della transazione;
- Costi di ricerca sui prezzi rilevanti;
- Costi legati all'impossibilità di avviare contratti completi.

Come è stato analizzato, non esiste un'unica soluzione organizzativa ottimale, in quanto sia il mercato che la gerarchia comportano benefici ma anche costi.

Per concludere, il fenomeno dei disinvestimenti può essere quindi spiegato dal concetto di dimensione ottimale dell'impresa.

Un'impresa che è diversificata, ed ha internazionalizzato un numero sempre più alto di transazioni, ha i costi di amministrazione che crescono molto velocemente con l'acquisizione di più business per aumentare il portfolio. Il disinvestimento di uno o più business porta sicuramente una diminuzione di questi costi amministrativi ed il coordinamento del business disinvestito non sarà più compito dell'impresa, ma compito di forze esterne alla corporate.

Questa modificazione dei costi di transazione è avvenuta perché i benefici netti dell'impresa diversificata erano più bassi dei costi amministrativi per gestire quel business.

1.4.2 Teoria dell'Agenzia

Il presente lavoro ha come obiettivo capire il come ed il perché una specifica categoria di problemi di agenzia, Principal/Principal, cioè azionisti di maggioranza vs azionisti di minoranza, viene implementata.

Benché si rimandi al capitolo successivo per la discussione specifica del tema, qui si intende dare un'informazione preliminare sul come sorgono i problemi di agenzia e soprattutto quali sono le diverse opzioni.

I teorici si sono focalizzati soprattutto sullo studio di un tipo di problema di agenzia, cioè quello tra azionisti e manager, lasciando molti dubbi sul rapporto tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza, problema di cui questo elaborato tratterà nel capitolo successivo.

Una delle principali problematiche relative alla corporate governance alla base di moltissimi studi, è la separazione tra proprietà e controllo all'interno di un'impresa. Il primo teorico che si occupò di questi problemi, chiamati problemi di agenzia, fu Adam Smith nel 1776, osservando il comportamento di amministratori non anche proprietari dell'impresa ed invece di amministratori/proprietari. Quanto osservato, ha portato alla luce il fatto che gli amministratori non proprietari non agiscono con la medesima diligenza degli ultimi, in quanto le risorse gestite non sono di loro proprietà. Quanto studiato, ha fatto si che Smith ritenesse che la separazione tra proprietà e controllo, fa si che gli interessi perseguiti dagli amministratori possono divergere da quelli degli azionisti.

Questa teoria venne ampliata e studiata maggiormente da Berle e Means nel 1932, i quali studiando le grandi imprese statunitensi, caratterizzate da un azionariato diffuso, hanno individuato problemi legati al rapporto tra azionisti e manager, riguardo alla concentrazione del potere nelle mani di questi ultimi.

Proprio Berle e Means ritengono che: "La nascita delle grandi aziende moderne ha provocato una concentrazione del potere economico in grado di competere alla parti con quello politico degli stati. Lo stato cerca di regolare e contenere tale potere attraverso la legislazione, mentre le grandi aziende, diventate sempre più potenti, fanno ogni sforzo per evitarla. Il futuro vedrà negli organismi economici, tipizzati nelle grandi aziende, più che negli altri stati, le forme dominanti di organizzazione sociale".

Si definisce rapporto di agenzia, un contratto in base al quale uno o più persone, il principal (azionista), impegna un'altra persona cioè l'agent (manager) a perseguire servizi per loro conto.

Quindi nell'ottica della corporate governance, la teoria dell'agenzia studia il rapporto di agenzia tra azionisti (principal) e manager (agent), dove i primi a causa di un'eccessiva frammentazione proprietaria, non riescono ad occuparsi della gestione totale dell'impresa e delegano questa funzione agli agent.

Come sappiamo, ciascun individuo cercherà di massimizzare la propria funzione di utilità e questo potrebbe creare situazioni in cui i manager non sempre agiranno

nell'interesse degli azionisti; inoltre il manager beneficia di un'asimmetria informativa rispetto all'azionista, in quanto ha informazioni maggiori riguardo all'impresa in cui opera. Il problema fondamentale delineato da queste due assunzioni, è il fatto che gli azionisti non sono in grado di controllare in modo efficace e duraturo il comportamento dei manager, soprattutto quando vi è una grande frammentazione proprietaria.

Il problema dell'agenzia quindi, si può riassumere nella possibilità di comportamenti opportunistici da parte del manager, che può non perseguire gli interessi degli azionisti.

Le tre categorie di comportamenti opportunistici che un manager può mettere in atto grazie all'asimmetria informativa, sono stati studiati da Jensen nel 1979 e sono qui elencati:

- Azzardo morale

È un tipo di comportamento opportunistico post contrattuale che, a causa dei contratti incompleti e quindi dalla non osservabilità delle azioni, non può stabilire se una delle parti ha agito in maniera opportunistica o se sono stati rispettati tutti i termini del contratto.

- Selezione avversa

È un tipo di comportamento opportunistico pre-contrattuale, dove il manager grazie all'asimmetria informativa, può nascondere o manipolare informazioni a danno della controparte nel momento della stipulazione del contratto.

- Avversione al rischio

A volte i manager potrebbero non intraprendere decisioni che apporterebbero profitti all'impresa, a causa della percezione del rischio che questi hanno della decisione stessa; infatti il loro obiettivo fondamentale è quello di mantenere il prestigio aziendale, diverso dal voler massimizzare il valore azionario, obiettivo invece degli azionisti.

Per cercare di eliminare questi problemi, gli azionisti devono sopportare i costi di agenzia cioè⁴⁵:

- Costi di monitoraggio;
- Costi di obbligazione;
- Perdita residuale di utilità, descritta sopra.

I costi di monitoraggio sono quei costi sostenuti dagli azionisti per cercare di osservare, misurare e controllare l'operato e la performance dei manager; questi possono includere ad esempio l'auditing o in controllo interno.

I costi di obbligazione sono quei costi sostenuti per vincolare i manager e garantire gli azionisti contro eventuale azioni sleali da parte degli agent; questi possono includere limitazioni contrattuali al potere di decisione dei manager.

La teoria dell'agenzia quindi, cerca di dare una risposta a quale dovrebbe essere quel contratto che vada a regolare il rapporto tra principal ed agent.

Se ci fossero contratti completi e quindi perfetti, il problema sarebbe risolto, ma nella realtà i contratti sono imperfetti, in quanto non esiste un contratto che preveda come i soggetti debbano comportarsi in qualsiasi circostanza.

L'obiettivo sarebbe quello di creare un contratto incompleto che cerchi di allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei manager attraverso sistemi di incentivazione. Il problema è capire qual è il metodo di incentivazione più efficace, se quello basato sugli aumenti salariali o quello basato sull'erogazione di commissioni, stock options ecc. Fondamentalmente tutto dipende dalle informazioni che si hanno a disposizione. Se l'azionista è in grado di monitorare il manager è preferibile il primo metodo, se invece non vi è la possibilità o la convenienza a fare ciò, o si acquisiscono informazioni sull'operato dell'agente oppure si ricompensa in base ai risultati finali aziendali raggiunti; per concludere si può ritenere che il contratto più efficiente sia un trade-off tra le due opzioni⁴⁶.

Il secondo problema di agenzia che verrà trattato nel capitolo successivo, è quello che riguarda l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti

⁴⁵Jensen M., Meckling W., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, 1976, pagg. 305-360.

⁴⁶ Della Porta A., "Introduzione alla Corporate Governance: un Confronto tra Teorie e Modelli".

di maggioranza, questo avviene principalmente quando gli interessi della maggioranza divergono da quelli della minoranza, ma di ciò ce ne occuperemo in seguito.

1.5 MODALITA' DI DISINVESTIMENTO

Le domande a cui bisogna trovare una risposta sono principalmente due: perché le imprese disinvestono? E quale effetto ha questa azione?

Il processo di Disinvestimento è stato poco studiato dai teorici e per questo definito una vera e propria "scatola nera" in quanto, trascurando gli aspetti comportamentali, come ad esempio avversità al rischio dei manager o gli interessi personali, la ricerca sul disinvestimento, non è riuscita a spiegare perché molte imprese di fronte a condizioni molto simili, come ad esempio in situazioni di underperforming (prestazioni scadenti), prendono decisioni molto diverse sul se e quando disinvestire.

Le varie modalità esistenti di disinvestimento, trasmettono informazioni molto diverse e possono provocare diverse risposte dal mercato. Un secondo punto di debolezza sullo studio di questa teoria, è che molti studiosi non hanno considerato il fatto che alcune imprese possono intraprendere contemporaneamente due diverse modalità di disinvestimento, chiamate "strategie di doppi binari", il che significa che si può mettere in atto un sell-off ed un carve-out contemporaneamente. L'applicazione di questa strategia può spiegare il fatto che le imprese, anche se scelgono modalità simili di disinvestimento, possono ottenere rendimenti significativamente differenti. Inoltre, i teorici hanno sempre preso in considerazione il disinvestimento di un singolo assets, mentre la maggior parte delle imprese (Siemens, Thyssen Krupp) prevedono la cessione di assets multipli all'interno di un periodo di tempo relativamente breve⁴⁷.

Il disinvestimento è definito da Brauer come: "rettifiche sulla proprietà e sul portfolio di assets di un'impresa tramite spin-off, sell-off ed equity carve-out".

⁴⁷Brouer M., "What We Have Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda", Journal of Management, 2006, Vol.32, pagg. 751-785.

Molti teorici hanno esaminato come i manager scelgono tra varie alternative di ristrutturazione aziendale sopra citate, e come tali decisioni vanno ad influenzare la redditività della ristrutturazione stessa.

Il problema alla base di tutto è il problema dell'asimmetria informativa, che fa si che i manager scelgano tra le alternative più comuni di ristrutturazione, quali selloff e spin-off, per trasformare questo divario di conoscenza tra le controparti, in guadagno economico.

Come è già stato sopra citato, nel 1980 moltissime imprese hanno utilizzato queste metodologie di disinvestimento per riorientare il business dell'impresa, per eliminare le sinergie negative, come ad esempio le diseconomie di scala e l'overdiversification, e per fare cassa.

I manager ovviamente, hanno bisogno di confrontare le varie alternative di disinvestimento in modo da scegliere quella più adeguata a produrre più alti ritorni finanziari.

I vari studi sul problema dell'asimmetria informativa, possono aiutare a spiegare in che modo i manager scelgono tra le alternative di ristrutturazione e come tali decisioni hanno un'influenza notevole sulla performance finanziaria. Queste informazioni asimmetriche o differenza di conoscenza tra le parti interessate, hanno un impatto sul processo decisionale, sulla strategia e sulla reazione degli investitori. I manager spesso hanno informazioni più dettagliate rispetto al servizio che offrono, mentre gli "estranei" si affidano spesso alle informazioni che gli stessi manager sono disposti a condividere. Queste differenze di conoscenza, possono creare condizioni in cui il manager ha la possibilità di offuscare i costi e di manipolare a suo vantaggio i guadagni, rendendo gli investitori più vulnerabili ai problemi di selezione avversa e di azzardo morale. Proprio per questo, quando le imprese si diversificano, diventa più complesso per gli investitori esterni comprendere e valutare il tutto. In queste circostanze infatti, i manager hanno una conoscenza migliore e più completa del valore dell'impresa⁴⁸.

Per ridurre la loro vulnerabilità ad comportamento opportunistico, gli investitori esterni potrebbero destinare o addirittura ritirare risorse all'impresa diversificata, riducendo così il suo valore di mercato. In risposta, i manager potrebbero mettere

⁴⁸ Krishnaswami S., Subramaniam V., "Information Asymmetry , Valuation and the Corporate Spin-off Decision", Journal of Financial Economics, 1999, Vol.53, No.1 pagg. 73-112.

in atto una ristrutturazione tramite uno spin-off, in modo da aumentare la chiarezza sulla strategia dell'impresa, sugli assets, sugli utili potenziali, e mitigare il problema discusso in precedenza. Krishnaswami e Subramaniam sostengono che uno spin-off riduce l'asimmetria informativa, e che quelle imprese sottovalutate a causa di questo problema avranno un miglioramento nella valutazione di mercato se metteranno in atto questa modalità di disinvestimento⁴⁹.

Secondo gli studiosi esistono tre ipotesi sugli effetti di una operazione di disinvestimento: effetti positivi, ciò vuol dire quando ad esempio vi sono trasferimenti di ricchezza, si risolveranno dei problemi di agenzia; nessun effetto, dove il disinvestimento di un assets non è diverso dalla vendita di azioni o di obbligazioni da parte della società capogruppo; ed infine, effetto negativo, come quando ad esempio si mette in atto un'attività di disinvestimento, solo per respingere difficoltà finanziarie, come ad esempio il fallimento⁵⁰.

La ristrutturazione in generale, è una sfida molto complessa. Una volta che si decide di disinvestire, l'assets deve essere pronto alla vendita, devono essere condotte tutte le operazioni di valutazione e negoziazione ed ottenere tutte le approvazioni richieste. Data questa complessità, ci saranno sicuramente imprese con maggiori o minori capacità rispetto ad altre per affrontare questi tipi di compiti. Tale superiorità può essere ricondotta alle capacità manageriali o più in generale alle risorse che ogni impresa ha a disposizione. Per concludere, si ritiene infatti che le imprese che possiedono alti livelli di risorse, tendono a godere di prestazioni superiori "post-divestiture" rispetto ad altre.

Analizziamo ora le tre principali forme di disinvestimento, corporate spin-off, corporate sell-off ed Equity Carve-Out.

1.5.1 Corporate Spin-off

Lo spin-off è un'operazione mediante la quale una società madre, detta conferente o parent company, trasferisce il complesso o un singolo ramo aziendale ad un'altra

-

⁴⁹ Idem.

⁵⁰ Lee D., Madhavan R., "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis", Journal of Management, 2010, Vol. 36, No 6, pagg. 1345-1371.

società, detto conferitaria o spun-off company, rappresentata da una società esistente o di nuova costituzione.

Come contropartita agli assets conferiti, la conferente (più specificatamente, i soci della stessa) ricevono azioni emesse dalla conferitaria. La forma più diffusa di spinoff è quella che vede come protagonisti i soci dell'ex casa madre, ossia quella in cui la casa madre distribuisce le azioni della società figlia. In questo tipologia di disinvestimento non vi è distribuzione di cassa e la proprietà viene riconosciuta agli azionisti in proporzione a ciò che hanno conferito.

Secondo Rosenfeld 1984, "in uno spin-off la società distribuisce ai propri azionisti tutte le azioni ordinarie di sua proprietà in una società controllata, creando così una società separata e quotata in borsa"⁵¹.

Per quando riguarda i teorici della teoria dell'agenzia, come ad esempio Woo (1992), ha sostenuto che uno spin-off riduce sia i costi di monitoraggio che di legame.

I costi di monitoraggio vanno a ridursi perché l'assets non sarebbe più nascosto sotto diversi strati, riducendo così i costi di raccolta delle informazioni da parte degli azionisti, aumentando così la qualità delle informazioni stesse e riducendo l'opportunismo manageriale.

I costi di legame vanno a ridursi in quanto il principal ottiene una migliore comprensione del comportamento dell'agent, attraverso informazioni più aggiornate e frequenti.

Per la maggior parte delle imprese, i primary and relegate business assets sono alla base del vantaggio competitivo, in quanto contengono una tacita conoscenza operativa e sono meno trasparenti agli "estranei". I manager devono avere una conoscenza profonda delle attività di queste imprese e capire come le interazioni tra questi assets possono creare valore strategico. Tutto questo però comporta problemi di asimmetria informativa che possono essere risolti tramite un corporate spin-off, sempre se quella impresa decide di ristrutturare. Il sell-off è un'alternativa meno valida perché gli assets sono molto specifici e sono difficili da valutare e da inserire in un'altra organizzazione, mentre uno spin-off produrrebbe una struttura organizzativa meno complessa, problemi di agenzia inferiori, meno asimmetria

⁵¹ Idem.

informativa e costi ridotti, in cambio di una migliore efficienza e di maggiori utili potenziali⁵².

Il contratto di spin-off può essere strutturato in modo tale che l'assets scisso e l'impresa ristrutturata possano mantenere benefici anche dopo la ristrutturazione. Quindi per concludere, una ristrutturazione tramite uno spin-off dei primary and relegate business assets rende più trasparente l'organizzazione per gli stessi investitori esterni.

1.5.2 Corporate Sell-off

Il sell-off è un'operazione di vendita di un assets di un'impresa ad una terza parte, tipicamente un'altra impresa o un fondo di private equity, mediante una transazione privata. L'assets ceduto può essere una divisione, un segmento, una controllata, ed in contropartita, il venditore riceve tipicamente liquidità, anche se a volte riceve titoli o combinazioni di entrambi. Dall'operazione può derivare una passività tributaria notevole, cioè la differenza tra il ricavato dalla vendita ed il valore fiscale dell'assets, quindi una plusvalenza o minusvalenza imponibile.

Con una operazione di sell-off, l'assets esce dal portfolio di business dell'impresa. Secondo Rosenfeld (1984), " in un sell-off, gli assets ceduti sono acquistati da un'altra impresa e diventano parte di questa"⁵³.

Le attività al di fuori del primary and relegate business assets, contribuiscono a far nascere sinergie finanziarie e ad apportare un minore rischio gestionale. I manager dell'impresa acquisita possono avere una maggiore conoscenza degli usi potenziali e del valore degli assets ristrutturati ed avrebbero un incentivo a capitalizzare questo vantaggio pagando un prezzo inferiore per quegli assets per cui ritengono che ne valga la pena. Il sell-off va ad attenuare le capacità degli acquirenti di sfruttare le potenziali asimmetrie informative.

Il sell-off è molto simile ad una vendita all'asta, dove le forze del mercato sono in grado di comprendere le abilità dell'impresa compratrice, sfruttando gli svantaggi dell'informazione nella vendita ai manager dell'impresa. Attraverso il

⁵³ Lee D., Madhavan R., "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis", Journal of Management, 2010, Vol. 36, No 6, pagg. 1345-1371.

⁵²Bergh D., Johnson R., Dewitt R., "Restructuring Through Spin-Off or Sell-Off: Transforming Information Asymmetry Into Financial Gain", Strategic Management Journal, 2008, Vol.29, pagg. 133-148.

coinvolgimento di più parti, il prezzo di vendita sarebbe superiore e quel manager che cerca di acquistare l'assets ad un prezzo inferiore al suo valore di mercato, sarebbe spinto fuori dalla competizione. Inoltre le pressioni create da più acquirenti potrebbero servire a correggere il meccanismo di sottovalutazione dell'assets stesso⁵⁴.

Per concludere, il sell-off dovrebbe riallocare gli assets in base ai loro usi specifici e far si che il loro valore di mercato ecceda le aspettative di quei manager incorretti.

1.5.3 Scelta tra un sell-off ed uno spin-off

In generale, le imprese dispongono di cinque diverse linee di portfolio di assets: single, dominant, related-constrained, related-linked ed unrelated business⁵⁵.

Le imprese che hanno una relazione tra le linee di prodotto: single, dominant e related constrained possono creare e condividere le loro conoscenze, possono cooperare e stabilire il potere di mercato tra poche imprese. Tutto questo è gestito grazie all'utilizzo di sistemi di controllo strategico che cercano di rafforzare l'interazione, la cooperazione e la comprensione reciproca. In questi casi, quando la ristrutturazione è necessaria, lo spin-off è più efficace di un sell-off, in quando attenua le incertezze informative grazie ad un modello di gestione strategico interattivo e coordinato. Lo spin-off infatti, consente ai manager di rimuovere e riorganizzare all'interno le linee di business correlate tra loro e questo consente agli investitori esterni di comprendere meglio l'impresa e valutarla nel suo processo di ristrutturazione potenziale.

Le imprese invece definite related-linked e unrelated business hanno una bassa o nessuna relazione tra le loro linee di prodotto. Queste imprese sono di solito gestite mediante il ricorso dei sistemi di controllo finanziario interno che utilizzano i mercati finanziari per avere minori asimmetrie informative e ridurre i comportamenti opportunistici. Tali metodi stabiliscono dei veri e propri centri di profitto, decentrano il processo decisionale e la valutazione delle risorse viene fatta con metodi oggettivi. Questo sistema di controllo finanziario è trasparente e

-

⁵⁴ Bergh D., Johnson R., Dewitt R., "Restructuring Through Spin-Off or Sell-Off: Transforming Information Asymmetry Into Financial Gain", Strategic Management Journal, 2008, Vol.29, pagg. 133-148.

⁵⁵ Idem.

scoraggia i manager a nascondere o a trasferire costi all'interno o attraverso l'assets. In questi tipi di imprese, dove si sceglie questa impostazione di diversificazione, le asimmetrie informative sono molto basse, per questo le imprese con una elevata diversificazione ristrutturano attraverso un sell-off piuttosto che attraverso uno spin-off. Infatti lo spin-off probabilmente produrrebbe benefici inferiori, in quanto rimuove le sinergie negative ma non genera proventi finanziari.

Per concludere, i manager tendono ad adottare l'alternativa di ristrutturazione che meglio attenua le asimmetrie informative e che massimizza il valore finanziario.

1.5.4 Equity carve-out

L'equity carve-out è un vero e proprio distacco legale della divisione ceduta, che viene quotata, dall'impresa madre che però ne detiene il controllo. Questo viene definito anche "partial IPO", definito come un tipo di spin-off posto in essere per ottenere risorse finanziarie dal mercato attraverso il conferimento di un ramo aziendale in un veicolo societario destinato ad IPO (Initial Public Offering). Solitamente sono una quota di minoranza del capitale netto della casa madre, la conferente, detenuto nella conferitaria, viene ceduto al pubblico attraverso l'IPO. Le azioni possono essere cedute sia dalla divisione stessa che dalla casa madre. La prima non ha conseguenze fiscali, mentre la seconda è tassabile come capital gain a carico della casa madre.

Con questa operazione, la subsidiary ha ancora l'accesso alle risorse della società madre, che continua comunque a mantenere un potere di indirizzo strategico sulla controllata.

Quando si parla di IPO o Offerta Pubblica Iniziale, si fa riferimento ad un'offerta al pubblico di titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato. Le offerte pubbliche iniziali sono promosse generalmente da un'impresa il cui capitale è posseduto da uno o più imprenditori o da un ristretto gruppo di azionisti, ad esempio investitori istituzionali o venture capitalists, che decide di aprirsi ad un pubblico di investitori più ampio contestualmente alla quotazione in borsa.

Gli studiosi ritengono che i manager scelgono di attuare un equity carve-out quando gli investitori esterni hanno un valore del prezzo delle azioni maggiore rispetto al valore attribuito a queste dagli stessi manager.

Ma perché l'annuncio di un equity carve-out comporta una reazione positiva del mercato azionario?

La risposta è stata oggetto di studi da parte della ricerca empirica, e gli studiosi hanno dimostrato che il mercato azionario reagisce positivamente al carve-out perché sicuramente, in un futuro prossimo, vi sarà un "evento secondario", come ad esempio:

- Reacquisitions: la Parent Company riacquista tutte le azioni della controllata che sono in circolazione;
- Spin-off: la Parent Company distribuisce tutte le azioni della controllata ai suoi azionisti secondo la percentuale che questi hanno nella proprietà della controllante;
- Offerta Secondaria: la Parent Company vende tutte o parte delle azioni della controllata al pubblico attraverso il mercato azionario;
- M&A: la Parent Company vende tutte le azioni di una controllata ad una terza parte.

Quindi questa combinazione tra carve-out ed eventi successivi comporta vantaggi e guadagni che non sono dovuti solo alla prima modalità di disinvestimento.

Bisogna tener presente che solo quando vi è un rapporto continuo, una relazione che è stabile anche dopo il carve-out, tra parent company e dismessa, il mercato azionario avrà una reazione positiva rispetto al prezzo delle azioni della parent company, avrà una reazione negativa invece, quando questo rapporto si scioglie.

Allen e McConnel (1998), sostengono che il carve-out non influenza la ricchezza di una parent company, bensì è l'uso dei fondi da carve-out che influiscono su questa. Solo quando una parent company utilizza i fondi per rimborsare il debito o pagare dividendi agli azionisti, il mercato azionario avrà una reazione positiva.

Questo quindi supporta l'idea che il mercato azionario si aspetta un evento secondario dopo il carve-out e valuta i guadagni in base alla combinazione tra le due operazioni.

Sulla base di quanto detto, si può ritenere che l'equity carve-out e gli eventi secondari sono una serie di ristrutturazioni aziendali e di conseguenza il mercato reagisce positivamente all'annuncio di un carve-out.

In termini di equity carve-out possiamo parlare di *the gain of exploitation* e *the gain of divestiture*⁵⁶.

The gain of exploitation si riferisce al fatto che le parent company possono utilizzare il carve-out e gli eventi secondari per sfruttare dei prezzi di mercato poco appropriati. Gli studiosi ritengono che il carve-out ci sarà solo quando la parent company pensa che il mercato azionario sopravvaluti le azioni della controllata e sottovaluti le proprie; Gleason (2006) ritiene che le riacquisitions si verificano dopo il carve-out perché il prezzo delle azioni di una società quotata è inferiore a quello che la parent company pensa che sia il prezzo appropriato; le M&A e le Offerte Secondarie avvengono per sfruttare il mercato, questo avviene quando le parent company ritengono che il prezzo delle azioni della controllata sia superiore a quello che lei stessa di aspetta.

The gain of divestiture si riferisce a l fatto che i prezzi delle azioni delle società madri aumentano quando cedono imprese controllate in determinate circostanze. Una società madre può mantenere il controllo in una controllata dopo un carve-out, anche se questa vende una parte della sua proprietà e può quindi mettere in atto gli eventi secondari sopra citati.

1.6 VALUTAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI DISINVESTIMENTO

Quando si valuta una operazione di disinvestimento, quindi post-divestiture, bisogna studiare quattro principali outcomes (come analizzati nella Fig.2), cioè il risultato economico, il risultato strategico, l'impatto sull'organizzazione e sulla governance ed infine la misurazione della performance⁵⁷. Analizziamo ciascun aspetto in maniera più dettagliata.

- Risultato economico

L'obiettivo è quello di capire se il disinvestimento ha creato o distrutto valore, sia per la parent company ma anche per la società ceduta.

⁵⁶ Otsubo M., "Gains from Equity cave-outs and Subsequent Events", Journal of Business Research n°62, 2009, pagg. 1207 – 1213.

⁵⁷ Moschieri C., Mair J., "Research on Corporate Unbundling: The Missing Links".

Le ricerche si sono concentrate sia sullo studio della reazione del mercato all'annuncio del disinvestimento, ma anche alle variabili contabili post-divestiture.

In linea generale, vi è una reazione positiva sul prezzo delle azioni quando vi è l'annuncio del disinvestimento. Infatti queste variazioni di prezzo si trovano sia il giorno stesso dell'annuncio ma anche successivamente. La spiegazione più ovvia a questo positivismo è la diminuzione della diversificazione, come già spiegato in precedenza. I rendimenti positivi in generale, vanno a dipendere da tre fattori: la modalità di disinvestimento scelta, il processo di disinvestimento e le caratteristiche dell'unità di business che viene ceduta. Per quanto riguarda questo ultimo aspetto ciò che colpisce sono le dimensioni assolute, le dimensioni relative al resto della società, col il resto della compagnia, la presenza nello stesso settore e così via.

Altri teorici invece sostengono che i risultati del mercato all'annuncio del disinvestimento non sono postivi, ma neutri o addirittura negativi. Alcuni ritengono che non ci sono miglioramenti significativi passando dal pre al post-divestiture, ma solo una lieve diminuzione del rendimento delle attività dell'assets ceduto, il che comporta quindi rendimenti neutri.

I rendimenti negativi invece, possono essere collegati alle informazioni che vengono trasmesse all'annuncio del disinvestimento e alla sua credibilità in generale. La credibilità si perde quando l'impresa non ha effettuato modificazioni organizzative prima dell'annuncio, quando gli investitori già prevedevano il disinvestimento e quindi già si è proceduto alla modificazione del prezzo delle azioni e così via. Inoltre i rendimenti sono negativi quando vi sono attività di disinvestimento non volute dall'impresa, quindi involontarie, ma costrette da motivi legislativi o giudiziari, che quindi comportano una modificazione del prezzo della azioni dell'impresa in negativo.

- Risultato Strategico

Uno degli obiettivi dell'attività di disinvestimento, è modificare la strategia dell'impresa. Può essere un modo per far si che l'impresa si focalizzi verso attività più correlate al suo core business.

Un'operazione di spin-off potrebbe portare lo sviluppo di nuove tecnologie operando in ambienti molto diversi da quello in cui opera la parent e quindi apportare benefici per l'una e l'altra impresa, le unità cedute beneficiano di minori costi di agenzia e maggiore flessibilità grazie alla loro dimensione ridotta rispetto alla parent.

Se analizziamo il rapporto tra parent company e assets ceduto è interessante capire fino a che punto il rapporto tra queste due debba essere intenso.

Il disinvestimento come sappiamo è un'operazione lunga e complessa che può portare ad una nascita di una nuova impresa con la quale la parent company continua ad avere un rapporto continuativo che potrebbe portare ad un riacquisto successivo. Uno degli esempi storici in questione, è quello di Toyota Automatic Loom Opere che ha ceduto la sua unità automotive, Toyota Motors, nel 1930. Il rapporto tra le due è continuato negli anni, nei quali la parent ha sempre sostenuto la dismessa, la quale addirittura con il passare del tempo è diventata più grande della parent, invertendo così i ruoli⁵⁸.

Il disinvestimento e più in particolare quelle cessioni in cui è mantenuto il rapporto tra parent e dismessa, e quelli in cui la parent la riacquisisce, sta diventando un fenomeno molto comune soprattutto nel settore di alta teconogia. Ciò che si vede spesso al giorno d'oggi è la continuazione del rapporto tra parent e dismessa al fine di catturare il valore dell'innovazione prodotto dalla seconda. Quindi si può ritenere che le imprese consolidate cedono unità innovative e mantengono un rapporto con esso, al fine di promuovere l'innovazione.

Il rischio di rompere il rapporto, potrebbe causare rischi molto elevati, come l'aumento della concorrenza nel settore dove lavora la parent, o l'obsolescenza.

Alcuni teorici ritengono che le imprese cedono quegli assets non redditizi per cercare di eliminare gli errori strategici precedentemente commessi, come ad esempio l'eccessiva diversificazione, altri invece ritengono che le imprese vanno a cedere quegli assets in base alla capacità di questi di generare valore per poi acquistare questo valore essa stessa. Una società quindi, decide di

 $^{^{58}}$ Moschieri C., Mair J., "Adapting for Innovation: Including Divestitures in the Debate", Long Range Planning 44 (2011), pagg. 4 – 25.

cedere un assets di valore, mantenendo un rapporto con esso, quando il valore della somma delle due imprese separate è maggiore rispetto al valore che queste due avevano insieme pre- divestiture⁵⁹.

Quindi, da una parte vi è la possibilità che la parent assorba l'innovazione generata dalla dismessa, dall'altra parte, quest'ultima può sfruttare le risorse della parent (risorse umane, risorse finanziarie, conferimenti di capitale, accesso a risorse e competenze che solo le imprese già stabilite da tempo hanno) a proprio vantaggio per promuovere l'innovazione. Tutto questo può essere spiegato in questa figura:

Reduction of risks and costs of maintaining different activities within the same structure

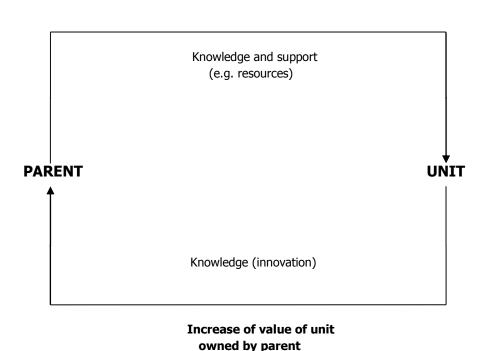


Fig. 4 The parent-unit relationship post-divestiture: Value creation and appropriation through the parent-unit relationship. (riadattamento da "Adapting for Innovation: Including Divestiture in the Debate", C. Moschieri e J. Mair).

-

⁵⁹ Moschieri C., Mair j., "Adapting for Innovation: Including Divestitures in the Debate", Long Range Planning 44 (2011), pagg. 4 – 25.

L'attuale rapporto tra parent e dismessa fa si che ci sia una struttura organizzativa decentrata, che può muoversi rapidamente sul mercato e può fare uso di tecnologie in rapida evoluzione.

- Organizzazione e Governance

Il disinvestimento facilità il plasmare le caratteristiche dell'organizzazione, come la nuova gestione e l'implementazione di un'efficiente governance interna e forti pratiche di controllo.

La teoria dell'agenzia suggerisce che nel periodo post-divestiture, la nuova struttura della proprietà e del capitale può influenzare gli stakeholders dell'impresa. I vantaggi per la controllata sono sicuramente una minore distanza tra politica e attuazione, una diminuzione della struttura e quindi una minore complessità della dimensione organizzativa ed un rapporto più stretto tra management e azionisti.

- Misurazione della Performance

Il disinvestimento influisce sulle perfomance della parent ma anche della dismessa. Le variazioni di performance della prima sono facili da valutare, mentre quella della seconda è più complessa e difficile da identificare.

Nel momento in cui un'impresa decide di disinvestire, soprattutto perché ritiene che la performance dell'unità che va a cedere è molto scarsa, il mercato azionario deve essere altamente efficace nel non creare titoli sopravvalutati, in moto tale da avere un miglioramento delle prestazioni nel periodo post-divestiture⁶⁰.

Come analizzato nei precedenti paragrafi, un'impresa decide di cedere le unità operative nel momento in cui queste vengono ritenute meno efficienti rispetto alla performance generale della società, infatti in letteratura è accettato il fatto che uno dei motivi principali che spinge verso la cessione è la scarsa prestazione dell'assets in questione. Ma questo non è l'unico motivo che

51

⁶⁰ Cho M.H., Cohen M.A., "The Economic Causes And Consequences of Corporate Divesiture", Managerial and Decision Economics, vol. 18, 1997, pagg. 367 – 364.

spinge una società ad intraprendere questo percorso, come già visto l'eccessiva diversificazione fa si che le capacità dell'impresa siano insufficienti rispetto alla gamma di attività che essa stessa detiene⁶¹.

Molti ricercatori, ritengono che uno dei motivi sia legato al basso current ratio ed un alto livello di debito che gli assets disinvestiti hanno, rispetto invece a quelle unità che non vengono cedute⁶². Altri, ritengono che la decisione di disinvestire tramite un sell-off è intrapresa al fine di evitare il fallimento dell'impresa nel suo complesso⁶³, per lo meno si segnala che il management è pronto a prendere dei provvedimenti seri per far fronte ai problemi correnti⁶⁴; altri ancora sostengono che sia legato agli abnormal stock market returns dell'anno precedente alla cessione⁶⁵. In linea generale, si può affermare il fatto che la cessione avrà luogo solo quando la performance dell'impresa è inferiore a quella dei corrispondenti concorrenti del settore⁶⁶.

Se il disinvestimento è il risultato dello scarso rendimento dell'assets ed il fatto che queste unità hanno offuscato in qualche modo l'andamento generale della performance aziendale nel suo complesso, questa decisione dovrebbe portare ad una reazione positiva da parte del mercato azionario. Se la reazione del mercato azionario è positiva, ciò vuol dire che gli investitori ritengono che i costi di agenzia connessi a quell'assets siano diminuiti notevolmente (in quanto si ritiene che il valore creato dall'annuncio del disinvestimento sia dovuto alla riduzione di questi costi), e che in un futuro molto prossimo la performance aziendale migliorerà notevolmente⁶⁷.

Proprio prendendo in considerazione la reazione del mercato azionario, la sua valutazione rispetto al disinvestimento operato nei paesi più sviluppati è più

⁶¹ Haynes M., Thompson S., Wright M., "The Impact of Divestment of Firm Performance Empirical Evidence From a Panel of UK Companies", The Journal of Industrial Economics", Vol. L, 2002, pagg. 173 – 190.

⁶² Montgomery C., Thomas A., "Divestment: Motives and Gains", Strategic Management Journal, vol. 9, 1988, pagg. 93 – 97.

⁶³ Lovejoy F., "Divestment for Profit", Financial Executives Research Foundation, 1971.

⁶⁴ Haynes M., Thompson S., Wright M., "The Impact of Divestment of Firm Performance Empirical Evidence From a Panel of UK Companies", The Journal of Industrial Economics", Vol. L, 2002, pagg. 173 – 190.

⁶⁵ Jain P., "The Effect of Volutary Sell-Off Announcements on Shareholde Wealth", Journal of Finance, 40, pagg. 209 – 224.

⁶⁶ Cho M. H., Cohen M. A., " The Economic Causes and Consequences of Corporate Divestiture", Managerial and Decision Economics, vol. 18, 1997, pagg. 367 – 364.

favorevole rispetto alla valutazione che questo potrebbe avere nel momento in cui la stessa identica operazione viene messa in pratica in un paese in via di sviluppo; questo accade perché i paesi sottosviluppati sono senz'altro meno competitivi rispetto ai primi⁶⁸. Conseguentemente infatti, i prezzi di vendita tendono ad essere scontati⁶⁹.

Gli studiosi comunque, ritengono che bisognerebbe studiare l'impresa nel suo complesso, nel senso che le grandi realtà industriali non intraprendono una singola decisione di disinvestimento nell'arco di un anno, ma molteplici⁷⁰; inoltre gli effetti del disinvestimento dovrebbero essere studiati mettendo in relazione almeno 2 anni pre e 2 anni post divestiture e non uno ed uno, in quanto i miglioramenti della performance potrebbe essere realizzata solo in un periodo lungo di tempo.

Nel momento in cui un'impresa decide di scegliere le modalità di exit da un business deve tener conto di tutti i pro ed in contro che l'operazione comporta. Un sell-off ad esempio, ha poco impatto sulle immediate performance post-divestiture, si devono aspettare circa 3 anni per avere un miglioramento visibile⁷¹.

Uno spin-off può portare dei risultati totalmente diversi se parliamo di imprese di grandi o di piccole dimensioni; grandi spin-off, per così dire, possono tradursi in un effetto positivo senz'altro più forte nei confronti degli azionisti di maggioranza e meno nei confronti degli azionisti di minoranza; inoltre quelle imprese con altri livelli di asimmetria informativa possono beneficiare degli effetti di questa operazione, in quanto queste asimmetrie vanno a ridursi⁷².

Ovviamente i vantaggi del disinvestimento non sono solo da attribuire alla parent, ma anche all'unità ceduta. Questo è particolarmente vero nel momento in cui le competenze e le risorse dell'asset ceduto non sono coerenti con quelle

⁶⁸ Decker C., Mellewigt T., "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Manangement, pagg. 41 – 55.

⁶⁹ Borde S., Madura J., Akhighe A., "Valutation Effects of Foreign Divestitures", Managerial and Decision Economics, vol. 19, pagg. 71 – 79.

⁷⁰ Porter M., "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", Harvard Business School.

⁷¹ Decker C., Mellewigt T., "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Manangement, pagg. 41 – 55.

Miles, J. A., Rosenfeld, J. D., "The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth", The Journal of Finance, 1983, pagg. 1597-1606.

della parent e quindi non riescono a raggiungere e soprattutto ad aggiungere valore in quel determinato business. Per la parent acquirente tutto questo potrebbe non accadere, e potrebbe invece trarne i benefici dovuti⁷³.

- Tipi di Misurazione delle Performance

Il successo di una operazione di disinvestimento, quindi verificata postdivestiture, è valutato sulla base di due tipi di misurazione, una contabile ed una di mercato.

L'effetto economico complessivo del disinvestimento viene valutato in base alla variazione del prezzo delle azioni di mercato della società o dal suo utile operativo. Per misurazione di mercato si intende come il mercato stesso reagisce all'annuncio del disinvestimento. L'indice più utilizzato per quelle imprese che hanno disinvestito è il CAR (Cumulative Abnormal Returns) che misura proprio la reazione del mercato azionario all'annuncio del disinvestimento, calcolato per ogni impresa j come somma degli abnormal returns tra un intervallo di tempo definito tra T1 e T2⁷⁴.

Il periodo di stima dei parametri va dai cinque anni prima dell'evento a novanta giorni dopo l'evento.

Per studiare la performance invece, si utilizzano misure contabili, come ad esempio il ROA (Return on Assets) che misura il rendimento degli assets; il ROS (Return on Sales) che misura il ritorno sulle vendite, l'EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) cioè l'utile al lordo degli interessi, imposte, ammortamenti ed accantonamenti⁷⁵, ROI (Return on Investment) che misura il rendimento del capitale investito, il valore medio di borsa e le sue variazioni, la solidità finanziaria misurata come rendimento del capitale proprio (ROE) rispetto alla media del settore, CAPM, la copertura degli interessi e così via.

⁷³ Dranikoff L., Koller T., Shneider A., "Divestiture: Strategy's Missing Links", Harvard Business Review, vol. 80, 2002, pagg. 74 – 83.

⁷⁴ Peruffo E., Oriani R., Folta T., "How Dominant Owner Opportunism Influences Divestiture Returns Across Different Institutional Contexts".

⁷⁵Lee D., Madhavan R., "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis", Journal of Management, 2010, Vol. 36, No 6, pagg. 1345-1371.

Il periodo di stima dei parametri va da pochi anni prima dell'evento e pochi giorni, circa un paio, dopo l'evento.

Gli studiosi ritengono che per misurare efficacemente una operazione postdivestiture è necessaria una combinazione di entrambe le forme di misurazione (anche se nella realtà solo pochi autori hanno applicato sia la misurazione di mercato che quella contabile) in quanto è importante sia sapere ciò che accade all'interno dell'impresa, ma soprattutto ciò che accade nel mercato esterno.

CAPITOLO 2

LA TEORIA DELL'AGENZIA

2.1 CENNI E CRITICHE

La letteratura economica è piena di riferimenti alla "teoria dell'impresa", e la teoria sussurra sotto voce che non è una teoria dell'impresa, bensì una teoria dei mercati, in cui le imprese sono attori importanti. L'impresa è una "scatola nera", gestita in modo da soddisfare azionisti e manager rispetto alle entrate e uscite, in modo da massimizzare i profitti, o con più precisione, il valore attuale⁷⁶.

Come accennato nel capitolo precedente, la teoria dell'agenzia è stata di gran lungo studiata da moltissimi teorici, a partire da Smith, Berle e Means, che hanno cercato di spiegare il perché sorgono i cosiddetti "problemi di agenzia" nel contesto dell'impresa.

Si è arrivati alla conclusione che i problemi di agenzia sono sostanzialmente due, definiti appunto: primo e secondo problema di agenzia, il primo maggiormente affrontato dalla letteratura economica, mentre il secondo è rimasto sempre meno esplorato, ma non certamente meno frequente rispetto al primo.

Il problema di indurre un soggetto a comportarsi come se fosse un altro soggetto, massimizzandone l'utilità è molto generale, è presente in tutte le attività di cooperazione, a tutti i livelli di gestione delle imprese, dalle università, alle imprese comuni, cooperative, autorità governative, uffici, sindacati, mercato mobiliare, come in moltissimi altri settori.

Il "primo problema di agenzia", cioè quello riguardante il conflitto PRINCIPAL vs AGENT, è quello che la maggior parte delle grandi imprese devono affrontare quotidianamente.

Il principal è rappresentato dagli azionisti mentre l'agent è rappresentato dal manager. Questo problema sorge nel momento in cui vi è una separazione tra proprietà azionaria e controllo dell'impresa, che è molto frequente nelle grandi imprese con un elevato frazionamento proprietario, dove i piccoli proprietari non

56

⁷⁶ Jensen MC., Meckling WH., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, 1976, pagg. 305 – 360.

riescono a gestire l'intero complesso aziendale e quindi delegano persone predisposte a questo compito, quali appunto i manager.

Il "secondo problema di agenzia" definito anche PRINCIPAL vs PRINCIPAL, è quello che vede come protagonisti gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza.

Questo problema ha fatto sorgere delle critiche alla teoria di Berle e Means.

Essi ritenevano che la maggior parte delle grandi imprese fossero caratterizzate da una proprietà distribuita tra tanti piccoli azionisti e quindi era necessaria la separazione tra proprietà e controllo per gestirla nel modo migliore e garantire il soddisfacimento sia degli obbiettivi degli azionisti che dei manager.

La critica che è stata mossa verso questa loro teoria, è che la maggior parte delle imprese, con esclusione delle imprese anglosassoni, non sono composte da un azionariato diffuso, bensì caratterizzato da una proprietà concentrata, in cui uno o più soci detengono quote molto significative e rivestono una posizione notevole e spesso dominante all'interno del governo della società.

Infatti, il tema relativo alla corporate governance in questo tipo di struttura proprietaria riguarda i potenziali conflitti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, non più quindi il rapporto tra azionisti e manager.

2.2 PRIMO PROBLEMA DI AGENZIA (AZIONISTI vs MANAGER)

IL rapporto di agenzia sorge nel momento in cui un soggetto, definito agent, agisce come rappresentante di un secondo soggetto, definito principal, che dipende in una certa misura dal comportamento del primo.

Nell'ambito della teoria dell'impresa, il principal è l'azionista, che delega l'agent, quindi il manager, a gestire l'impresa, il cui obiettivo principale dovrebbe essere quello di massimizzare il valore dell'impresa per gli azionisti. Dico "dovrebbe", perché nella realtà spesso non è cosi, proprio perché sorgono i problemi di agenzia, questo quando gli interessi dei manager non sono perfettamente in linea con gli interessi dei proprietari⁷⁷.

57

⁷⁷ Eisenhardt K., "Agency Theory: An Assessment and Review", Academy of Management Review, 1984, pagg. 57 – 68.

Ad esempio, tipi di comportamenti opportunistici da parte degli agent, potrebbero essere ricondotti a:

- Vendita di assets a prezzi non di mercato;
- Utilizzo di risorse aziendali per fini personali;
- Intraprendere progetti volti ad aumentare la propria retribuzione, e molti altri.

Un esempio di questa differenza tra obbiettivi del principal e dell'agent, la possiamo riscontrare nel tema della diversificazione.

La diversificazione è un incentivo per i manager, in quanto non solo permette all'impresa di avere dimensioni maggiori, ma soprattutto comporta un aumento della compensazione manageriale e la riduzione del rischio di disoccupazione dei manager.

La diversificazione quindi, offre due vantaggi ai manager, in primo luogo la diversificazione è correlata positivamente con l'aumento delle dimensioni dell'impresa, così come anche la dimensione dell'impresa e i compensi dei dirigenti; in secondo luogo riduce il rischio di disoccupazione manageriale, definito come il rischio di perdita di lavoro, perdita di compensazione, o di reputazione manageriale. Inoltre, il fallimento può generare un rischio potenziale di posti di lavoro attraverso la perdita di occupazione ed il deprezzamento del valore manageriale nel mercato per le competenze manageriali⁷⁸.

Anche se un certo livello di diversificazione può essere positivo per gli azionisti, superato quel punto, la situazione non è per niente ottimale.

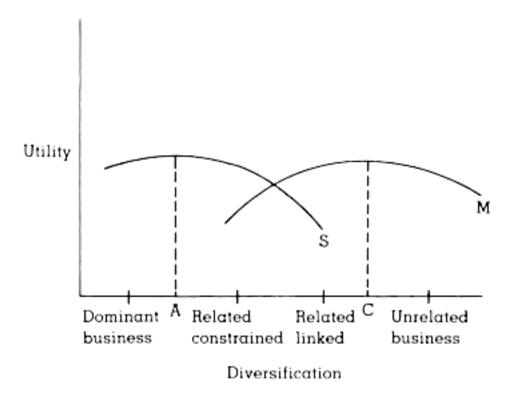
Gli azionisti desiderano un livello di diversificazione che massimizzi il valore dell'impresa ed in casi di rischio di fallimento questa soluzione può essere ottimale, proprio perché i principal sono i primi in questo caso a perdere i propri investimenti⁷⁹. Quindi, i proprietari spingono verso la diversificazione per ridurre al minimo il rischio totale di fallimento, ma anche per il desiderio di aumentare il valore dell'impresa sfruttando le economie di scopo.

⁷⁸ Walsh J.P., "Doing or Deal: Merger and Acquisition Negotiation and their Impact Upon Target Company Top Management Turnover", Strategic Management Journal, pagg. 307 – 322.

⁷⁹ Penrose E., "The Theory of the Growth of the firm", Oxford, England: Blackwell.

Ovviamente, i manager non spingono verso una diversificazione illimitata, in quanto questo comporterebbe bassi rendimenti, che nel peggiore dei casi, potrebbe portare ad un'acquisizione e molto probabilmente al licenziamento stesso dei manager⁸⁰.

Il rapporto tra utilità degli azionisti e utilità dei manager può essere rappresentata da questa figura:



S = Shareholder utility profile. M = managerial utility profile.

Fig. 5 "Manager and Shareholder Utility and Diversification"; (riadattamento da "Corporate Restrucutring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market", R. Hoskisson e T. Turk).

Grazie a questa figura si può osservare come l'utilità massima per gli azionisti si raggiunge specializzandosi in settori definiti Dominant Business o Related Costrained, cioè vicini all'attività core dell'impresa, differente invece dall'utilità massima i manager che si raggiunge avvicinandosi a settori Related Linked e

⁸⁰ Hoskisson R., Turk T., "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market", Academy of Management Reviw, 1990, pagg. 459 – 477.

Unrelated Business, che spiega appunto il fatto che i manager spingono verso una diversificazione più ampia per aumentare i propri benefici privati⁸¹.

Dato il conflitto di interessi tra azionisti e manager rispetto all'ottimale diversificazione, le preferenze dei manager andranno a prevalere se la governance interna ed il controllo su questi è debole, ed il contrario invece quando gli azionisti riescono a monitorare e controllare l'operato del management. Purtroppo, più la proprietà è dispersa, più i piccoli azionisti hanno meno incentivi e monitorare gli agent, ed accade il contrario quando invece la proprietà è concentrata.

Per concludere si ritiene che una più alta diffusione proprietaria comporta un più alto livello di diversificazione e minore monitoraggio; al contrario la concentrazione proprietaria comporta un maggiore controllo che potrebbe ridurre i costi di agenzia pagati attraverso la diversificazione e quindi sostituire le perdite in eccesso dovute all'ampliamento eccessivo.

Alcuni possibili rimedi a questo opportunismo manageriale possono essere vari, come ad esempio:

- Un Consiglio di Amministrazione in grado di controllare l'operato dei manager⁸²;
- Un mercato per il controllo societario che possa rimuovere il management in caso di inefficienza:
- Un controllo costante esercitato da un azionista di riferimento;
- Piani di incentivazione azionaria (retribuzione legata all'operato dei manager);
- Definizione di chiari doveri fiduciari dell'amministratore delegato.

Data la dispersione della proprietà che è comune nelle grandi imprese, soprattutto statunitensi, i proprietari hanno un limite nell'attività di monitoraggio, questo implica che qualcun altro deve occuparsi di ciò, ed ecco che entra il gioco il Consiglio di Amministrazione.

Il suo ruolo principale è quello di evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager, garantendo il soddisfacimento degli obiettivi degli azionisti.

⁸¹ Idem

⁸² Dalton DR., Hitt MA., Certo ST., Dalton CM., "The Fundalmental Agency Problem and Its Mitigation", Academy of Management Annals, pagg. 1-64.

Il problema è che spesso amministratori esterni alla società hanno difficoltà nel reperire giorno per giorno tutte le informazioni riguardanti le operazioni dell'impresa, per fare ciò devono avere uno stretto contatto personale e interazioni frequenti con chi si occupa della gestione dell'impresa, quindi il management.

Al contrario gli amministratori interni non hanno questo tipo di problemi in quanto sanno perfettamente ciò che accade all'interno dell'impresa.

Quindi gli azionisti per monitorare i manager incorrono al pagamento di costi, definiti appunto costi di agenzia, che possono essere calcolati coma la somma di⁸³:

- Spese di monitoraggio da parte del principal;
- Spese di legame con l'agent;
- Perdita residua.

La letteratura recente, ritengono che il passo per risolvere il problema dell'elevato costo del monitoraggio, sia la maggior presenza dell'azionista nel governo della società⁸⁴. Infatti alcuni studiosi, ritengono che la maggior voce da parte degli azionisti potrebbe avvenire tramite il voto proxy che porterebbe la massimizzazione del valore nel lungo periodo⁸⁵. Quindi sostengono che questa maggiore presenza degli azionisti possa giovare all'impresa in termini di valore⁸⁶.

Altri invece, ritengono che gli azionisti non hanno tutte le informazioni necessarie e i giusti incentivi affinchè possano prendere delle decisioni ottimali per l'impresa ⁸⁷; e questo voler dare più potere agli azionisti comporterà una diminuzione del valore dell'impresa e non un aumento⁸⁸.

⁸³ Jensen MC., Mecling WH., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". Journal of Finance and Economics, page, 305 – 360.

⁸⁴ Tuggle CS.,Schnatterly K., Johnson R., "Attention patterns in the boardroom: How board Composition and Process Affect Discussion of Entrepreneurial Issue", Academy of Management Journal, 2010, pagg. 550 – 571.

⁸⁵ Bebchur La., "Letting Shareholders set the rules", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1784 – 1813.
⁸⁶ Bebchur La., Cohen A., "The Cost of Entrenched Boards", Journal of Finance Economics, 2005, pagg. 409 – 433.

⁸⁷ Bainbridge S., " Director Primacy and Shareholder Disempowerment", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1735 – 1758.

⁸⁸ Strine Le., "Toward and True Corporate Republic: a Traditionalist Response to Bebchur's Solution for Improving Corporate America", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1759 – 1783.

In generale, l'obiettivo del diritto societario, è quello di aumentare la ricchezza degli azionisti, quindi questi disaccordi tra gli studiosi, non sono sul fine, ma sui mezzi che vengono utilizzati per raggiungerlo⁸⁹.

2.2.1 Critiche al primo problema di agenzia

I sostenitori della teoria dell'agenzia, ritengono che questa non si estenda al di la di un contesto ristretto dominato da manager/agent egocentrici che cercano di massimizzare solo la loro ricchezza a discapito degli azionisti/principal; mentre i critici della teoria dell'agenzia ritengono il contrario⁹⁰.

Negli ultimi anni, molti critici hanno sostenuto che i vincoli sociali al di fuori della semplice relazione principal/agent, possono limitare l'opportunismo degli agent ed influenzare i meccanismi utilizzati per il loro controllo da parte dei principal, e questi sono da cercare in particolare nell'ambiente istituzionale in cui l'impresa è situata.

Questi critici fondano la loro contro-teoria sulla base di studi eseguiti su imprese non statunitensi, e queste ricerche hanno portato all'affermare che il compenso dell'amministratore delegato è molto più bassa rispetto a quello americano e che si avvicina di più a quello dei dipendenti ad un livello occupazionale inferiore, suggerendo che i CEO posso essere meno inclini ad usare la loro posizione per mettere in atto comportamenti opportunistici, facendo così diminuire di conseguenza i costi per il loro controllo. Questa osservazione ha portato alla conferma che vi è un'influenza del più ampio contesto sociale in cui i rapporti di agenzia principal/agent si creano.

Per decenni, la teoria dell'agenzia ha sostenuto che se gli agent vengono lasciati senza alcun controllo, ad esempio quando la proprietà è ampiamente dispersa e i meccanismi di controllo sono molto scarsi, è molto più probabile che questi non perseguano gli obbiettivi dei principal.

I sostenitori della teoria dell'agenzia quindi, ritengono che il rapporto non ha validità al di fuori di uno specifico contesto sociale.

⁹⁰ Wiseman R.M., Cuevas-Rodriguez G., e Gomez-Mejia L., "Towards a Social Theory of Agency", Journal of Management Studies 49:1, January 2012, pagg. 202 – 222.

⁸⁹ Bhagat S., Romano E., "Event Studies and the Law: Technique and Corporate Litigation", American Law and Economics Review, 2002, page. 141 – 167.

Essi fondamentalmente, sostengono che la teoria si basa su un presupposto che, vede come protagonisti gli agent che cercano di massimizzare il loro benessere economico, riducendo al minimo lo sforzo personale. Così la loro visione si applica solo in quei casi in cui gli agent non hanno interesse nel perseguire gli obbiettivi dei principal e non hanno scrupoli quando di tratta di sottrarsi alle loro responsabilità.

La critica a questa teoria si basa sul fatto che le ipotesi semplicistiche sulla natura umana si oppone al fatto che ci sono diversi contesti sociali in cui le convenzioni istituzionali e le norme sociali posso favorire interessi molto diversi, e spesso, molte culture promuovono una maggiore responsabilità personale ed una preoccupazione maggiore per gli altri, oltre che all'egoistico interesse personale. Infatti Hosfede⁹¹, ritiene che i manager non sono solo influenzati dalla posizione lavorativa che occupano, ma anche dai valori culturali che ci sono all'interno di un contesto sociale. Egli distingue infatti, le persone che si prendono cura di se stesse (individualismo) da quelle che si prendono "cura del gruppo" (collettivismo); proprio per questo i critici sostengono che ignorando il contesto sociale e istituzionale che circonda il rapporto Principal/Agent, la teoria dell'agenzia manca di validità al di fuori di un ambiente molto ristretto. Per esempio, alcuni agent possono realmente avere il desiderio di soddisfare gli interessi dei principal, mentre altri, potrebbero avere interessi opposti agli ultimi (ad esempio, gli ufficiali militari che mettono a rischio la loro carriera rifiutandosi di torturare i prigionieri anche quando questo è in contrasto con le direttive dei leader di un più alto livello).

La cosa più importante però, è l'asimmetria informativa che vi è tra il principal e l'agent, infatti, data la natura a lungo termine e la dinamica del rapporto, può essere difficile per il principal sapere se e quando gli interessi dell'agent differiscono dai propri. Quindi una qualche forma di governance è necessaria, non perché gli agenti

⁹¹ Geert Hofstede, psicologo olandese. Il suo studio più importante fu una ricerca svolta analizzando più di 100.000 dipendenti dell'IBM in vari paesi del mondo, che gli ha permesso di confrontare le differenze tra le varie culture. Ha analizzato soprattutto:

⁻ Differenze sociali

⁻ Attitudine ad operare in condizioni di incertezza

⁻ Orientamento all'individualismo o al collettivismo

Differenza di ruoli tra uomini e donne nella società.

sono universalmente egoisti, ma perché è difficile per il principal sapere quando un comportamento opportunistico si verifica e quando no.

Gran parte della teoria dell'agenzia, ha dato una scarsa attenzione al più ampio contesto sociale che definisce la natura del contratto e come gli agent possono rispondere questo, ad esempio il tessuto sociale può portare le parti a dare un maggiore peso a fattori che non hanno aspetti direttamente quantificabili come ad esempio la soddisfazione personale, la reputazione, il senso di colpa, la vergogna, l'onore e così via.

Il passo che i critici vogliono fare, è quello di creare una vera e propria *teoria sociale dell'agenzia*.

Con il grafico sottostante si può vedere come il contesto istituzionale composto da *istitution environmental*, *cognitive frame work, social networks e power relations*, influenza i problemi di agenzia creando informazioni asimmetriche, comportamento opportunistico e conflitto di interessi, e come questi problemi possono essere risolti, attraverso meccanismi di governance adatti.

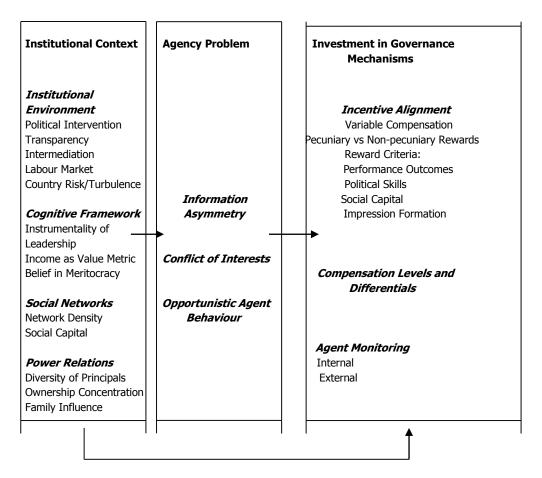


Fig. 6 Institutional Contexts and Their eEffect on Agency Problems and Investments in Governance mMachanisms. (riadattamento da "Towards a Social Theory of Agency", R.M. Wiseman, G. Cuevas-Rodriguez e L.R. Gomez-Mejia).

Quindi si possono individuare una serie di rapporti di agenzia che possono variare in base ai contesti istituzionali in cui ci si trova.

L'idea riassuntiva della figura 1 è che finchè vi è delega da parte del principal nei confronti dell'agent i problemi di agenzia (riassunti sopra) sono universali, anche se la manifestazione di questi problemi e i modi per risolverli possono variare a seconda del contesto istituzionale.

Analizziamo ora ciascun aspetto del contesto istituzionale:

• Institutional Environmental

Il governo può avere un ruolo nel promuovere e controllare gli scambi economici⁹². Infatti da un lato le istituzioni politiche promuovono scambi tramite il sostegno di un'infrastruttura di intermediazione che aumenta la trasparenza nelle transazioni economiche riducendo quindi il rischio delle parti interessate. Si può sostenere questa trasparenza attraverso: una terza parte imparziale nel contratto; con la diffusione di informazioni rispetto alla semplice trattativa tra le parti ed infine inserire soggetti, come ad esempio gli analisti, sull'applicazione di certe norme. Questa trasparenza, riduce l'asimmetria informativa tra le parti e riduce i costi di transazione dovuti agli scambi economici, per esempio il regolamento delle relazioni riduce l'onere del monitoraggio che il principal deve sostenere, in quanto gli agent sono meno tentati all'agire opportunisticamente per non danneggiare la loro reputazione e quindi più in generale la loro carriera. I principal a loro volta, sentendo un minor rischio di opportunismo da parte dell'agent, può fornire a questo una maggiore libertà di azione e più altre ricompense. Altri agent per rispondere al "rilassamento della governance" si impegnano maggiormente per realizzare i loro obiettivi; quindi la trasparenza fa si che ci sia reciprocità tra pincipal ed agent, riducendo in questo modo il rischio di azzardo morale⁹³.

⁹² Dobbin F., "The New Economic Sociology", Princenton, NJ, Princenton University, 2004.

⁹³ Irlenbusch B., Sliwka D., "Trasparency and Reciprocal Behavior in Employment Relations", Journal of Economic Behavior and Organization, 2005, pagg. 383 – 403.

Questi vincoli che sono stati apposti non potevano ovviamente avvenire solo con un regolamento governativo, ma anche e soprattutto dal coinvolgimento della politica nel governo aziendale attraverso legami di proprietà. Guardando appunto all'Italia, si vede che la rapida regolamentazione e la partecipazione politica alla governance hanno appesantito il processo decisionale manageriale e quindi si vede che in settori fortemente regolamentati la discrezione manageriale è inferiore a quello delle imprese che operano in settori non regolamentati.

In conclusione si può vedere come una teoria sul ruolo del governo e quindi sull'intervento delle istituzioni politiche nella governance dell'impresa può mutare ed influenzare gli scambi economici e più dettagliatamente il rapporto principal/agent.

• Cognitive Framework

La cognizione si riferisce al processo psicologico con il quale i membri della società danno un senso al mondo, attraverso le credenze che la società utilizza per comprendere, interpretare e generare esperienze.

Alcune culture come ad esempio quella statunitense, ritengono che gli alti dirigenti hanno un grande potere e soprattutto un grande impatto in generale⁹⁴. Questa visione eroica fa si che questi "leader" abbiano una retribuzione molto elevata.

In altre culture invece, non è tutto circoscritto al denaro, bensì ci sono altri parametri che sono utilizzati per manifestare il valore di un altro manager, come ad esempio i titoli ufficiali, l'esposizione mediatica, incarichi onorari e così via.

Quindi sulla base di una teoria della cultura si può affermare che all'interno dei paesi vi possono essere modi di pensare totalmente diversi⁹⁵ e questa deve servire mezzi per esaminare il rapporto principal/agente ed eliminare il potenziale rischio di azzardo morale.

66

⁹⁴ Jacobson C., House R.J., " Dynamics of Charismatic Leadership: a Process Theory, Simulation Model, and Tests", Leadership Quarterly, 2001, pagg. 75 – 112.

⁹⁵ Ibanez M., "Executive pay: the Latin Way", World at Work Journal, 2005, pagg. 72 – 9.

Questa analisi non serve sono a fornire indicazioni su come possono variare i rapporti principal/agent, ma può anche aiutare a dare delle risposte su come progettare dei contratti che riducano al minimo i costi di gestione incoraggiando una maggiore cooperazione tra le parti in modo da massimizzare la loro utilità.

• Social Networks

A livello organizzativo, le performance aziendali possono beneficiare di una rete di legami tra mi membri dell'organizzazione, attraverso i loro accesso a numerose informazioni e risorse.

Una rete con alta densità, misurata come il numero di legami tra gli attori in una rete, possono influenzare il potenziale azzardo morale. Questa rimuove gli ostacoli al flusso delle informazioni, rendendo queste più facilmente accessibili a tutti i membri ed inoltre incoraggia una maggiore cooperazione tra i membri. Tutto questo gioca a favore del fatto che questa densità di rete va a ridurre l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto principal/agent, aumenta le pressioni sociali sugli agent e sui principal in modo da evitare comportamenti opportunistici.

Come risultato, questo porta ad un minore investimento da parte del principal in sistemi di controllo interno e di incentivazione sugli agenti per allineare gli interessi di entrambe le parti, perché si può contare sul più efficiente controllo reciproco da parte dei membri della rete.

L'esplorazione di queste reti sociali che circondano i principal e gli agent che utilizzano social networks può far si che ci possano essere nuovi meccanismi per misurare il rischio di azzardo morale e per stabilire meccanismi di governance per controllare i costi di agenzia.

Power Relation

Power Relation rappresenta la capacità delle persone di plasmare il proprio mondo.

Concentrandosi sulla potenza dei "principi", si può esaminare come le diverse strutture di governance sono legate alla concentrazione proprietaria o alla natura del principal.

Alcuni teorici ritengono che un'altra concentrazione proprietaria genera una retribuzione inferiore agli agent, un legame più stretto tra performance aziendale e compenso manageriale ed un monitoraggio più pressante sulle decisioni del manager; in altre parole, con l'aumentare della concentrazione proprietaria, l'incentivazione ed il monitoraggio dell'agent sono complementari meccanismi di controllo del manager.

Per quanto riguarda la natura del principal, Dixit nel 1997 mise in evidenza il problema dell'eterogeneità del principal, sostenendo che in alcuni paesi gli agent non devono sono essere responsabili nei confronti degli azionisti, ma anche nei confronti di un più ampio numero di stakeholders, come ad esempio lavoratori, creditori, comunità locale e così via, provocando così una politicizzazione della governance.

In molti paesi dell'Europa, le imprese sono caratterizzate da una proprietà definita family owners, dove i poteri sono dispersi tra i membri della famiglia, e questa dispersione può portare ad un rischio di azzardo morale. Infatti si è studiato come questa concentrazione familiare, può portare ad un maggior licenziamento di manager non della famiglia, ad una fiducia inferiore rispetto al membri della famiglia, dove i criteri di valutazione per gli agent sono riconducibili ai valori della famiglia, che spesso sono guidati da obbiettivi non economici, che si riflettono in scelte strategiche non opportune, come ad esempio la poca diversificazione, la diminuzione di spese in ricerca e sviluppo e così via.

Fino a poco tempo fa la letteratura della teoria dell'agenzia ha trascurato il ruolo dei principi familiari nella ricerca di obbiettivi non economici, anche se la stragrande maggioranza delle imprese in tutto il mondo sono a conduzione familiare.

Ma quali sono i meccanismi di governance adatti per eliminare i problemi di agenzia che sorgono nel contesto istituzionale qui analizzato?

Prendiamo in considerazione i quattro contesti istituzionali analizzati fino ad ora e spieghiamo in che modo le relazioni tra principal ed agent cambiano in base a differenti accordi istituzionali⁹⁶.

Se si analizza il contesto di *Institutional Environment*, gli elementi che possono modificare il rapporto tra principal ed agent sono essenzialmente due:

- Transparency Intemedation

con un più alto livello di intermediazione e di trasparenza gli agenti avranno meno probabilità di agire in maniera opportunistica; la valutazione degli agenti e i loro relativi premi saranno legati alle informazioni sulle loro prestazioni fornite dai mercati esterni; minori risorse saranno destinate ai sistemi di controllo interno e maggiori ruoli che verranno affidati agli osservatori o intermediari che dovranno valutare e premiare le prestazioni degli agent.

- Political Intervention

con un più alto intervento politico minore sarà la miscela tra retribuzione variabile e pay-for-performance; minore sarà l'uso di criteri di prestazione basati sui risultati finanziari, al contrario, l'accento sarà posto sulle competenze politiche dell'agente; maggiore sarà il ruolo di monitor esterni con il compito di premiare o disciplinare dirigenti.

Se si analizza il contesto *Cognitive Framework* gli elementi che possono modificare il rapporto Principal – Agent è uno:

- Instrumentality of Leadership Income as Value Metric

più è alta la leadership e l'importanza che viene attribuita alle ricompense pecuniary maggiore sarà la percentuale che gli agenti andranno ad estrarre dall'impresa sottoforma di pacchetti retributive più grandi; maggiore sarà la differenza di compensazione tra il CEO e gli altri lavoratori ai vari livelli

69

⁹⁶ Wiseman R.M., Cuevas-RodrigueG., Gomez-Mejia L. "Towards a Social Theory of Agency", Journal of Management Studies; 2012; pagg. 202 – 222.

organizzativi; vi sarà la probabilità che la retribuzione dell'agent sarà associata al suo personale carisma e alla sua reputazione.

Se si analizza il contesto *Social Networks* gli elementi che possono modificare il rapporto Principal – Agent è uno:

- Network Density

più è alta la densità dei social network intorno al rapporto principal vs agent minore sarà l'asimmetria informativa tra le due parti; sarà meno probabile che gli agenti agiranno in maniera opportunistica; maggiore sarà la probabilità che i principal attraverso il social network andranno a monitorare i comportamenti dell'agente limitando così i controlli formali.

Se si analizza il contesto *Power Relation* gli elementi che possono modificare il rapporto Principal – Agent sono tre:

- Ownership Concentration

l'alta concentrazione proprietaria potrà portare ad una ad una compensazione complessiva inferiore all'agent; l'allineamento degli obiettivi ed il monitoraggio saranno utilizzati in maniera complementare; gli agent saranno responsabili delle performance dell'impresa; maggiore sarà l'uso del controllo interno in quanto vantaggi per il principal saranno superiori ai costi.

- Diversity of Principal

maggiore è il numero dei principal più basso sarà l'uso della retribuzione variabile legata alla prestazione, poiché ci saranno meno accordi tra i principal sui criteri da utilizzare; sarà più probabile che il monitoraggio sull'agent sarà condotto internamente attraverso gli organi ufficiali che rappresentano molteplici stakeholders;

- Family Influence

quanto maggiore è il ruolo della proprietà della famiglia nel controllo interessi commerciali inferiore sarà il compenso che la famiglia darà all'agent in termini relativi; sarà più probabile che vengano utilizzati criteri non finanziari per valutare le prestazioni dell'agent; vi sarà un alto uso di monitoraggio interno.

2.3 SECONDO PROBLEMA DI AGENZIA (AZIONISTI DI MAGGIORANZA vs AZIONISTI DI MINORANZA)

Come già accennato il precedenza, la letteratura economica si è occupata maggiormente del primo problema di agenzia, che caratterizza quelle imprese che hanno una separazione tra proprietà e controllo più o meno netta, in base alla percentuale di azioni che ciascun proprietario detiene, ma i recenti studi sulla governance hanno portato invece ad un secondo conflitto di agenzia, con l'espropriazione da parte degli azionisti di maggioranza a danno degli azionisti di minoranza, chiamato PRINCIPAL/PRINCIPAL.

I risultati di queste ricerche, hanno dimostrato che l'assetto proprietario maggiormente diffuso nei paesi fuori dagli Stati Uniti, o comunque con eccezione dei paesi anglosassoni, non è quello formato da un azionariato polverizzato, bensì quello caratterizzato da una proprietà concentrata, ciò significa quindi che non vi è un azionariato diffuso, bensì quote di proprietà che sono concentrate nelle mani di pochi grandi azionisti. Tutto questo fa si che si possano creare dei conflitti tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza che vengono appunto definiti come "secondo problema di agenzia".

Il potere che hanno gli azionisti di controllo sul complesso societario è notevole, in quanto è in grado di influenzare le decisioni aziendali per estrapolare propri benefici privati, che potrebbero o non potrebbero coincidere con l'interesse generale della società, apportando quindi un danno agli azionisti di minoranza.

Esempi di questo potere li possiamo riscontrare nella capacità che essi hanno di pilotare le decisioni dei manager, quando non detengono essi stessi il governo della società; nella capacità di influenzare le elezioni del Consiglio di Amministrazione, nominando amministratori che apporterebbero loro maggiori benefici (questo accado a causa della normativa vigente in merito all'elezione del Consiglio di

Amministrazione, art. 147 ter TUF, il quale prevede solo che almeno uno dei componenti del consiglio provenga dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero dei voti, detto ciò il consiglio sarà composto per una grande maggioranza da amministratori eletti tra le liste degli azionisti di maggioranza).

Nel momento il cui in una società vi è un'altra concentrazione proprietaria, vi sarà sicuramente un più basso livello di protezione per gli azionisti di minoranza, infatti l'azionista di controllo, per paura di azioni a lui sfavorevoli che potrebbero essere messe in atto da altri azionisti o dai manager, cercano di detenere maggiori quote di capitale e maggiori diritti di voto, in modo tale da influenzare in maniera decisiva il controllo dell'impresa. Proprio per le suddette caratteristiche, è molto difficile che investitori istituzionali investano in questo tipo di imprese.

Questo secondo tipo di problema di agenzia, si riscontra molto in quei contesti istituzionali dove gli azionisti di minoranza hanno una bassa protezione legale. Secondo l'approccio law and finance, vi sono diversi gradi di tutela degli investitori che dipendono dal paese in cui ci si trova.

Nei paesi Common Law (tipicamente quelli anglosassoni), i giudici applicano le leggi basandosi su precedenti sentenze e valutano di volta in volta i casi che sono presentati ad essi, quindi vi è un maggiore grado di protezione degli azionisti di minoranza.

I paesi Civil Law (tipicamente quelli europei, derivanti dal diritto romano), hanno un diritto altamente codificato ed i giudici applicano quelle determinate norme specifiche del caso, senza una possibile interpretazione propria, quindi vi è un minor grado di protezione degli azionisti di minoranza.

Questo secondo conflitto di agenzia potrebbe essere risolto introducendo una buona corporate governance (vedi par. 2.3.3) in modo tale da ridurre i benefici privati di controllo di cui gli azionisti di maggioranza godono, limitando così l'incidenza del tunneling, asset-stripping, operazioni con parti correlate e qualsiasi altra operazione che vada a ledere gli azionisti di minoranza⁹⁷.

⁹⁷ Love I., "Corporate Governance and Performance Around the World: What Know and What WE Don't", The Word Bank Observer, 2010.

2.3.1 Tutela delle minoranze in Italia

L'Italia fa parte di quei paesi Civil Law insieme a Francia, Portogallo, Spagna e Grecia, dove i modelli di governance sono caratterizzati per la maggior parte da proprietà concentrata e a conduzione familiare, dalla crescente diffusione della forma organizzativa del gruppo d'impresa e dalla poca presenza di intermediari finanziari specializzati.

In Italia le imprese sono per lo più a conduzione familiare con una struttura societaria molto semplice ed una sovrapposizione tra le figure dell' imprenditore, che conferisce il capitale di rischio, ed il manager.

L'Italia in generale, non ha mai visto una legislazione pronta ad affrontare questo tipo di problema, infatti ancora oggi vi è una scarsa tutela degli azionisti di minoranza.

Certamente con il passare del tempo sono state inserite norme più specifiche riguardo il conflitto di agenzia.

Uno dei più importanti contributi è dovuto all'approvazione del Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n.58 del 24.02.1998) che contiene un'intera sezione sulla tutela delle minoranze.

Alcune delle modifiche messe in atto dal Testo Unico sono qui elencate:

- Riduzione del quorum per la convocazione dell'assemblea (dal 20% al 10% del capitale sociale);
- Riduzione del quorum per sporgere denuncia al collegio sindacale (dal 5% al 2%);
- Riduzione del quorum per sporgere denuncia al tribunale contro sindaci e amministratori (dal 10% al 5%);
- Modifiche per la maggioranza richiesta per le delibere dell'assemblea straordinaria;
- Esercitare un'azione sociale di responsabilità senza passare per una previa delibera assembleare con il 5% del capitale sociale;
- Rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale;
- Possibilità di esercizio del voto per corrispondenza insieme alla sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto.

Tutte queste modifiche sono state introdotte proprio perché si voleva ottenere una partecipazione degli investitori più attiva che avrebbe portato ad una migliore tutela delle minoranze.

Il risultato non è stato quello sperato, in quanto le imprese italiane continuano ad avere un certo tipo di assetto proprietario talmente concentrato nella mani di pochi, che è arrivata tra i primi posti tra le imprese con elevata concentrazione proprietaria di tutta l'Europa continentale.

2.3.2 Il ruolo degli Amministratori Indipendenti

Come già accennato in precedenza, per cercare di appianare i comportamenti opportunistici che gli azionisti di maggioranza potrebbero avere a danno degli azionisti di minoranza, uno dei ruoli più importanti è quello del Consiglio di Amministrazione ma per essere più precisi, questo compito di controllo è affidato agli amministratori indipendenti.

Questi soggetti, devono essere imparziali, non devono avere rapporti o condizionamenti da parte degli azionisti di controllo, in modo tale da non avere nessun tipo di influenza, ma pensare solo al benessere della società ed al benessere degli azionisti, che siano di maggioranza o di minoranza.

Il loro compito oltre a quello di controllo è quello di partecipare anche alle decisioni strategiche che vengono prese all'interno dell'impresa, proprio per garantire l'assoluta imparzialità nelle scelte che vengono deliberate dalla società.

Il problema della tipologia di governance che vi è in Italia, cioè quella della proprietà concentrata, fa si che i soci di controllo siano anche amministratori esecutivi della società, quindi il fatto di avere degli amministratori indipendenti fa si che ci sia un maggior controllo sugli azionisti di maggioranza e sulle scelte intraprese dall'impresa.

2.3.3 Come avere una buona Corporate Governance nel problema Pincipal-Principal

Come è stato analizzato in precedenza, il secondo conflitto di agenzia tradizionalmente è molto presente nelle economie in via di sviluppo. Questo però non è del tutto vero, in quanto esempi di questo tipo di possono trovare quotidianamente anche nei paesi Europei, e quindi in economie già sviluppate.

Per far luce sul conflitto tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza che minano alla qualità del governo societario, bisogna prendere in considerazione due fattori, la struttura proprietaria e come il governo delle società è regolato in Europa⁹⁸.

Le società Europee ad esempio, sono caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata, ciò vuol dire che il conflitto di agenzia non si crea tra azionisti e manager, ma piuttosto tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza⁹⁹. Tali strutture di proprietà, possono attenuare oppure accentuare i conflitti di agenzia. Da un lato la presenza di grandi azionisti fa si che ci siano meno problemi tra il management e gli azionisti, in quanto il loro potere di voto dà loro la possibilità di forzare il management ad agire nei loro interessi¹⁰⁰; ma l'altro lato della medaglia fa si che l'azionista di maggioranza possa esercitare il proprio potere estraendo i benefici privati di controllo¹⁰¹.

La cosa fondamentale, è capire come i governi dei vari paesi europei regolamentano la corporate governance. In Europa ci troviamo davanti ad un tipo di governo definito "comply or explain"¹⁰², cioè danno un alta discrezionalità agli azionisti di maggioranza di scegliere il modello di corporate governance che ritengono più opportuno. Questo ovviamente va a danno degli azionisti di minoranza che spesso

⁹⁸ Renders A., Gaeremynck A., "Corporate Governance, Principal – Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies", Corporate Governance: an International Review, 2012, pagg. 125 – 143.

⁹⁹ Denis D., McConnel J., " International Corporate Governance", Journal of Finance and Quantitative Analysis, vol. 38, 2003, pagg. 1 – 36.

¹⁰⁰ La Porta R., Lopez de Salines F., Shleifer A., "Investor Protection and Corporate Valuation", Journal of Finance, vol. 57, 2002, pagg. 1147 – 1170.

¹⁰¹ Bebchuck L., " A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", John M. Olin Center for Law Working Paper n. 260, 1999. Bebchuk, L. 1999.

¹⁰² Renders A., Gaeremynck A., "Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firms Value in European Listed Companies; Corporate Governance: an International Review, 2012, 20(2), pagg.125 – 143.

vengono espropriati dagli azionisti di maggioranza, che vogliono ottenere maggiori benefici privati.

Gli azionisti di maggioranza facendo una comparazione tra i benefici ed i costi dell'introduzione di una buona corporate governance, sceglieranno quell'alternativa che fa perdere loro minori benefici privati di controllo.

Bisogna prendere comunque in considerazione che una buona corporate governance fa si che il valore dell'impresa aumenti¹⁰³, il che giova sicuramente anche agli azionisti di maggioranza.

Ovviamente una buona Corporate Governance è quella che fa si che la minoranza degli azionisti venga tutelata e che i benefici privati degli azionisti di maggioranza diminuiscano, tutto ciò però con un aumento del valore dell'impresa. In linea generale si può dire che in una impresa dove vi è un grande conflitto tra principal/principal, gli azionisti di maggioranza saranno molto riluttanti ad attuare una buona governance in quanto i costi della sua implementazione sono maggiori rispetto ai vantaggi che questi potrebbero avere.

Un altro fattore da considerare è il fatto che le società europee sono soggette a molte restrizioni da parte del mercato azionario 104, vi è un alto livello di divulgazione delle informazioni, con reporting annuali, quotazione delle azioni, revisione delle informazioni 105, il che rende più protetti gli azionisti di minoranza contro un' eventuale espropriazione da parte degli azionisti di maggioranza. Quindi in un ambiente con un'elevata informazione, la corporate governance è in grado di risolvere il secondo problema di agenzia e quindi influenzare positivamente il valore dell'impresa.

¹⁰³ Renders A., Germynck A., Sercu P., "Corporate Governance Rating and Company Performance: A cross-European Study", Corporate Governance: An International Review, vol. 18, 2010, pagg. 87 – 106.

¹⁰⁴Frost C. A., Gordon E., Hayes A., "Stock Exchange Disclosures and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges", Journal of Accounting Research, vol. 44, 2006, pagg. 437 – 483.

¹⁰⁵ Idem

Bisogna prendere in considerazione che gli studi precedenti si sono concentrati sui benefici di una buona corporate governance¹⁰⁶, mentre quelli più recenti anche sui costi che si sostengono sull'introdurla¹⁰⁷.

La maggior parte degli studi recenti sul tema in questione, sostengono e provano che una buona corporate governance condurrà ad un miglioramento del valore dell'impresa in quelle società caratterizzate dalla presenza di un grave conflitto di agenzia tra azionisti di minoranza ed azionisti di maggioranza. ¹⁰⁸

2.3.4 Il problema delle Dominant Family

Come già accennato in precedenza, la ricerca si è impegnata molto nel studiare e capire il rapporto conflittuale che vi è tra azionisti vs manager, mentre si sa molto poco su quanto e come gli azionisti interagiscono tra di loro e soprattutto come si comportano nei confronti degli azionisti di minoranza.

Il problema che si è sviluppato in questi anni, è che le imprese hanno un vero e proprio azionariato concentrato nelle mani di pochi azionisti di controllo, che non fa altro che incentivare l'espropriazione da parte di questi verso gli azionisti di minoranza.

Secondo alcuni studi, nel momento in cui non vi è una differenza così pronunciata nelle quote di controllo dell'impresa, la probabilità di espropriazione tenderà a diminuire, in quanto la posizione degli azionisti di controllo non è così netta e dominante, il che fa pensare che per esempio, per raggiungere la maggioranza dei voti, per intervenire sulla strategia dell'impresa o sulle azioni dei manager, hanno bisogno della collaborazione di altri azionisti di controllo o di azionisti di minoranza¹⁰⁹.

 $^{^{106}}$ Durnev A., Kim E., "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", Journal of Finance, vol. 60, 2005, pagg. 1461-1493.

¹⁰⁷ Filatotchev I., Allcock D. K., " Executive Incentive Schemes in Initial Public Offering: The effects of Multiple Agecy Conflict and Corporate Governance", Journal of Management, vol. 36, 2010, pagg. 663 – 686.

¹⁰⁸ Renders A., Germynck A., "Corporate Governance, Principal – Principal Agency Conflicts, and Firms Value in European Listed Companies", Corporate Governance, An International Review, vol. 20, 2012, pagg. 125 – 143.

¹⁰⁹ Jara-Bertin M., Lopez-Iturriaga F., Lopez-de-Foronda O., "The Contest to the Control in European Family Firms: How Others Shareholders Affect Firm Value", The Authors Journal Compilation, 2008, vol. 16, n.3, pagg. 156 – 159.

La caratteristica di questo tipo di imprese sono da ricondurre a quel tipo di imprese che vengono denominate, Dominant Family, cioè quelle organizzazioni a conduzione familiare, dove gli azionisti di controllo sono i componenti della famiglia stessa. In questo caso l'espropriazione da parte della dominant family nei confronti degli azionisti di minoranza dipende molto e soprattutto dalla protezione legale che questi hanno nel paese di riferimento.

Quindi, bisogna accettare il fatto che il comportamento opportunistico da parte degli azionisti di controllo è più probabile che si verifichi in quelle imprese a conduzione familiare, in quanto la famiglia ha più incentivi ad espropriare gli azionisti di minoranza per ottenere maggiori benefici privati.

<u>Il disinvestimento visto dalla Dominant Family</u>

Tutto ciò che è stato analizzato fino ad ora, sono le caratteristiche principali che hanno le imprese nelle economie emergenti.

Possiamo quindi ridefinire la struttura della governance in tre diversi modelli:

- Il modello di governance caratterizzato dalle Dominant Family, caratteristica delle imprese nelle economie emergenti;
- Il modello di governance shareholders, caratteristica delle imprese statunitensi
 e del Regno Unito, che vede la partecipazione come un veicolo per gli
 investimenti, e quindi il ritorno sugli investimenti (ROI) a breve termine è
 importante per massimizzare il valore azionario;
- Il modello di governance stakehodlers, caratteristica delle imprese tedesche e giapponesi, che vede la partecipazione come un mezzo per garantire la relazione a lungo termine con tutti gli operatori (banche, fornitori, governo, lavoratori). Quindi non ha importanza il miglioramento delle quotazioni azionarie e la redditività in generale.

Come studiato, la deregolamentazione e la privatizzazione hanno intensificato la concorrenza nel mercato e questo ha fatto si che le economie più avanzate investissero nelle economie emergenti portando con se diversi modelli di organizzazione e di strategia, provenienti dai loro paesi di origine. Infatti gli investitori esteri possono influenzare le imprese locali nell'apprendimento organizzativo attraverso l'interazione quotidiana con i dirigenti locali. Proprio studi

di joint venture hanno suggerito come l'apprendimento sia una delle motivazioni principali che spinge verso la creazione di joint venture internazionali, proprio perché i partner locali voglio imparare dai partner stranieri, soprattutto quando questi sono caratterizzati dalle economie sviluppate.

Nelle economie emergenti, a causa della dominanza familiare nella governance dell'impresa, il ruolo della proprietà e del controllo, non sono suddivisi, bensì sono gli stessi membri della famiglia a ricoprire entrambi i ruoli e quindi ad esercitare una maggiore pressione ed un maggior raggiungimento dei propri obiettivi, a danno quindi degli obiettivi degli azionisti di minoranza, rappresentati dagli investitori stranieri.

La ricerca suggerisce che uno dei mezzi che la famiglia ha per espropriare il valore agli azionisti di minoranza è impegnandosi nella diversificazione eccessiva. Soprattutto, una diversificazione non correlata, comporta un maggiore potere di mercato, una riduzione del rischio di fallimento e soprattutto comporta l'aumento della ricchezza della famiglia, tutto ciò anche quando una tale strategia comporterebbe una non massimizzazione della ricchezza degli azionisti¹¹⁰.

Questo accade quando la dominant family è spinta da interessi privati che sorgono quando vi è una grande differenza tra diritti di controllo e diritti sui cash flow, in quanto, la famiglia può sfruttare la ricchezza di tutti gli azionisti per una diversificazione rischiosa, in quanto i benefici dell'espropriazione potrebbero superare i costi.

Anche l'opportunità di entrare il settori altamente liberalizzati possono motivare le imprese a conduzione familiare verso una diversificazione incorrelata, effettuando quindi acquisizioni incorrelate, sfruttando la mancanza di controllo esterno e la mancanza di una protezione giuridica degli azionisti di minoranza, evitando quindi il disinvestimento.

Gli investitori stranieri, in questo caso quindi gli azionisti di minoranza, hanno l'incentivo a spingere verso il disinvestimento dei business non correlati, in modo tale da ridurre i costi di agenzia, in quanto data la governance inadeguata all'interno delle imprese (mancanza di trasparenza e controllo sulle informazioni privilegiate) e le difficoltà dei controlli esterni, fa si che ci siano più opportunità di mettere in

¹¹⁰ Chi-Nien Chung, Xiaowei Luo "Institutional Logics or Agency Costs: The Influence of Corporate Governance Models on Business Group Restructuring in Emerging Economies",; Organization Science, 2008, vol. 19, n.5, pagg. 766 – 784.

atto comportamenti opportunistici come ad esempio il tunneling, dove la famiglia trasferisce risorse provenienti da imprese associate nelle quali la famiglia detiene relativamente bassi diritti sui cash flow, verso quelle imprese dove la famiglia stessa ha altri diritti sui cash flow.

Quindi, dato che la riduzione dei costi di agenzia attraverso una rifocalizzazione generale è molto importante per gli investitori stranieri, questo può essere visto come primo motore verso una ristrutturazione.

Nelle imprese a conduzione familiare, i membri della famiglia si aspettano di controllare tutte le attività e tutte le strategie dell'impresa. Questa ossessione del controllo è presente sia delle economie emergenti che nelle economie sviluppate, infatti in questo tipo di imprese statunitensi si è visto come la forma di un'organizzazione multi divisionale non è ben vista e quindi scarsamente utilizzata, in quanto tale forma decentra il processo decisionale e di conseguenza indebolisce il controllo della famiglia.

Il disinvestimento viene definito come il "brutto anatroccolo" delle strategie di corporate. I manager sono sempre più messi sotto pressione dagli azionisti che spingono verso una crescita dell'impresa, specialmente volendo intraprendere operazioni di M&A; ma il disinvestimento è inteso come quell'operazione che viene utilizzata per eliminare l'overdiversification, per cercare di risollevare la società dopo delle acquisizioni fallite o ad esempio per eliminare delle business units in underperforming.

Quindi gli aspetti positivi possono essere identificati come aumento del valore dell'impresa, reimpiego delle risorse della società e riduzione delle asimmetrie informative; gli aspetti negativi invece, è l'ammissione del fallimento.

Il disinvestimento non è ben visto dalle imprese a conduzione familiare, in quando questo "infangherebbe il nome della famiglia", è considerato infatti come un fallimento gestionale. Anche quando un assets dell'impresa non ha più quel valore economico che aveva in passato, la famiglia non lo cede, in quanto questo rappresenta l'identità della famiglia. Quindi anche quando dati oggettivi dimostrano che il disinvestimento è la soluzione più opportuna, la famiglia rinvia o non mette in pratica questo tipo di decisione. Questo accade anche perché la proprietà tra i membri della famiglia, suddivisa quindi anche in base all'albero genealogico, si dovrebbe ridistribuire e non è facile ritrovare quell' equilibrio quell' armonia che si

aveva precedentemente all'azione di disinvestimento. Sarà compito del leader della famiglia (di solito il padre) ristabilire l' equilibrio e l'armonia familiare, il che però comporta una spesa di una gran quantità di tempo e di energia nel decidere come riequilibrare il potere tra i membri della famiglia e le loro singole esigenze.

Il secondo problema di agenzia viene quindi ampliato quando gli azionisti di controllo (la famiglia) occupa anche posizioni nel top management dell'impresa, fino ad essere anche i CEO. Questi soggetti quindi sono portati a volere il meglio per gli azionisti di controllo ma non per tutti gli azionisti, ad esempio non intraprendendo un'attività di disinvestimento. Questo fa capire come le dominant family sono riluttanti rispetto alle non-dominant family ad intraprendere un'attività di disinvestimento e lo sono soprattutto quando i CEO sono membri della famiglia. Tuttavia, quando un'attività di disinvestimento è intrapresa da quelle imprese a conduzione familiare, la reazione del mercato sarà più positiva rispetto a quando questa decisione la prende un'impresa non-dominant family, ciò accade perché se la famiglia sceglie di disinvestire, vuol dire che è un'operazione necessaria per aumentare il valore dell'impresa e la ricchezza per i suoi azionisti.

2.3.5 Confronto tra primo e secondo problema di agenzia dal punto di vista della proprietà dominante

La letteratura si è occupata molto del primo problema di agenzia, relazione tra proprietà e e management, mentre gli studi di governance hanno fatto sorgere un secondo tipo di problema di agenzia, cioè l'espropriazione da parte degli azionisti di maggioranza a danno degli azionisti di minoranza, il che accade spesso dove questi ultimi non hanno grande protezione legale.

Esistono prove sul fatto che il disinvestimento sia causato dal primo problema di agenzia, ma non ne esistono sul fatto che sia causato dal secondo problema, soprattutto in quei paesi al di fuori degli Stati Uniti.

Il primo problema di agenzia considera tutte quelle attività che distruggono valore all'impresa e che sono messe in atto da manager che vogliono solo aumentare il loro potere ed il loro prestigio. In questo caso la presenza di una proprietà dominante può comportare una diminuzione di questi comportamenti opportunistici grazie al maggior controllo sui manager, riducendo quindi i costi di monitoraggio

con un effetto positivo sulla governance. Grazie a questa conformazione della governance, l'attività di disinvestimento invia un segnale positivo al mercato, che reputa questa scelta consapevole e studiata.

Il secondo problema di agenzia tratta di quando la proprietà dominante usa il disinvestimento per avere maggiori benefici privati danneggiando gli azionisti di minoranza, ad esempio, tramite una vendita di assets a prezzi più bassi rispetto a quelli di mercato oppure tramite operazioni infragruppo per favorire l'unità ceduta a danno della società madre. A causa di quanto detto, il marcato azionario avrà un segnale negativo rispetto all'attività di disinvestimento. Infatti il mercato è preoccupato degli eventuali conflitti di interesse o comunque di un aumento dei costi di agenzia anziché dell'inclinazione degli azionisti di controllo verso comportamenti opportunistici.

Questo conflitto tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza nel disinvestimento, dipende sia da istituzioni formali che informali.

Quanto detto può essere spiegato dal fatto che questo comportamento è meno presente in quei paesi dove vi è una forte protezione legale per gli azionisti di minoranza. Ad esempio, durante l'approval process, gli interessi della minoranza sono maggiormente protetti quando le transazioni o comunque certe attività devono essere approvate dagli azionisti o rivisti da un esperto indipendente dalle parti. Exante poi , questa divulgazione delle transazioni che avverranno, può aiutare ad avere un maggiore monitoraggio da parte della stampa, in modo da evitare comportamenti opportunistici¹¹¹.

Anche le istituzioni informali influenzano molto questo tipo di conflitto, in quanto è molto importante il comportamento etico nelle business relationships, inteso come quell'insieme di standard che un'impresa ritiene che siano moralmente appropriati in una relazione ¹¹². Quindi un forte comportamento etico va a scoraggiare comportamenti opportunistici.

Il problema però deve essere analizzato anche dal punto di vista di quante azioni di controllo sono possedute dalla proprietà dominante.

¹¹¹ Peruffo E., Oriani R., Folta T., "How Dominant Owner Opportunism Influences Divestiture Returns Across Different Institutional Contexts".

¹¹² Idem

Quando il control share è basso, aumenta il controllo dei diritti del proprietario dominante che vuole evitare i rischi associati ai comportamenti opportunistici dei manager. Dal punto di vista dei costi di agenzia, il costo del mancato controllo sui manager è più elevato rispetto ai costi di monitoraggio, con questo il primo problema di agenzia di riduce e viceversa.

Quando il control share è basso, il secondo problema di agenzia sarà meno grave in quanto non vi è un'elevata contendibilità delle azioni da parte degli azionisti, quindi l'azionista di controllo non riesce ad averlo indiscutibilmente, ma ha bisogno del sostegno degli altri azionisti; mentre quando il control share è alto, sarà molto più elevata la probabilità che l'azionista di controllo vada a prendere delle decisioni che aumentano i propri benefici privati a danno di quelli degli azionisti di minoranza.

Nei casi in cui la proprietà dominante ha un elevato control share e vi è una bassa protezione degli azionisti, e nei casi in cui il comportamento etico nelle business relationship non è molto marcato, la probabilità di espropriazione aumenta in maniera notevole; per questo una minore tutela degli azionisti di minoranza comporta più problemi di agenzia.

2.3.6 Conflitto Principal – Principal nelle società quotate cinesi

Nel 2004 la Cina ha attirato l'attenzione di tutto il mondo nel momento in cui Lenovo ha annunciato l'acquisizione della divisione PC della IMB per 1,25 miliardi di dollari. Fino a quel momento la Cina era sempre stata vista come meta di investimenti diretti esteri, ma da quel momento divenne anche un'investitrice verso l'estero.

Le imprese cinesi oggi, le troviamo in 173 paesi e regioni in tutto il mondo e la Cina ha riserve di valuta estera più alte di ogni altro paese, che possono essere utilizzate dalle imprese controllate dallo stato per acquisire imprese estere.

Il ruolo dello stato quindi, è centrale nell'economia cinese, in quanto esso è presente nella governance di tutte le società quotate avendo la maggioranza delle azioni, lasciando meno spazio alle istituzioni finanziari estere o agli investitori esteri, facendo sorgere così una divergenza di interessi tra l'azionista di maggioranza e l'azionista di minoranza ed aumentando i conflitti di agenzia, spinti da motivazioni diverse da quelle che riscontriamo nei paesi occidentali.

Le caratteristiche di una proprietà dominante composta dal governo può portare a determinate conseguenze¹¹³:

- Minore grado di competenze in modo tale da prevenire l'opportunismo manageriale;
- Più probabilità di condurre fusioni ed acquisizioni spinte da motivazioni politiche;
- Meno probabilità di possedere competenze manageriali in grado da condurre una fusione o un'acquisizione con successo.

Il conflitto tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza nelle imprese cinesi quotate è molto frequente, in quanto spesso gli investitori stranieri ritengono che il governo non abbia le capacità necessarie per attuare una determinata politica di acquisizione o di fusione, ma soprattutto il governo ha anche il compito di monitorare l'operato del manager, che è esso stesso il governo, creando così un duplice conflitto di interessi. Soprattutto il top manager (governo), spesso non ha le competenze necessarie per avviare un'attività di M&A, infatti la maggior parte di queste vengono ritenute un enorme fallimento da parte degli investitori, che quindi, sono meno propensi ad avere accordi con quelle imprese dove il governo cinese è l'azionista di maggioranza.

Nel 2006 la Bank of China ha acquisito la Enterprise Singapore Aircraft Leasing (SALE), il principale operatore di aeromobili in Asia, ribattezzato BOC Aviation,per 965.000.000 \$ in contanti. Oltre alla diversificazione dei ricavi, questa mossa era guidata dalle aspettative di revisione della normativa sul leasing in Cina che da gennaio 2007 consente nuovamente alle banche di operare in questo settore. L'acquisto di SALE ha consentito a Bank of China di acquisire un vantaggio competitivo sulle altre banche cinesi¹¹⁴.

Anche se è stato annunciato che l'operazione avrebbe aumentato notevolmente le casse della società, gli investitori sono stati molto scettici sull'acquisizione in questione, in quanto le due società sono completamente indipendenti e operano in

1

¹¹³ Yuan Yi Chen, Young M.N., "Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Prospective", Asia Pac J Manag, 2010, pagg. 524 – 539.

¹¹⁴ Chiarlone S., Ferri G., "Se il Brutto Anatroccolo Diventa un Cigno".

settori molto differenti tra loro. Questo suggerisce che tali tipo di pratiche andranno a danneggiare gli azionisti di minoranza.

2.3.7 Differenza tra Costi di Agenzia e Tunneling

Molti studiosi ritengono che i costi di agenzia ed il tunneling siano due facce della stessa medaglia, con un medesimo impatto sull'impresa. Ciò però non è sempre vero, o meglio si ritiene che i costi di agenzia sono prevalenti in quelle società dove vi è una divisione tra proprietà e controllo, mentre il tunneling è presente in quelle in prese dove vi sono uno o più azionisti di controllo che detengono la maggioranza delle azioni, e gli altri piccoli investitori esterni, quali appunto gli azionisti di minoranza.

Il *Tunneling* è definito come il trasferimento di attività e profitti da un'impresa ad un'altra a beneficio degli azionisti di controllo, mentre i *costi di agenzia* sono definiti come la perdita del controllo che hanno avuto gli azionisti nei confronti dei manager o comunque qualsiasi altro comportamento che non è stato controllato. Queste due tipologie di self-dealing hanno comportato il fallimento di due grandi colossi internazionali, a causa delle frodi che sono state poste in essere con attraverso queste due metodologie.

Caso ENRON

La Enron Corporation è stata una delle più grandi multinazionali statunitensi operando nel campo dell'energia, eppure dal 2000 al 2001 l'immagine di questo grande colosso fu ridotto a brandelli ed il prezzo delle sue azioni era crollato praticamente quasi vicino allo 0.

Nei primi anni del 1980, la Enron si occupata fondamentalmente della fornitura di gas, ma successivamente intraprese una strategia di diversificazione, entrando nel commercio del gas naturale, nel campo del carbone, dell'energia elettrica, della carta, del cavo il fibra ottica, si è impegnata in progetti internazionali che coinvolgevano la costruzione e la gestione di impianti di energia, insomma aveva iniziato il suo processo di internazionalizzazione. Questa diversificazione internazionale, in particolare in paesi come in Cina,

ed in India, attraverso il progetto Dabhol, che rappresentava il più grande IDE fino a quel momento, creò moltissimi problemi e opposizioni politiche.

Nel 2001, le azioni della Enron, da tutti considerate solidissime, persero tutto il loro valore, passando dalla quotazione di 86 dollari a 26 centesimi, bruciando così circa 60 miliardi di dollari nel giro di tre mesi. Ciò portò numerosi dipendenti a gravi difficoltà, poiché era stata fatta loro una proposta che permetteva loro di acquistare le azioni della società e non poterono far nulla per ripararsi dal disastro. I più alti dirigenti della società invece non subirono alcuna perdita, poiché avevano venduto le loro azioni prima del crac, realizzando così enormi guadagni; per essi infatti non era prevista alcuna clausola che impedisse loro di liberarsi delle proprie quote.

Caso SATYAM

Satyam è una delle quattro più grandi società di software dell'India, quotata sia nella Borsa di New York che nella Borsa di Bombay. Nel 2009 fu colpita da una gravissima frode finanziaria, perdendo così oltre il 47% della propria capitalizzazione di borsa¹¹⁵.

Ma come ha potuto questo grandissimo colosso quotato in ben due borse finanziarie, nascondere tutto ciò che è sorto dopo l'arresto del suo fondatore Raju?

L'azionista di controllo e suo fratello, manomettevano i bilanci già da molti anni e dil 94% della liquidità presente in essi era totalmente fittizia. Ciò che afferma Raju è che lo scopo non era quello di arricchirsi, bensì di aumentare la performance dell'impresa in modo tale da far aumentare i prezzi delle sue azioni ed evitando così qualsiasi tipo di proposta di acquisizione.

La frode venne smascherata quando alcuni azionisti di sono opposti all'acquisto, da parte di Satyam, di due imprese che appartenevano al figlio del fondatore, volendo evitare così qualsiasi atto di nepotismo, ciò però portò alla scoperta di questo atto ben più grave¹¹⁶.

¹¹⁵ www.prstelor.eu

¹¹⁶ www.key4biz.it

I due casi fin qui descritti, non vengono messi in atto per la stessa motivazione, bensì le differenze tra loro sono notevoli¹¹⁷:

- Il successo o il fallimento

Il crollo di Enron è stato una conseguenza del modello di business che aveva, dove i dirigenti volevano nascondere le perdite, mentre il caso Satyam è un caso di successo del suo modello di business, dove gli azionisti di maggioranza erano occupati a sottrarre il profitto.

- Costi di Agenzia vs Tunneling

Enron è un caso palese di costi di agenzia, dove i manager hanno fatto si che l'impresa si assumesse molti rischi, in modo da guadagnare nel momento in cui avesse vinto, e di proteggersi, a danno dei dipendenti e dei piccoli investitori (azionisti di minoranza), nel momento in cui ci fossero state delle perdite. Il caso Satyam invece, è un caso di tunneling, in quanto gli azionisti di maggioranza, trasferivano denaro attraverso l'auto-negoziazione. Quindi i manager sono i protagonisti nel caso Enron mentre i protagonisti nel caso Tuneling sono gli azionisti di maggioranza.

Queste opzioni di self-dealing, possono essere rilevati sia in una fase iniziale che in una fase più avanzata.

Nel caso in cui si rilevano in una fase iniziale, la società dovrebbe modificare la composizione del Consiglio di Amministrazione. Nel caso in cui invece, si rilevano in una fase più avanzata, la liquidazione diventa l'unica soluzione possibile; inoltre quando il perseguimento penale degli azionisti o dei manager, a seconda dei casi, fa si che molte persone possano essere scoraggiate a ricorrere a tali pratiche¹¹⁸.

1

Shirur S., Vikalpa, "Tunneling vs Agency Effect: A Case Study of Enron and Satyam2011, Vol. 36, n.3, pagg. 9 – 20.

¹¹⁸ Idem

2.4 BENEFICI PRIVATI DI CONTROLLO

Il primo ed il secondo problema di agenzia affrontati fino ad ora, ci fanno aprire un altro argomento in tema di corporate governance.

Nelle letteratura economica si definiscono benefici privati di controllo, le varie forme di utilità private godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti economici che esercitano il controllo societario¹¹⁹.

Il nome benefici privati di controllo, nasce dal fatto che qualunque sia la fonte, un certo valore non è condiviso tra tutti gli azionisti in proporzione della loro quota di proprietà all'interno della società, bensì è esclusivamente dell'azionista di controllo¹²⁰.

In relazione ai diversi tipi di controllo societario, gli studiosi hanno suddiviso i benefici privati del controllo in due segmenti:

- Perquisities (in gergo Perks) che vengono definiti come i privilegi che ha il top management in una situazione di managerial capitalism;
- *Tunneling* (come già accennato in precedenza) definita come una pratica espropriativa da parte degli azionisti di maggioranza nei confronti degli azionisti di minoranza, in situazioni di blocchi di controllo dominanti.

I benefici privati di controllo possono essere riassunti in questa tabella:

	Pecuniary ("Tunneling")	Non-pecuniary
Hig	h - Excessive (above-market) compensation - Diversion of resources - Asset transfers at arbitrary prices - Cheap loans and guarantees	III. "Amenities" - Winning the world series - Influencing public opinion - Owning a luxury brand - Physical appointments
ransferability Lor	II. "Dilution" - Insider trading - Creeping acquisitions - Freeze-out and squeeze-out - Issuance of shares at dilutive prices	IV. "Reputation" - Social prestige - Family tradition - Promotion of relatives - Personal relations

Fig.7 Types of Private Benefits Control. (riadattamento da "Private benefits and minority shareholder expropriation or what exactly are private benefits of control?)

¹¹⁹ www.bankpedia.org

¹²⁰ Dick A., Zingales L., " Private Benefits of Control: An International Comparison", The Journal of Finance, 2004, vol. LIX, n. 2, pagg. 537 – 600.

La prima distinzione da fare è quella tra benefici monetari e benefici non monetari; i primi sono rappresentati sicuramente dai Perks ma anche dal Self-Dealing, cioè tutte le possibili forme di scambio tra il controllante e la società controllata, che fanno avere un guadagno economico all'azionista; i secondi ovviamente non sono strettamente economici, ma psicologici come ad esempio, il prestigio, la fama, l'autorealizzazione e così via.

Analizziamo ora ciascun tipo di beneficio sia dal punto di vista economico ma anche dal punto di vista della trasferibilità dello stesso.

Come descritto dalla tabella sopra proposta, possiamo suddividere i benefici privati del controllo in quattro sezioni:

- *Self-Dealing*: sono quei benefici monetari facilmente trasferibili; ciò avviene quando avvengono transazioni che hanno come oggetto un assets dell'impresa che viene trasferito al controllante, il quale ha un vantaggio economico notevole. Alcuni esempi si possono riscontrare nella remunerazione eccessiva, cessione di assets a prezzi vantaggiosi, prestiti e garanzie di favore e così via.
- Diluition: sono quei benefici monetari non facilmente trasferibili; ciò avviene quando vengono poste in essere operazioni che avvantaggiano gli azionisti di maggioranza a danno degli azionisti di minoranza ma senza trasferimento di assets; questo tipo di operazioni sono difficilmente riproducibili e non trasferibili quali ad esempio l'insider trading o l'emissione di azioni a prezzi diluitivi.
- Amenties: sono quei benefici non monetari e facilmente trasferibili; non sono legati alla ricchezza monetaria degli azionisti di maggioranza, ma sono facilmente trasferibili ad un altro potenziale proprietario. Vengono definite come caratteristiche oggettive dell'impresa capace ad esempio di influenzare l'opinione pubblica, controllare brand prestigiosi o avere benefici psicologici.
- *Reputation*: sono quei benefici non monetari e non facilmente trasferibili; si tratta di caratteristiche personali che ha l'azionista di controllo e che sono

valorizzati sono dal possessore attuale, vale a dire, il prestigio sociale, tradizione familiare, nepotismo o relazioni personali.

Purtroppo, i benefici privati del controllo sono difficili da misurare, soprattutto i "valori psichici" sono complicati da quantificare, come anche la quantità di risorse che l'azionista di maggioranza ha ottenuto a suo vantaggio.

Ovviamente, l'azionista di controllo, metterà in atto l'estrazione dei benefici privati di controllo sono quando è difficile o impossibile da dimostrare che egli abbia messo in atto determinate azioni.

2.4.1 Tipi di misurazione dei Benefici Privati di Controllo

Tuttavia vi sono due metodi per cercare di valutare la grandezza di questi benefici privati di controllo.

- Il *metodo del Block Control Premium* introdotto da Barclay e Holderness nel 1989, è molto semplice. Nel caso dell'acquisizione di un pacchetto azionario idoneo a trasferire il controllo societario in capo all'acquirente, si è soliti riscontrare l'esistenza di un "premio per il controllo" come differenza tra il prezzo unitario delle azioni del pacchetto e quotazioni di borsa delle medesime. Secondo gli Autori, il premio di acquisizione "corretto", calcolato come differenza tra il prezzo pagato per il pacchetto di controllo e il prezzo di mercato *dopo l'annuncio dell'acquisizione*, ossia una volta che il mercato abbia incorporato nei corsi le nuove prospettive reddituali/finanziarie attribuibili al nuovo *management*, deve essere necessariamente una misura dei benefici privati del controllo, alla cui esistenza attribuire la differenza di prezzo eventualmente residua¹²¹.

Attraverso una formalizzazione, risulta che:

.

¹²¹ Idem

$$PrC = P_{con} - P_{post}$$

e

$$PrCS = \alpha + \frac{P_{con} - P_{post}}{P_{con}}$$

dove:

PrC: Premio di Controllo;

PrCS: Premio di Controllo Standard, ossia espresso in percentuale della capitalizzazione della società;

Pcon: Prezzo di scambio del pacchetto di controllo;

Ppost: Prezzo di mercato dopo l'annuncio del cambio di controllo;

 α : quota di controllo del vecchio proprietario (0 < α < 1)

Con questo metodo, i benefici privati di controllo vengono misurati in base al premio di controllo, che ne rappresenta la stima.

Il metodo del Voting Premium introdotto da Zingales nel 1994, si basa sulla differenza tendenzialmente positiva tra, il valore di un'azione che conferisce al suo possessore diritti amministrativi (azione ordinaria) e azioni con diritti esclusivamente finanziari (nel caso italiano, le azioni di risparmio), che vengono emesse dalla stessa società, che misura il valore attribuito alla facoltà dell'esercizio del diritto di voto, voting premium. Ovviamente il diritto al voto, può far ottenere il controllo della società, traendo quindi i benefici ad esso associati.

Quindi il Voting Premium che è la differenza tra il prezzo di un'azione ordinaria ed il prezzo di un'azione di risparmio, può essere considerato una stima del benefici privati di controllo ottenibili con il voto.

Questo metodo però, può essere rilevante solo sotto due ipotesi:

- 1) Probabilità non nulla che si realizzi il trasferimento di controllo;
- 2) Il trasferimento di controllo riguardi anche le azioni marginali.

Il problema di attuazione di questo metodo, è che non in tutti i paesi del mondo ci sono queste due categorie di azioni.

In ogni caso, data l'importanza dei benefici privati del controllo nella finanza aziendale è opportuno applicare entrambi i metodi sopra citati.

Ma come si possono ridurre i benefici privati del controllo?

Vi sono molte variabili da considerare per cercare di ridurre questi benefici, alcune possono essere di natura legale, come ad esempio una migliore protezione giuridica degli azionisti di minoranza, una migliore applicazione della legge (citando in giudizio i manager in modo da limitarne il loro potere discrezionale e con essa la capacità di poter estrarre benefici), un più altro prelievo fiscale e così via.

Oltre alla legge però, si considerano anche variabili extra legali, come la concorrenza, la pressione del lavoro, le norme morali e la pressione dell'opinione pubblica. La reputazione infatti, è fondamentale e molto importante nel caso in cui i media abbiano un particolare potere nei confronti degli azionisti.

La questione comunque è molto più ampia ed è compito della ricerca futura svilupparne i concetti.

CAPITOLO 3

TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA

3.1 TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA NELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE – CONFRONTO FRA PAESI

3.1.1 OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Perché la disciplina europea si sta impegnando a tutelare gli azionisti di minoranza dalle operazioni con parti correlate (OPC)?

Prima di tutto bisogna chiarire cosa si intende per Operazioni con Parti Correlate. Secondo la normativa europea, grazie all'inserimento dei principi contabili internazionali (IFRS), come lo IAS 24, si è chiarita la definizione delle OPC. Lo IAS 24 cita¹²²:

"I termini seguenti sono utilizzati nel presente Principio con i significati indicati: Parti correlate: i soggetti sono considerati correlati se uno di essi ha la capacità di controllare l'altro, o di esercitare un'influenza notevole sull'assunzione di decisioni operative e finanziarie dell'altro soggetto.

Operazione con parti correlate: un trasferimento di risorse o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo."

Con questa espressione quindi, s'intendono tutti i soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza su una società quotata in Borsa. Un soggetto è «parte correlata» se controlla la società, detiene una partecipazione o ne esercita il controllo con altri soggetti; se è una società collegata; se è una joint venture in cui la società è partecipante; se è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche o un suo stretto familiare o un soggetto su cui lui esercita un controllo; se è un fondo pensione costituito a favore dei dipendenti della società. Le operazioni con «parti correlate» sono i crediti, le compravendite e ogni altra operazione effettuata da una società in conflitto d'interesse¹²³.

Sempre lo IAS 24 cita¹²⁴:

123 www.ilsole24ore.com

¹²² Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea

¹²⁴ Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea

" SCOPO DELL'INFORMATIVA DI BILANCIO SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE:

- 5. I rapporti fra parti correlate sono aspetti ordinari delle attività commerciali e gestionali. Ad esempio, le entità spesso svolgono una parte delle proprie attività avvalendosi di società controllate, joint venture e società collegate. In tali circostanze, l'entità ha la capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali della partecipata attraverso la presenza di un controllo, di un controllo congiunto o di un'influenza notevole.
- 6. Un rapporto con una parte correlata può avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria e sul risultato economico dell'entità. Le parti correlate possono effettuare operazioni che società indipendenti non effettuerebbero. Per esempio, un'entità che vende merci alla sua controllante al costo potrebbe non vendere alle stesse condizioni ad altri clienti. Inoltre, operazioni tra parti correlate possono non essere effettuate ai medesimi corrispettivi rispetto a quelle intercorrenti tra parti indipendenti.
- 7. Il risultato economico e la situazione patrimoniale-finanziaria di un'entità possono essere influenzati da rapporti con parti correlate anche nel caso in cui non si verifichino operazioni con le stesse. La semplice esistenza del rapporto può essere sufficiente a condizionare le operazioni dell'entità con parti terze. Per esempio, una controllata può interrompere i propri rapporti con una controparte commerciale a partire dal momento dell'acquisizione da parte della capogruppo di un'altra controllata che svolge la stessa attività della precedente controparte. In alternativa, una parte può astenersi dal compiere determinate operazioni a causa dell'influenza notevole di un'altra; per esempio, una controllata può essere istruita dalla sua controllante a non impegnarsi in attività di ricerca e sviluppo.
- 8. Per tali ragioni, la conoscenza delle operazioni, dei saldi in essere, inclusi gli impegni, e dei rapporti di un'entità con delle parti correlate può incidere sulla valutazione delle sue attività da parte degli utilizzatori del bilancio, oltre che sulla valutazione dei rischi e delle opportunità a cui l'entità va incontro.
- 10. Nell'esame di ciascun rapporto con parti correlate l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica.
- 13. Le relazioni tra una controllante e le proprie controllate devono essere indicate indipendentemente dal fatto che tra di esse siano state effettuate operazioni. L'entità deve indicare la ragione sociale della propria controllante e, se diversa, quella della

capogruppo. Se né la controllante dell'entità né la capogruppo redigono un bilancio consolidato ad uso pubblico, deve essere indicata la ragione sociale della controllante di livello immediatamente superiore che è tenuta alla redazione del bilancio.

- 14. Allo scopo di consentire all'utilizzatore del bilancio di formarsi un'opinione circa gli effetti sull'entità dei rapporti con parti correlate, è appropriato indicare il rapporto con la parte correlata in presenza di controllo, indipendentemente dal fatto che fra di esse siano state effettuate operazioni.
- 18. Se un'entità ha effettuato operazioni con parti correlate nei periodi di riferimento del bilancio, essa deve indicare la natura del rapporto con la parte correlata, oltre a fornire informazioni su tali operazioni e sui saldi in essere, inclusi gli impegni, necessarie agli utilizzatori del bilancio per comprendere i potenziali effetti di tale rapporto sul bilancio. Questi requisiti informativi si aggiungono a quelli disposti nel paragrafo 17. Tali informazioni devono almeno includere:
- (a) l'ammontare delle operazioni;
- (b) l'ammontare dei saldi in essere, inclusi gli impegni, e:
- (i) le loro condizioni ed i termini contrattuali, incluse eventuali garanzie esistenti e la natura del corrispettivo da riconoscere al momento del regolamento; e
- (ii) dettagli di qualsiasi garanzia fornita o ricevuta;
- (c) accantonamenti per crediti dubbi relativi all'ammontare dei saldi in essere; e
- (d) la perdita rilevata nell'esercizio, relativa ai crediti inesigibili o dubbi dovuti da parti correlate.
- 19. Le informazioni integrative richieste al paragrafo 18 devono essere indicate separatamente per ciascuna delle seguenti categorie:
- (a) la controllante;
- (b) le entità che controllano congiuntamente o esercitano un'influenza notevole sull'entità stessa;
- (c) le controllate;
- (d) le collegate;
- (e) le joint venture in cui l'entità è una società partecipante;
- (f) i dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità o della sua controllante;
- (g) altre parti correlate.
- 20. La classificazione degli importi dovuti da e a parti correlate, nelle diverse categorie, secondo quanto previsto al paragrafo 19, rappresenta un'estensione della

disposizione sull'informativa da fornire di cui allo IAS 1 Presentazione del bilancio in merito alle informazioni da presentare nel prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria o nelle note. Le categorie sono state ampliate per fornire un'analisi più esauriente dei saldi in essere con parti correlate e sono applicate alle operazioni con parti correlate.

- 2.1 Di seguito si riportano degli esempi di operazioni delle quali è data informativa se effettuate con parti correlate:
- (a) acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati);
- (b) acquisti o vendite di immobili e altre attività;
- (c) prestazione o ottenimento di servizi;
- (d) leasing;
- (e) trasferimenti per ricerca e sviluppo;
- (f) trasferimenti a titolo di licenza;
- (g) trasferimenti a titolo di finanziamento (inclusi i prestiti e gli apporti di capitale in denaro o in natura);
- (h) clausole di garanzia o pegno;
- (i) impegni ad intervenire se si verifica o meno un particolare evento futuro, inclusi i contratti esecutivi (*) (rilevati e non rilevati);
- (j) estinzione di passività per conto dell'entità ovvero da parte dell'entità per conto di quella parte correlata.
- 27. Nell'esercitare il proprio giudizio in merito al livello di dettaglio da indicare, in conformità alle disposizioni di cui alparagrafo 26(b), l'entità che redige il bilancio deve valutare quanto sia stretto il rapporto con la parte correlata e altri fattori importanti ai fini della determinazione del livello di significatività dell'operazione, quali ad esempio:
- (a) la significatività in termini di dimensione;
- (b) se sia stata effettuata a condizioni diverse da quelle di mercato;
- (c) se sia al di fuori della normale operatività aziendale, quali l'acquisto o la vendita di attività aziendali;
- (d) se è oggetto di informativa alle autorità di regolamentazione o vigilanza;
- (e) se è comunicata all'alta dirigenza;
- (f) se è soggetta all'approvazione degli azionisti."

3.1.2 MODIFICHE NORMATIVE SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE – NAZIONI A CONFRONTO

In tutto il mondo ci si è posti il problema dell'eventuale abuso delle operazioni con parti correlate a danno degli azionisti di minoranza, detto questo però è molto raro che vengano vietate.

La giurisprudenza dei vari paesi ha cercato di inserire dei processi di approvazione delle OPC, anche grazie all'introduzione del principio di trasparenza emanato dagli IFRS con lo IAS 24, ma non è ancora del tutto sufficiente.

Si è posta molta attenzione sull'approvazione delle OPC, si è pensato di istituire un consiglio formato da soggetti indipendenti e quindi imparziali, ma si è pensato anche a quanto questi possano essere effettivamente immuni dal controllo degli azionisti di maggioranza.

In molti paesi si ritiene che le OPC non vengono vietate perché si ritiene che possano essere economicamente vantaggiose per la società, aumentandone il valore, pur avendo una preoccupazione per il controllo degli insiders, quali manager e azionisti di maggioranza, che potrebbero abusare della loro posizione a danno degli azionisti di minoranza.

In tutto il mondo quindi ci sono moltissime lamentele che riguardano proprio azioni di self-dealing o di insider-trading da parte degli insiders ,e si ritiene che bisogna inserire delle norme che possano tutelare maggiormente gli azionisti di minoranza. Anche la Commissione Europea si sta chiedendo se la minoranza degli azionisti abbia bisogno di più protezione contro le operazioni con parti correlate, ed in caso affermativo, quali dovrebbero essere le misure che dovrebbero essere adottate.

La natura di questo problema viene percepito in maniera differente da pese a paese, in quanto la legislazione ma anche il modo di pensare, è differente in ciascuno di essi¹²⁵. In alcune economie le OPC si riferiscono ai compensi dei dirigenti, dal momento in cui questi sono capaci di gestire il controllo dell'intera società, in altri invece le questioni sono relative alle operazioni sulla circolazione di risorse tra società ed i suoi maggiori azionisti. In entrambi i casi comunque, i diritti degli azionisti di minoranza vengono violati.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", part I, Chapter 1 – Managing Related Party Transactions: A Review of Practices, pagg. 19 – 46.

Ormai quasi tutti i paesi europei hanno adottato lo IAS 24 per definire le operazioni con parti correlate, con l'eccezione dell'India, anche se quest'ultimo è in fase di introduzione degli IFRS e comunque le norme nazionali sulla materia in questione sono molto simili.

Ogni legislazione di ogni paese ha dovuto inserire nuove norme sulla trasparenza, sul maggior dettaglio delle operazioni e sulla loro divulgazione continua, sulla separazione tra transazioni ricorrenti nel corso della normale attività della società e quelle invece considerate "speciali", cioè non di mercato. Ma chi è che controlla in processo di approvazione di una OPC?

Nei paesi come Italia, Israele, Belgio e India, fanno ricorso ai consiglieri indipendenti per l'approvazione delle OPC, che a volte vengono aiutati da esperti indipendenti. Soprattutto richiedono un consiglio di amministratori indipendenti che devono rivedere e approvare quelle transazioni che vengono considerate non ricorrenti o a condizioni non di mercato. Il fatto sta però nel giudicare effettivamente quanto quell'amministratore sia effettivamente indipendente dall'azionista di controllo, soprattutto quando si tratta di società ad azionariato non diffuso, bensì concentrato, come quelle che caratterizzano tutto il contesto europeo. Inoltre in molti paesi, la giurisprudenza fa si che vi sia un ruolo degli azionisti nell'approvazione delle OPC, che vengono considerate come un'alternativa o come un completamento al processo di approvazione da parte del consiglio; nella pratica però non è molto diffusa o comunque si applica solo alle operazioni di grandi dimensioni o a quelle a condizioni non di mercato. Nel Regno Unito ad esempio, il ruolo degli azionisti è ex-ante quando si tratta di operazioni non di routine con gli azionisti di controllo e con i manager; in Italia, Canada e Cina invece, si richiede l'approvazione degli azionisti ex-post, quale ulteriore controllo sul potenziale abuso delle operazioni con parti correlate¹²⁶.

Quindi, il problema fondamentale che si cerca di risolvere, è quello di proteggere gli abusi degli azionisti di maggioranza nei confronti degli azionisti di minoranza. Lo scopo dell'OECD è quello di vedere se effettivamente i paesi che ne fanno parte attuano i principi da esso emessi e come questi riescono ad essere pertinenti all'evoluzione normativa che vi è nella maggior parte dei paesi europei. I principi sono quelli che riguardano i gruppi aziendali e i doveri degli azionisti nei confronti

¹²⁶ Idem

degli altri soggetti, che dovrebbero essere visti come una normativa da guidare e non come un testo giuridico.

I principi chiave sono¹²⁷:

Principle III.A.2. – gli azionisti di minoranza dovrebbero essere tutelati dagli abusi da parte, o nell'interesse, degli azionisti di controllo che agiscono direttamente o indirettamente, e dovrebbero avere dei mezzi di ricorso efficaci.

Principle III.C – i membri del consiglio e i manager sono tenuti a comunicare al consiglio stesso, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, se hanno un interesse personale in qualsiasi transazione che colpisce la società.

Principle V.A.5 – l'informativa deve comprendere e non si deve limitare a dare informazioni rilevanti sulle operazioni con parti correlate.

Principle VI.D.6 – il consiglio deve soddisfare alcuni funzioni chiave, tra cui il monitoraggio e la gestione di potenziali conflitti di interesse dei membri del consiglio, dei manager e degli azionisti, compreso l'uso improprio dei beni aziendali, e abusi attraverso operazioni con parti correlate.

Quindi tutte le società quotate dell'UE sono tenute a comunicare annualmente tutte le transazioni che avvengono con gli amministratori, manager e azionisti ai sensi dello IAS 24. Il problema spesso però è sulla coerenza dell' interpretazione che i singoli paesi fanno di queste norme. I giudizi variano per esempio sul come e quando le OPC devono essere comunicate, in base alle loro dimensioni e condizioni, e soprattutto bisogna considerare il fatto che l'incidenza delle operazioni con parti correlate è differente da paese a paese.

Le cinque economie che verranno analizzate in questo elaborato cioè, Belgio, Francia, India, Israele ed Italia, sono paesi in cui le società sono caratterizzate da una proprietà concentrata. In queste nazioni, il problema della protezione delle minoranze riguarda il problema del self-dealing da parte degli insiders, come i manager ma soprattutto con gli azionisti di controllo. Queste cinque economie

.

¹²⁷ Idem

vietano solo alcune OPC, come ad esempio i prestiti agli amministratori ed il collocamento di nuovi titoli, ma ritengono implicitamente che queste operazioni possano portare un aumento dell'efficienza e del valore della società. Proprio per questo hanno suddiviso le OPC definite "benigne" (a condizioni di mercato, ricorrenti, ecc) da quelle che invece ritengono "maligne" (transazioni di grandi dimensioni, non ricorrenti, non a condizioni di mercato e così via). Quindi gli elementi chiave per la gestione delle OPC sono: definizione, regolamentazione e divulgazione, processi di approvazione, di rilevazione e di monitoraggio, ed infine, le sanzioni¹²⁸.

3.1.2.1 Belgio

La proprietà delle società belghe quotate o non quotate, è per la maggior parte nella mani delle famiglie che fanno nascere holding o gruppi che vengono controllati attraverso meccanismi piramidali o attraverso accordi tra azionisti. Come già menzionato nell'elaborato, il Belgio è uno di quei paesi che ha e sta affrontando il problema della tutela degli azionisti, di cui le OPC sono una parte, soprattutto quelle operazioni che riguardano l'appropriazione indebita o sottrazione di beni, che sono state oggetto della revisione del diritto societario nel 2002.

A causa di questa struttura di governance, quindi piramidi e accordi tra azionisti, vi è una grande predisposizione verso le OPC. La loro attuazione o meno dipenderà da molti fattori, come ad esempio, dalla cultura e dalla governance dei processi. Da un lato infatti molti studiosi ritengono che le società finanziariamente più deboli che fanno parte di un gruppo vengono supportate da quelle finanziariamente più forti, ma se la base degli azionisti fosse stata diversa, ci sarebbero state operazioni a danno degli azionisti delle imprese più forti, anche se il tutto si sarebbe potuto giustificare come "l'interesse del gruppo nel suo complesso" 129.

Il caso più grave di un'operazione abusiva con parti correlate a danno degli azionisti di minoranza è stata quella del caso di Flambo e Barro nel 1993. A quel tempo il Belgio non aveva delle regole statutarie in materia di operazioni infragruppo,

¹²⁸ Idem

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 2 – Belgium: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Right, pagg. 49 – 60.

quindi la Corte si è dovuta basare sul Business Judgment Rule¹³⁰ sentenziando che il comportamento del socio era coerente con l'interesse del gruppo nel suo complesso. In questo caso il tunneling è stato reso legale proprio perché il giudice ha avuto una visione più ampia degli interessi del gruppo anziché degli interesse della singola società controllata.

Il caso di Flambo e Barro (1993)

Un'impresa francese, Flambo, era l'azionista di controllo in una società belga, Barro. Una minoranza significativa di azionisti di Barro, hanno citato in giudizio Flambo, sostenendo che aveva letteralmente "spogliato" Barro dei suoi assets. I ricorrenti ritenevano che Flambo¹³¹:

- 1) Ha pignorato Barro come garanzia sui debiti che Flambo aveva contratto;
- 2) Ha forzato Barro ad acquistare tutte le azioni di nuova emissione di Flambo in un aumento di capitale;
- 3) Ha sottratto una somma sostanziale dai conti di Barro senza una successiva restituzione;

¹³⁰ "La Business judgment Rule è stata creata dalla giurisprudenza statunitense. La regola stabilisce

che l'agire dei membri del board of directors si presume corretto e non criticabile fino alla prova che hanno violato un duty of care. Di fatto è molto forte la presunzione in favore del board: si ritiene che, per definizione, esso sia orientato in buona fede al bene della società e che agisca utilizzando la diligenza e la prudenza che qualunque persona nella stessa situazione avrebbe. Tale prudenza si potrebbe identificare con la diligenza del buon padre di famiglia. Il giudice è chiamato a decidere della responsabilità dei membri del board solo nel caso in cui vi sia stata una violazione di norme di diligenza che avrebbero dovuto seguire durante il loro operato. La responsabilità sussiste se si dimostra che essi non si sono attenuti alle regole di diligenza del buon padre di famiglia. Il livello di attenzione e cura richiesto è quindi non eccessivamente severo. É molto difficile riuscire a produrre una prova di questo tipo. L'aver assunto informazioni insufficienti in merito ad operazioni finanziarie o commerciali, l'aver agito in maniera palesemente grossolana senza considerare tutte le possibili alternative, l'aver seguito una condotta parziale e dipendente da valutazioni diverse dal bene della società e non conforme a quanto previsto dalla legge sono tutti fatti che, se provati, possono fondare il riconoscimento di una responsabilità in capo ai membri del board. La business judgment rule consente che il tribunale faccia un controllo meramente procedurale volto a stabilire se i membri del board abbiano agito con la diligenza necessaria. Qualora tale verifica abbia esito negativo andrà accertata la responsabilità, ma in nessun caso è consentito procedere a riesaminare nel merito le decisioni del board, identificabile in quell'insieme di valutazioni d'opportunità e di carattere tecnico (commerciale-finanziario). Per decisioni di questo tipo i membri del board hanno una competenza di tipo specialistico che non appartiene tendenzialmente ad un giudice. Non si giudica del contenuto della decisione del board ma solamente del rispetto o meno delle regole di diligenza da parte del board nell'assumere la decisione e nel perseguire in buona fede il bene della società."

¹³¹ Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., "Tunnelling", Harvard Institute of Economic Research, January 2000, pagg. 2 – 13.

- 4) Ha deviato a suo vantaggio un contratto che Barro stava stipulando con Rank Xerox:
- 5) Ha fatto uso di programmi di Barro senza un corrispettivo pagato.

Dal momento che il Belgio non aveva norme che riguardavano le operazioni infragruppo, la Corte si è basata sulla regola del Business Judgment Rule, e ha ritenuto che il comportamento di Flambo era in linea con gli interessi del gruppo nel suo complesso. La Corte ha sottolineato il fatto che Barro non era in pericolo di fallimento e quindi avrebbe potuto aiutare la società madre tranquillamente, ed inoltre non ha proposto soluzioni per le espropriazioni passate o un cambiamento nel consiglio di amministrazione, ha solamente previsto un controllo giudiziario per i trasferimenti di risorse che si sarebbero attuati nel futuro.

Un altro caso è quello definito Assubel nel 2000, dove una società di assicurazione ha distribuito denaro ad una società controllata per evitare che questa fallisse. Gli azionisti ed il pubblico ministero citarono in giudizio la società e gli amministratori per aver violato i loro interessi, ma la corte ha stabilito che l'operazione fu messa in atto per l'interesse del gruppo nel suo insieme¹³².

In passato il Belgio era molto carente in materia della tutela delle minoranze, ma nel corso degli ultimi dieci anni sono state introdotte numerosissime riforme per migliorare i diritti degli azionisti, in modo che questi possano partecipare alle assemblee ed esercitare i loro diritti di voto. La parità di trattamento degli azionisti è una priorità della legislazione belga, infatti la giurisprudenza ha sviluppato la dottrina dell'abuso di potere da parte degli azionisti di controllo. Abuso di potere è definito come la situazione in cui il consiglio utilizza le sue competenze o la maggior parte degli azionisti utilizza il suo potere in assemblea per fini personali, quindi al di fuori della società, piuttosto che nell'interesse della stessa. Se necessario, l'assemblea può decidere di avviare un contenzioso per conto della società nei confronti degli amministratori, come il fatto che l'1% degli azionisti con diritto di voto, o che rappresentino almeno 1,25 milioni di euro del capitale sociale, possano avviare un'azione contro l'insider a nome della società.

¹³² Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter II – Belgium: Review of Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights, pagg. 49 - 60.

I conflitti d'interesse tra i membri del consiglio e la società sono stati regolati per la prima volta nel 1995 e poi con la riforma del diritto societario nel 2002, che ha trattato anche il problema delle operazioni con parti correlate. La legge riconosce i doveri di loyalty and care da parte dei membri del consiglio di amministrazione, che devono prendere in considerazione il fatto che bisogna pensare all'interesse del gruppo societario nel suo complesso anziché della società di cui essi sono membri. Il Corporate Governance Code (CGC) ha trattato molto il tema dei conflitti d'interesse, e pur essendo formalmente un codice comply or explain, è diventato quasi uno status giuridico e può essere utilizzato anche dai giudici che cercano dei criteri che bisogna adottare in determinate circostanze. Ovviamente molte norme sono già descritte nel diritto societario belga, ma questo codice le ha ampliate maggiormente.

Proprio in base a quanto detto, le disposizioni più importanti citano 133:

- Per le società con uno o più azionisti di controllo, il consiglio di amministrazione dovrebbe far si che gli azionisti di controllo facciano un uso considerato della loro posizione e del rispetto che questi devono avere nei confronti degli azionisti di minoranza;
- Almeno la metà degli amministratori devono essere non esecutivi, e almeno tre devono essere indipendenti;
- Per essere considerato indipendente, un amministratore dovrebbe essere esente
 da qualsiasi attività commerciale, non dovrebbe avere rapporti con la famiglia
 o altre relazioni con la società, o con i suoi azionisti di controllo, o con un
 manager, o con entrambi, quindi da tutto ciò che crea conflitto di interessi tale
 da poter influenzare il giudizio dell'amministratore.
- Ciascun amministratore dovrebbe organizzare i suoi affari personali e di business in modo da evitare conflitti d'interesse indiretti con la società. Tutti gli amministratori devono informare in consiglio dei conflitti di interesse che possono presentarsi e devono astenersi dal voto sulla questione che li coinvolge.

L'approccio Belga sulle operazioni con parti correlate e la protezione delle minoranze si basa sul principio della trasparenza. La definizione di OPC segue

¹³³ www.corporategovernancecommittee.be

quanto è descritto nello IAS 24, che però ha fatto sorgere il problema della definizione di operazioni materiali e non a condizioni di mercato, soprattutto è risultato molto complicato indicare cosa vuol dire operazione "di mercato". L'Accounting Stardard Commission ha emesso un parere nel mese di gennaio 2010, ma comunque la definizione rimane ancora molto generale.

Detto ciò, a partire dalla riforma del diritto societario nel 2002, è stato fatto molto per legiferare sulle OPC. Da allora, tutti i rapporti infragruppo, ad eccezione di quelli a condizioni di mercato e rapporti di importanza minore, devono essere valutati da una commissione di tre amministratori indipendenti assistiti da esperti indipendenti, che devono valutare se l'operazione porterà un utile o una perdita alla società e se vi sono danni palesi nei confronti della stessa. Il verbale della commissione deve essere presentata prima al consiglio di amministrazione, che poi potrà prendere una decisione in merito alla transazione.

I cambiamenti giuridici che ci sono stati, hanno portato alla stesura di vari articoli fondamentali che riguardano le OPC tra i quali¹³⁴:

- Articolo 523: "...gli amministratori devono comunicare i propri conflitti di
 interesse di natura finanziaria, comprese le OPC, al consiglio, ai sindaci ed ai
 soci. Non possono prendere parte alle delibere o votare nelle operazioni in
 conflitto...";
- Articolo 526 ter: elenca tutti i criteri di indipendenza degli amministratori;
- Articoli 527 e 528 indicano la responsabilità generale dei membri del comitato esecutivo;
- Articolo 529 definisce le responsabilità specifiche degli amministratori e demi membri del comitato esecutivo.

La normativa ovviamente si applica solo alle società belghe quotate in un mercato regolamentato o all'estero o in Belgio, in quanto la protezione degli azionisti di minoranza è fondamentale, e non si applica alle società non quotate.

Quanto detto è conforme con i principi emanati dall'OECD, anche se vi sono alcuni punti da chiarire:

¹³⁴ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter II – Belgium: Review of Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights, pagg. 49 – 60.

Principle III.A.2 – in questo caso vi è un corpus di legge significativo che copre sia le operazioni infragruppo che il concetto di abuso di potere da parte della maggioranza, però non è chiaro se ci sono mezzi così efficaci a disposizione degli azionisti di minoranza.

Principle III.C – questo principio viene attuato anche se potrebbe essere difficile metterlo in pratica quando alcuni amministratori rappresentano i principali azionisti.

3.1.2.2 Francia

La Francia è caratterizzata da società quotate a conduzione familiare o comunque con i grandi azionisti di blocco, che ricoprono un forte ruolo all'interno dell'economia francese. Detto ciò, il paese si è occupato di come prevenire e regolamentare le operazioni con parti correlate.

Vi sono due istituti che si sono e si stanno occupando di questo problema. Il primo è il regolatore dei mercati finanziari (Autoritè de Marchè Financier) ed il secondo è l'Istituto di Amministrazione, si stanno occupando fondamentalmente di semplificare i processi di revisione e divulgazione per migliorare le informazioni a disposizione del mercato¹³⁵.

Il sistema giuridico francese fa una distinzione tra OPC regolamentate dallo IAS 24 e le OPC regolamentate, in base alla quali le società quotate francesi devono seguire le procedure particolari per questo tipo di operazioni che sono inserite nel codice commerciale francese. Gli accordi che rientrano in questa definizione includono quelle operazioni con parti in cui vi è un interesse diretto o indiretto, come i contratti tra le società, prestiti ecc. In questo caso, la parte interessata è tenuta ad informare il consiglio di amministrazione circa l'operazione considerata e di astenersi dal voto sia all'interno del consiglio che durante l'assemblea degli azionisti. I membri del consiglio infatti, hanno il dovere di agire nell'interesse della società, e quindi può

¹³⁵ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 3 – France: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 61 – 74.

essere anche citato in giudizio per abuso di beni aziendali derivanti da decisioni che hanno causato danni alla società.

In Francia gli amministratori indipendenti non esistono, in quanto il sistema francese non lo prescrive, ad eccezione del comitato di revisione, che invece deve avere almeno un membro indipendente¹³⁶.

Il processo di revisione si basa sul fatto che il revisore esterno deve preparare un report che deve contenere le informazioni che riguardano la transazione e gli azionisti dovranno prendere in considerazione questo nell'approvazione annuale. Il revisore non è tenuto a dare un suo parere per quanto riguarda il fatto che la transazione sia nell'interesse della società o meno anzi, sono gli individui coinvolti nell'operazione che devono informare il consiglio nel momento il cui sono una parte interessata nella transazione.

Le operazioni di self-dealing sono annullabili solo se non sono state oggetto del voto da parte del consiglio di amministrazione, quando hanno un effetto negativo sulla società, quando l'azionista o l'amministratore interessato hanno votato al consiglio di amministrazione indipendentemente dal fatto che l'operazione sarebbe stata autorizzata anche senza il suo voto; queste regole comunque non si applicano quando le transazioni sono ricorrenti.

La legge francese comunque vieta alcune transazioni, come ad esempio i prestiti ai manager o agli amministratori e le garanzie a loro beneficio. Tuttavia i crediti verso soci non sono stati vietati, indipendentemente dal fatto che questi siano persone fisiche o giuridiche.

Se l'azionista si oppone ad una OPC e non riesce ad ottenerne l'annullamento o comunque l'esame da parte del consiglio, il principale strumento di attuazione è una disposizione penale contro l'abuso dei beni sociali. Questa disposizione vieta ai manager, agli amministratori delegati, di una società per azioni o di una società a responsabilità limitata "...l'utilizzo dei beni aziendali in malafede, in contrasto con gli interessi della società, per scopi personali o per favorire un'altra società del gruppo in cui questi hanno un interesse diretto o indiretto...". Anche un socio di minoranza può agire in nome della società ed avviare un azione penale presentando una denuncia contro il consiglio o contro uno dei membri. L'attore deve dimostrare che il convenuto ha agito in malafede nel gestire il patrimonio aziendale, in

.

¹³⁶ Idem

contrasto quindi con gli interessi della società, per il suo beneficio personale o in favore di un'altra società dove egli ha un interesse diretto o indiretto. Ovviamente le prove devono essere sufficienti ed il danno deve esistere per far si che il magistrato possa considerare il caso. Il problema è che è molto raro che gli azionisti si rivolgano al tribunale nel caso di OPC, in quanto i costi e le tempistiche sono molto elevate e la probabilità che vi sia un risarcimento è veramente basso. Infatti per gli azionisti è molto più conveniente in termini di costo e di tempistiche vendere le quote della società quando essi non sono soddisfatti e di investire in quelle società che consentiranno loro di avere rendimenti più prevedibili¹³⁷.

Secondo il diritto francese, tutte le OPC sono soggette a inclusione nella relazione del revisore e devono essere approvate da parte del consiglio e degli azionisti, inoltre seguendo lo IAS 24 vi sono gli obblighi di informazione finanziaria. La preoccupazione maggiore è che le informazioni che vengono messe a disposizione degli azionisti nel considerare le OPC potrebbero essere non sempre sufficienti per formulare un giudizio completo sulla transazione e se questa è nell'interesse della società o meno. Infatti proprio per questo, il codice richiede che il revisore deve dare qualsiasi altro tipo di indicazione che può consentire agli azionisti di analizzare meglio l'operazione; da un lato ci sono investitori che ritengono che i revisori debbano dare la loro opinione sulla transazione, mentre altri ritengono che questi debbano fornire solo gli elementi necessari affinchè gli stessi azionisti possano formulare la propria opinione.

In linea generale, come in Belgio, si può ritenere che anche in Francia le OPC non vengono viste come transazioni che costituiscono un problema per il mercato e queste hanno una revisione a più livelli, partendo dal revisore, per poi passare al consiglio, ed ex-post agli azionisti nel corso dell'assemblea generale annuale.

Nel complesso, la normativa francese è molto vicina ai principi che vengono emanati dall'OECD, anche se sussistono alcune carenze soprattutto nel caso in cui si voglia avere un risarcimento del danno nel momento in cui gli azionisti si oppongono a tali operazioni.

Principle III.A.2 – vi è molta tutela della minoranza degli azionisti, ma ottenere un risarcimento in caso di abuso da parte della maggioranza è ancora lontano.

¹³⁷ Idem

Principle V.A.5 – i requisiti per la divulgazione di OPC non ricorrenti attraverso la relazione dei revisori speciali sono implementati, ma la loro applicazione potrebbe essere migliorata per consentire agli azionisti di comprendere meglio gli interessi e la natura di tali operazioni.

Principle VI.D.6 – questo principio è completamente implementato anche se nel caso di società all'interno dei gruppi e di come questi principi trattano gli interessi della società rispetto agli interessi del gruppo è senz'altro meno chiaro.

3.1.2.3 India

L'India ha un importante settore che è composto da società quotate ed ha iniziato il miglioramento della corporate governance già nel 1998 quando il paese ha elaborato un codice per una buona corporate governance. Altri miglioramenti ci sono stati nel corso dei primi dieci anni del 2000 grazie all'introduzione della Exchange Board of India (SEBI) e della Clausola 49¹³⁸. Questa clausola poi è stata ulteriormente sviluppata nel 2004 relativamente al ruolo degli amministratori indipendenti e dei comitati di controllo. Tuttavia dopo la frode Satyam nel 2008 attraverso un'operazione con parti correlate, si è capito che il ruolo di questi amministratori indipendenti doveva essere rivisto. Infatti sia la SEBI che il Ministero degli Affari Societari (MCA) hanno sviluppato moltissime regole che impongono una maggiore divulgazione da parte degli azionisti di controllo di tutte le loro partecipazioni e di qualsiasi altro rapporto che hanno con terze parti. Tuttavia, alcuni investitori ritengono che deve essere fatto di più sulla responsabilità degli azionisti di controllo in quanto, le società indiane sono caratterizzate da proprietà concentrata e dalla diffusione dei gruppi aziendali, spesso sottoforma di piramidi con una vasta base e con un alto numero di livelli. Molti gruppi sono controllati da una singola entità di gestione che imposta la visione strategica, la filosofia, la gestione della società in generale, spesso attraverso l'inclusione dei membri della famiglia nei vari consigli delle varie società. Questo potrebbe portare

¹³⁸ La Clausola 49 è stata emanata dall'Indian Stock Exchange ed è entrata in vigore il 21 dicembre 2005. E' stata creata per il miglioramento della coporate governance delle società quotate nei mercati regolamentati.

a prestiti che una società del gruppo potrebbe fare ad altre, il che potrebbe comportare una lesione dei diritti degli azionisti di minoranza. Quindi in generale, attraverso questo sistema, l'India è favorevole alle OPC, anche se queste potrebbero violare i diritti della minoranza degli azionisti¹³⁹.

Ciò che in India si occupa della regolamentazione delle operazioni con parti correlate sono sia gli IFRS con lo IAS 24, sia un principio chiamato AS18 (Indian Accounting Standard Ind AS18), prettamente indiano.

Le OPC in India comunque sono molto diffuse, soprattutto sottoforma di prestiti, anticipi e garanzie; alcuni studi ritengono infatti che queste sono state a danno degli azionisti di minoranza. Il problema sta nel fatto che molte OPC abusive, possono anche non essere smascherate, come è successo nel caso Satyam.

Per la tutela degli azionisti di minoranza nelle OPC, vi è un codice chiamato Companies Act 140 che analizza anche quali devono essere i doveri degli amministratori. Le sezioni più importanti sono:

- Sezione 295: prevede che le imprese non possono emettere qualsiasi prestito, o dare alcuna garanzia o fornire una sicurezza in occasione di un prestito per i loro amministratori o eventuali partner o parenti di uno qualsiasi degli amministratori, senza aver ottenuto prima l'approvazione da parte del governo centrale.
- Sezione 297: prevede che gli amministratori debbano avere il consenso da parte del consiglio per i contratti con delle società in cui hanno dei parenti. Nelle società più grandi è necessaria l'approvazione da parte del governo centrale oltre che al consenso del consiglio.
- Sezione 299: prevede che gli amministratori debbano indicare durante la riunione del consiglio qualsiasi interesse diretto o indiretto nei contratti o accordi che sono stati stipulati dalla società.

disposizioni riguardanti la società in generale, gli amministratori della società, l'atto costitutivo e

così via.

¹⁴⁰ L' Indian Companies Act è una legge emanate dal Parlamento Indiano nel 1956 contenente delle

109

¹³⁹ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 4 - India: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, pagg. 75

- Sezione 300: prevede che gli amministratori non possono votare o partecipare a qualsiasi assemblea quando si tratta di contratti o accordi in cui hanno un interesse diretto o indiretto.
- Sezione 314: prevede che la remunerazione dell'amministratore deve essere approvata dal governo centrale quando questa supera 250000 INR al mese.

Altre sezioni del Companies Act specificano i vari diritti che hanno gli azionisti di minoranza, anche se la loro applicazione è molto debole. Ad esempio:

- L'assemblea straordinaria può essere convocata dagli azionisti che rappresentano il 10% del numero totale delle azioni;
- Minimo 200 membri o soci che detengono il 10% del totale dei voti attribuiti possono richiedere un'indagine sulle attività della società;
- L'emissione di ulteriori azioni, o prestiti o garanzie, eccedenti il 60% del capitale sociale e delle riserve libere o il 100% delle sue riserve libere, richiedono l'approvazione da parte degli azionisti.

Va notato che le sanzioni per il mancato rispetto di queste norme del diritto societario sono pecuniarie, come quelle relative alla violazione della Clausola 49, vi sono delle sanzioni penali poi per quanto riguarda i prestiti agli amministratori ed ai soci.

Gli amministratori non devono agire solo "in buona fede", ma devono agire in primis per l'interesse della società; non possono esercitare i loro poteri per fini personali, ovviamente se quell'azione ha beneficiato sia la società che l'amministratore in qualità di azionista, non può essere ratificata.

La Clausola 49 emanata da SEBI, ritiene che ci debba essere un numero minimo di amministratori indipendenti nei consigli ed un comitato di controllo formato da soggetti indipendenti. Rispetto alle OPC questa norma ritiene che¹⁴¹:

 $^{^{141}}$ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 4 – India: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 75-91.

- I comitati di controllo riesaminino il bilancio annuale (prima della presentazione al consiglio di amministrazione per l'approvazione) con particolare riferimento alla divulgazione delle OPC;
- Le società quotate dovranno riferire periodicamente ai loro comitati di controllo un riepilogo di tutte le OPC nel normale svolgimento dell'attività, nel non normale svolgimento o non stipulate a condizioni di mercato;
- Le società devono inserire all'interno delle relazioni annuali tutte le OPC significative che possono creare conflitti di interesse con la società in generale.

L'India ha fatto e sta facendo molto nell'ambito della protezione degli azionisti di minoranza, ma deve cercare di fare di più quando si tratta di gruppi aziendali con forti azionisti di controllo, e soprattutto, deve fare i conti con un sistema giudiziario in sovraccarico. I giudici dovrebbero avere dei professionisti in materia che li assistano in modo da attuare completamente le norme in questione.

Secondo i principi dettati dall'OECD vi sono alcune discrepanze:

Principle III.A.2 – le norme sugli abusi nei confronti degli azionisti di minoranza sono presenti, ma i mezzi di ricorso che questi hanno sono molto carenti.

Principle III.C – è ben attuato, ma l'applicazione è ancora problematica.

Principle V.A.5 – l'informazione sui gruppi societari dovrebbe essere maggiormente sviluppata.

3.1.2.4 *Israele*

In Israele le società hanno una proprietà molto concentrata e sono formate prevalentemente da gruppi piramidali che coprono una vasta gamma di settori, dove sono presenti istituzioni finanziarie come banche ed assicurazioni. Le riforme hanno ridotto la capacità delle banche di svolgere un ruolo attivo all'interno dei gruppi piramidali, a causa del fatto che sono stati limitati i loro investimenti nei settori industriali e che il diritto societario ha ristretto le norme sulle operazioni con parti correlate.

Oggi come oggi le società sono formate da una proprietà concentrata nella mani dei blockholders, a seguire ci sono gli investitori istituzionali, gli investitori stranieri ed infine il governo.

Il problema nel paese è quindi quello di garantire un trattamento equo tra le varie categorie di azionisti, proprio per questo nel 2011 a Tel Aviv è stato istituito un tribunale specializzato a risolvere le controversie in caso di abuso contro gli azionisti di minoranza.

Per quanto riguarda le OPC vi sono determinati processi di approvazione che devono essere rispettati¹⁴²:

- Vi deve essere l'approvazione da parte del comitato di controllo, del consiglio
 di amministrazione e dell'assemblea quando vi sono operazioni straordinarie
 tra la società ed un suo azionista di controllo o con un'altra persona con cui
 l'azionista di controllo ha un particolare rapporto, un contratto tra un azionista
 di controllo o un suo parente per la fornitura di servizi della società.
- Per ottenere l'approvazione assembleare, vi deve essere la maggioranza dei voti dei soci che non hanno un interesse personale nella transazione e che ovviamente sono presenti e votanti. La stessa società ha il compito di classificare gli azionisti, ma la Israel Security Authority¹⁴³ (ISA) controlla expost se effettivamente gli azionisti sono stati correttamente classificati e soprattutto nel momento in cui questa è stata errata, l'esito del voto potrebbe essere modificato.

La comunicazione delle operazioni con parti correlate è fondamentale, ma soprattutto il report deve contenere tutti i dettagli relativi a questa, per far si che l'assemblea abbia tutte le informazioni per decidere, tra cui "...una descrizione dei suoi principali punti, il nome del socio di controllo che ha un interesse personale nell'operazione, la natura del suo interesse. Questo report deve contenere anche le ragioni che hanno spingo il comitato di controllo ed il consiglio di amministrazione all'approvazione della transazione, le ragioni degli amministratori che vi si oppongono nel caso in cui ci fossero, i nomi degli amministratori che hanno

¹⁴² Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 5 – Israel: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 93 – 105.

¹⁴³ L' Israel Security Authority è un organismo che si occupa della protezione degli interessi di coloro che investono in Borsa.

partecipato alle assemblee dei consigli, ed il nome di ciascuno di questi che abbia un interesse personale nell'operazione" ¹⁴⁴.

Anche in Israele, le relazioni annuali delle società devono specificare tutti i dettagli della transazione, l'identità delle parti, i dettagli, la data di autorizzazione, l'interesse personale dell'azionista di controllo e così via, tenendo conto di quanto riportato all'interno dello IAS 24.

In generale quindi, l'Israele ha posto una speciale protezione nei confronti degli azionisti di minoranza.

Nel caso del consiglio, questa protezione è stabilita grazie alla definizione delle funzioni degli amministratori, ma anche grazie al potere che hanno gli azionisti di minoranza nel nominare un particolare tipo di amministratore indipendente, chiamato amministratore esterno. Il diritto societario ha dichiarato che all'interno del consiglio vi debbano essere almeno due amministratori indipendenti, uno dei quali esterno, che deve avere delle qualifiche particolari, cioè devono essere esperti contabili o comunque esperti in finanza. Un amministratore esterno è colui che non ha nessun tipo di rapporto con la società, né di natura economica né di natura familiare, che potrebbero creare conflitti di interesse. Questo è molto importante, in quanto sia i comitati di controllo che il consiglio svolgono un ruolo fondamentale nell'approvazione di una OPC prima che questa possa essere approvata ex-post dagli azionisti.

Gli amministratori hanno il dovere di cure and loyalty nei confronti sia della società, ma anche dei creditori, dei dipendenti e del pubblico in generale e quindi devono astenersi al voto nel momento in cui hanno un interesse personale nell'operazione oggetto di delibera. Questa norma potrebbe essere non rispettata nel momento in cui la maggioranza degli amministratori della società hanno un interesse personale nella transazione, in questo caso però la delibera deve avere l'approvazione anche dell'assemblea generale.

Nel caso degli azionisti, il diritto societario stabilisce che tutti gli azionisti sono tenuti ad "agire in buona fede" nei confronti della società e degli altri azionisti, evitando di abusare della propria posizione votando ad esempio sulla modifica degli statuti, sugli aumenti di capitale, sulle fusioni e così via. L'azionista ha il compito

¹⁴⁴ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 5 – Israel: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 93 – 105.

di divulgare la notizia di un suo particolare interesse nei confronti di una particolare transazione, il mancato rispetto di questo, farà avere sanzioni amministrative o penali.

Il ruolo degli azionisti di minoranza è fondamentale nel revisionare le operazioni con parti correlate che vengono attuate e che potrebbero essere in contrasto con gli interessi della società e con il loro stessi interessi, infatti questi potrebbero portare in tribunale, attraverso cause civili, coloro che hanno approvato tale operazione.

L'ISA rivede ogni singola operazione che potrebbe arrecare danno alla minoranza, controlla se le procedure sono state eseguite correttamente, se gli azionisti sono stati classificati in maniera adeguata, se i requisiti di informazione sono stati rispettati e così via.

Sono state adottate quindi moltissime misure per rafforzare il potere delle minoranze contro gli abusi della maggioranza¹⁴⁵:

- Occorrono il 50% dei voti degli azionisti degli azionisti disinteressati nelle OPC definite "straordinarie":
- Gli azionisti di minoranza possono nominare gli amministratori esterni indipendenti;
- È stato dato un ruolo forte agli amministratori esterni indipendenti;
- L'ISA ha inserito nuove sanzioni amministrative e pecuniarie per chi non rispetta gli obblighi imposti dalla legge.

Anche se l'Israele, da quanto citato sopra, ha cercato di adottare delle misure contro gli abusi delle OPC, rimane il fatto che nei gruppi societari queste potrebbero verificarsi quotidianamente.

Secondo i principi emanati dall'OECD, relativi alla prevenzione delle operazioni con parti correlate, il paese si è molto allineato con i concetti emanati:

Principle III.A.2 – rimangono solo dei dubbi sui mezzi che gli azionisti di minoranza hanno per far valere i propri diritti nei confronti di azioni abusive.

¹⁴⁵ Idem

Principle VI.D.6 – vi sono informazioni insufficienti sulle operazioni che il consiglio approva per avere un giudizio chiaro sulla loro attuazione.

3.1.2.5 Italia

Il nostro paese ha visto moltissime riforme sulla questione delle operazioni con parti correlate per la tutela delle minoranze degli azionisti; questo processo partì nel 1998 con la riforma Draghi¹⁴⁶, poi a causa dei due scandali societari della Cirio e della Parmalat (dove le istituzioni che avrebbero dovuto proteggere le minoranze, come ad esempio il collegio sindacale, non è riuscito a rilevare la frode avvenuta attraverso una OPC abusiva), si sono incrementate sempre più.

La caratteristica delle società quotate italiane è quella di essere governate da una proprietà dominante, spesso costituite dalle famiglie, che cercano di sfruttare la loro posizione per acquisire i benefici privati di controllo a danno degli azionisti di minoranza, che hanno saputo sfruttare poco il ricorso al tribunale.

Come riportato nella fig. 8, si può vedere come dal 1990 al 2005, la governance delle imprese, soprattutto quotate, ha avuto una leggera modificazione.

Dal 1990, le "All Listed Company" erano maggiormente detenute da grandi azionisti di maggioranza (largest shareholders) per il 54,7%, passando poi al 44,6% nel 2005, ciò vuol dire un vero e proprio calo del -10%, che ha visto invece aumentare della stessa cifra, quelle detenute da una proprietà dispersa (dispersed ownership) dal 28,4% del 1990 al 37,9% nel 2005. Lo stesso fenomeno è accaduto anche alle "Private non-financial Listed Company.

¹⁴⁶" Il Decreto legislativo 58/1998, definito poi Legge Draghi, ha affrontato molti temi in materia di intermediazione finanziaria.

¹⁾ La creazione di una legislazione semplice in modo da fissare i principi generali e tralasciare i dettagli all'autoregolamentazione dei mercato e degli intermediari finanziari;

Il rafforzamento dei meccanismi di governance delle società, precisando meglio i compiti dei diversi organi e specificando gli obblighi normativi, a tutela del mercato, degli azionisti di minoranza;

³⁾ La creazione di una normativa italiana coerente e competitiva con quella dei paesi dell'UE per non creare svantaggi competitivi ai danni delle imprese di investimento italiane."

Resta comunque il fatto che la governace nella maggior parte delle imprese italiane è posseduta da una proprietà concentrata, spesso nelle mani di grandi e potenti famiglie (Family Companies).

Table 6.1. Ownership concentration of listed companies in Italy

	•	•		•	
	1990	1998	2001	2003	2005
All listed companies					
Largest shareholder	54.7	47.1	45.4	44.7	44.6
Other relevant shareholders	16.9	14.0	16.8	17.3	17.5
Dispersed Ownership	28.4	38.9	37.8	38.0	37.9
Listed banks					
Largest shareholder	64.7	34.3	34.4	33.7	31.9
Other relevant shareholders	11.4	11.7	14.3	15.8	18.5
Dispersed ownership	23.9	54.0	51.3	50.5	49.6
Private non-financial listed companies					
Largest shareholder	52.0	48.4	46.8	45.6	46.0
Other relevant shareholders	18.6	15.7	18.1	18.4	18.4
Dispersed ownership	29.4	35.9	35.0	36.0	35.6

Source: Bianchi and Bianco (2006), "Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions", ECGI Finance Working Paper, No. 144/2006, Table 8, p. 26, simple average.

Fig. 8 "Ownership concentration of listed companies in Italy"; (riadattamento da "Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramid sto Coalitions", Bianchi e Bianco (2006); Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, Part II, Chapter 6 – Italy).

Come negli altri paesi dell'UE visti anche in questo elaborato, le imprese italiane dal 2005 sono soggette ai principi IFRS, anche quindi allo IAS 24 che regola le OPC. Oltre a queste norme però vi è il ruolo svolto dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) che dal 2003 ricopre il ruolo di regolatrice in materia di operazioni con parti correlate. Secondo lo studio della Consob, tra il periodo 2003/2007 la maggior parte delle OPC sono state caratterizzate dal trasferimento di beni tra la società quotata e le controllate o con gli insiders, mentre con una frequenza minore sono state quelle connesse al finanziamento. Il problema che in questo periodo è sorto, è che la grandezza delle OPC erano differenti l'una dall'altra, proprio per questo la Consob ha modificato la definizione qualitativa di OPC e ha introdotto dei criteri quantitativi che sono entrati in vigore nel 2010.

Il problema dell'Italia è che ha sempre avuto una bassissima tutela per gli azionisti di minoranza, in quanto le leggi in materia e i regolamenti vigenti, venivano applicati di rado. Dal 2004 però la situazione è andata migliorando. Ora gli amministratori devono comunicare ai membri del collegio sindacale e ad i membri del consiglio di amministrazione di avere degli interessi diretti o indiretti nella transazione che la società sta mettendo in atto. Quando poi una parte interessata è un amministratore esecutivo, questo deve astenersi dal compiere la transazione, ed affidare il compito al consiglio di amministrazione. In questo modo si cerca di

limitare il potere che hanno gli azionisti di controllo sugli amministratori, in modo da evitare abusi sulla minoranza.

Proprio per le operazioni infragruppo, il codice civile italiano, ha delle norme a riguardo che devono essere rispettate. Le società quotate devono dare le istruzioni alle società controllate, il consiglio di amministrazione della controllata deve descrivere nella relazione annuale i rapporti con la società controllante e con le altre società del gruppo ed illustrare gli effetti del gruppo sui risultati della società stessa. La riforma del 2003 comunque, ha introdotto molte norme in merito alla questione. Ora le società controllate devono fornire una giustificazione analitica delle operazioni che si sono effettuate sotto l'influenza della controllante, specificando le ragioni e gli interessi che hanno portato ad intraprendere quella determinata transazione, tutto ciò deve essere riportato nella relazione annuale. Gli azionisti di minoranza possono citare in giudizio la società capogruppo ed i suoi amministratori per danni se "nello svolgimento della loro attività di gestione e coordinamento del gruppo, hanno agito nei loro interessi economici in violazione ai principi di corretta gestione societaria ed aziendale di tali società"; la capogruppo però si può basare sul principio dei vantaggi compensativi cioè: "non è responsabile quando il danno è carente in luce ai risultati complessivi della gestione e dell'attività di coordinamento, o quando è stato completamente eliminato, anche attraverso operazioni volte a tale scopo". I giudici infatti ritengono che gli amministratori non dovrebbero prendere il considerazione solo il risultato negativo rilevante da un'operazione nel breve termine, ma devono vedere i benefici che questa, nel medio-lungo termine, può apportare all'intero gruppo. Sul piano del diritto penale infatti sul tema del "profitto ingiusto", si ritiene che nel contesto di gruppo il profitto derivante alla capogruppo dai comportamenti degli amministratori della controllata non è ingiusto quando i danni alla società sono compensati dai vantaggi derivanti dalla società facente parte del gruppo.

Nelle OPC è essenziale il ruolo degli amministratori indipendenti, quindi è fondamentale come in Italia vengono nominati.

Dal 2007 esiste un meccanismo mediante il quale gli amministratori vengono nominati in base a delle liste di candidati, che vengono presentate dagli azionisti che posseggono una quota minima di capitale sociale (che viene decisa anno per anno dalla Consob). Almeno un membro del consiglio deve essere eletto dalla lista che presentano gli azionisti di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di

voti e che non sia collegata in nessun modo ai soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima nella composizione del consiglio. Gli statuti comunque sono quelli che stabiliscono come i posti all'interno del consiglio vengono distribuiti in base alle liste vincitrici. Alcuni statuti riportano una composizione formata da coloro appartenenti alla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti affiancati da una quota che viene riservata alla minoranza, altri invece attuano un principio proporzionale, in base al quale le liste vanno a comporre il consiglio in base al numero di voti che hanno ricevuto¹⁴⁷.

Prima della normativa emanata dalla Consob nel 2010, il Codice di Corporate Govenance emanato dall'OECD, adottato nel 1999, modificato nel 2002 ed infine nel 2006, ha cercato di dare disposizioni in materia degli interessi degli amministratori nelle operazioni con parti correlate. Questo codice è andato a definire e chiarire le procedure relative alla gestione delle transazioni. L'art. 9 enuncia¹⁴⁸:

"il Consiglio di Amministrazione adotta misure volte ad assicurare che le operazioni nelle quali un amministratore sia portatore di un interesse, per suo conto o per conto di terzi, le operazioni con parti correlate, sono eseguite in modo trasparente e rispettando i criteri di correttezza sostanziale e di equità procedurale"; "il Consiglio di Amministrazione, previa consultazione con il collegio sindacale, stabilisce le procedure di approvazione e di esecuzione per le operazione poste in essere dalla società o dalle sue controllate, con parti correlate. Si devono definire le specifiche operazioni che devono essere approvate previo parere del collegio sindacale con l'assistenza di esperti indipendenti";

"il Consiglio di Amministrazione provvede ad adottare soluzioni idonee per agevolare l'individuazione ed la gestione di quelle situazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse personale o per conto di terzi".

Questi principi chiariscono ciò che la legge e quindi il Codice Civile già ha menzionato per garantire la correttezza sostanziale delle procedure di OPC. A questo proposito il Codice cita degli esempi: è competenza del consiglio l'approvazione del operazioni di maggior rilievo, è importante un parere preventivo

-

 $^{^{147}}$ Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 6 – Italy: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 107-118.

¹⁴⁸ Idem

da parte del collegio sindacale, il ricorso ad esperti indipendenti, eventualmente selezionati da amministratori indipendenti.

La Consob poi nel 2012 ha introdotto un nuovo regime normativo per gestire le operazioni con parti correlate.

Il principio generale è che qualsiasi OPC deve essere rivista da un consiglio di amministratori indipendenti. Inoltre vi è una differenziazione tra OPC materiali, che hanno una particolare procedura che prevede la revisione e la pubblicazione entro 7 giorni, e le operazioni di minore rilevanza per le quali si applica la procedura generale.

Le OPC materiali si identificano in base a dei criteri definiti quantitativi. Questi criteri si basano su tre test che devono essere sostenuti, il primo riguarda il rapporto tra il corrispettivo della transazione ed il valore di mercato della società quotata, il secondo ed il terzo riguardano il rapporto tra attività e passività dell'oggetto della transazione e quelle della società quotata. Una transazione è materiale quando almeno uno di questi indici di rilevanza supera la soglia del 5%, o una soglia diversa in base a quello che le società stabiliscono 149. In queste OPC vi deve essere un consiglio di amministratori indipendenti che devono essere coinvolti in questa transazione, devono ricevere informazioni adeguate dai manager, ed il loro potere è vincolante 150.

In linea con questi principi ciascuna società deve pubblicare il proprio codice interno che riflette questi principi della Consob e che il consiglio deve implementare.

Il problema dell'Italia è che non vi è una magistratura specializzata per trattare questo tipo di problema, certamente attraverso le nuove norme sulle OPC si è cercato di creare un equilibrio tra il l'interesse del singolo e l'interesse della società, aumentando la trasparenza e stabilendo un ruolo ex-ante sia per gli amministratori indipendenti che per gli azionisti.

Il nostro paese sta cercando di adattarsi ai principi emanati dall'OECD, però con alcune difficoltà, ad esempio:

¹⁵⁰ Idem

Principle III.A.2 – non è pienamente attuato in quanto vi sono moltissime debolezze giudiziarie sulla dottrina degli abusi da parte della maggioranza tra cui anche i mezzi di ricorso.

Principle VI.D.6 – il principio è implementato, ma sorgono delle domande quando si tratta del ruolo degli amministratori in un contesto di gruppo societario, dove la minoranza potrebbe comunque subire degli abusi.

Il caso Parmalat

Parmalat è uno dei casi italiani e stranieri di maggior importanza che ha riguardato gli abusi da parte degli insiders.

Tutto iniziò nel 1960 quando la famiglia Tanzi era proprietaria di una piccola impresa, che da li in poi inizio ad espandersi sempre più.

Nel 1989 la Parmalat Finanziaria era quotata sulla Borsa di Milano e comprendeva ben 58 società, di cui 33 erano fuori dal territorio italiano. La famiglia Tanzi comunque, controllava le società quotate del gruppo attraverso le società non quotate.

Da qui in avanti iniziò un grandissimo sviluppo del gruppo societario in moltissimi settori, a partire dal latte e dai suoi derivati per poi svilupparsi anche in altri settori, come il calcio ed il turismo.

Molte acquisizioni vennero finanziate attraverso il debito. Infatti il bilancio di Parmalat era composto da un alto livello di debito e cash. Nel 2002 il bilancio annuale indicava 4.3 milioni di \$ in cash e 9.3 milioni di debito. Il problema è che tutto il cash che era posto nel bilancio era fittizio, non esisteva, era già stato consumato¹⁵¹.

Nel 2003 avvenne il grande collasso della famiglia Tanzi; non riuscì a rifinanziare il debito, infatti l'8 dicembre la Parmalat avvisò il mercato che non avrebbe potuto ripagare le obbligazioni che aveva emesso. Dopo ciò che era stato pronunciato, il prezzo delle azioni crollo profondamente.

¹⁵¹ Enriques L., Volpin P., "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, n. 1, 2007, pagg. 117 – 140.

La Consob però attraverso delle sue ricerche, chiese informazioni alla Bank of America perché riteneva che la famiglia Tanzi aveva aperto un conto presso di essa di 4.3 milioni di \$; la Bank of America diede una risposta negativa all'Italia così la Parmalat Finanziaria venne dichiarata insolvente e Callisto Tanzi venne arrestato¹⁵².

Le tecniche utilizzate per mettere in atto la frode sono state definite rudimentali; la Parmalat aveva perdite, attività sopravvalutate, attività inesistenti che però erano registrate, documenti bancari manomessi, tutto questo per trasferire il cash che la famiglia Tanzi aveva.

Come in ogni altro scandalo finanziario, coloro che erano designati per il controllo di questa quali, revisori dei conti, banche di investimento e autorità di regolamentazione, hanno in parte la colpa di tutto ciò che è accaduto.

Il caso Parmalat è un caso estremo di come gli azionisti di controllo, in questo caso la famiglia, ha espropriato gli azionisti di minoranza e i creditori.

Gli scandali finanziari nelle società che hanno una proprietà concentrata, come Parmalat, sono diversi da quelli con la proprietà diffusa, come il caso Enron visto in precedenza, dove i manager cercano di manipolare gli utili e di contabilizzare in maniera irregolare in modo da gonfiare il prezzo delle azioni e speculare su ciò; invece in Parmalat, gli azionisti di controllo hanno espropriato risorse aziendali tramite il self-dealing.

Tutto ciò quindi dovrebbe condurre verso una diversa regolamentazione da parte di ogni singolo paese.

3.2 CONFRONTO TRA STATI UNITI ED EUROPA CONTINENTALE

Negli ultimi 15 anni, molti paesi dell'Europa Continentale come: Francia, Italia e Germania hanno emanato moltissime riforme in materia di corporate governance interna, migliore comunicazione, public enforcement e sulla responsabilizzazione degli azionisti.

Per comprendere l'effettiva efficacia di queste riforme, bisogna fare un confronto con gli Stati Uniti, partendo dal presupposto che la struttura societaria è totalmente diversa. In Europa Continentale, sono gli azionisti che prendono moltissime

¹⁵² Idem

decisioni finali su ampie questioni, acquisto di azioni, pagamento dei dividendi, emissione di nuove azioni e così via, mentre oltre oceano sono gli amministratori che prendono tutte le decisioni in merito alla società. Il Governo statunitense ha un ruolo molto importante relativo alla gestione aziendale, si occupa dei problemi di corporate governance più importanti come il problema dell'insider-trading, delle frodi ed ora grazie al Sarbanes-Oxley Act¹⁵³ si occupa anche della composizione del Consiglio di Amministrazione e della sua funzione. Oltre oceano invece, la Comunità Europea ha il potere di emanare regolamenti e direttive in materia di diritto societario, ma hanno un impatto molto basso sulla corporate governance europea.

Tutte queste riforme sono state emanate per rendere i mercati dei capitali di ciascun paese attraenti per gli investitori, a causa del fatto che la concorrenza internazionale sta aumentando grazie alla deregolamentazione, alla globalizzazione e così via. In secondo luogo, il Parlamento Europeo ha voluto istituire un quadro normativo comunitario per tutti i paesi membri in modo da evitare disuguaglianze ed infine come risposta agli scandali societari avvenuti negli ultimi anni, come il caso Enron (par. 2.3.6) e Parmalat (par. 3.2.5).

In Francia il potere di gestire la società è sempre stata affidato all'Amministratore Delegato, il quale ha agito come presidente del Consiglio di Amministrazione. La legge in questo paese ha sempre cercato di tutelare gli azionisti di minoranza, attraverso un regime speciale nelle operazioni con parti correlate, dove gli azionisti potevano citare in giudizio l'amministratore nel momento in cui queste operazioni andavano a coinvolgere i membri del consiglio, in quanto le OPC devono essere

¹⁵³ Roe, Mark J, 2003, "Delaware's Competition", Harvard Law Review, 88(2): 559 – 86.

[&]quot;La Sarbanes- Oxley Act, conosciuta anche con il nome di Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, è una legge federale emanata del luglio del 2002 dal governo degli Stati uniti a seguito di diversi scandali finanziari che hanno coinvolto importanti società americane come la Enron, la società di revisione Arthur Andersen, World Com e Tynco International. Suddetti scandali hanno causato grande sfiducia da parte degli investitori nei confronti dei mercati. La legge mira ad intervenire per migliorare la legislazione sulla corporate governance e garantire la trasparenza delle scritture contabili, agendo anche dal lato penale, con l'incremento della pena dei casi di falso in bilacio e simili. Viene inoltre aumentata la responsabilità degli auditor all'atto della revisione contabile. I punti su cui la legge si focalizza sono:

⁻ Maggiore responsabilità per il management per quanto concerne l'accuratezza delle informazioni contabili e sui bilanci;

⁻ Creazione di una nuova autorità di controllo dei revisori esterni;

⁻ Aumento delle pene per i crimini contabili e illeciti fiscali;

⁻ Conferimento di un maggior potere alla minoranza."

approvate dal Consiglio di Amministrazione e ratificato nell'assemblea degli azionisti, a meno che queste non siano considerate "operazioni correnti concluse a condizioni normali".

In Germania vi è una struttura societaria dualistica, da una parte vi è il Consiglio di Sorveglianza e dall'altra il Consiglio Direttivo. Nelle aziende con più di 2000 dipendenti, il Consiglio di Sorveglianza deve essere composto da un numero uguale di azionisti eletti e dipendenti scelti (co-determination). Le banche tedesche hanno sempre avuto un ruolo centrale nei consigli di sorveglianza, questi però insieme ai dipendenti sono stati molto inefficaci nel controllare il management e gli azionisti di controllo per conto degli azionisti di minoranza o investitori esterni.

In Italia né il Consiglio di Amministrazione né il Collegio Sindacale sono stati in grado di controllare l'operato dei manager e degli azionisti di controllo, come abbiamo visto dagli scandali Parmalat e Cirio che sono avvenuti negli ultimi anni. In generale il diritto societario italiano offre una scarsa tutela degli azionisti di minoranza, lacune che però sono state smorzate grazie al lavoro di tribunali, della Consob e delle istituzioni.

3.2.1 Rafforzamenti Interni dell Corporate Governance

Gli Stati Uniti dopo tutti gli scandali americani che si sono susseguiti negli ultimi anni, ha visto la necessità di attuare delle riforme all'interno della corporate governance. Il Congresso degli Stati Uniti insieme alle principali Borse NYSE e NASDAQ hanno richiesto che la maggioranza degli amministratori all'interno del Consiglio di Amministrazione siano amministratori indipendenti, che all'interno dei comitati di controllo ci siano tutti amministratori indipendenti e che le società abbiano adeguati meccanismi di controllo interno. Il livello di "indipendenza" ha subito delle modificazioni molto restrittive ed i poteri e le responsabilità dei comitati di controllo sono aumentati.

L'Europa non è stata così radicale come gli Stati Uniti ma senz'altro ha attuato anch'essa delle riforme.

In Francia vi è stata la separazione tra il ruolo del Presidente del Consiglio di Amministrazione ed il ruolo dell'Amministratore Delegato; sono state inserite norme nel diritto francese al fine di dare maggiori informazioni sulla società agli amministratori esterni. Infatti nel 2001 una legge ha stabilito che: "ciascun

amministratore dovrebbe ricevere tutte le informazioni necessarie per svolgere i suoi compiti e che ciascun amministratore può ottenere qualsiasi documento di cui egli ne faccia richiesta"¹⁵⁴. Nel 2003 quest'ultima disposizione è stata abrogata impedendo così l'accesso diretto ai documenti della società da parte degli amministratori esterni.

In Germania grazie alla riforma del diritto societario del 1998 si è cercato di ridefinire le funzioni sia del Consiglio di Amministrazione e del Consiglio Direttivo, il primo deve garantire un maggiore controllo interno e deve riferire al secondo se vi sono rischi per la società in merito al budget o al business plan. Il secondo deve riunirsi almeno quattro volte l'anno e deve avere un maggior ruolo nella scelta degli auditor.

In Italia le riforme hanno portato gli amministratori esecutivi a dare regolarmente informazioni sugli sviluppi aziendali e sulle OPC al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale ed inoltre che almeno un amministrazione ed un sindaco siano eletti dagli azionisti di minoranza. Per le operazioni di self-dealing, la riforma del diritto societario del 2003 ha imposto determinate norme: gli amministratori devono comunicare al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale gli interessi diretti ed indiretti che potrebbero avere dalla transazione; le transazioni dove il CEO ha un particolare interesse devono essere approvate dal Consiglio di Amministrazione; il consiglio deve motivare adeguatamente le ragioni della transazioni ed i benefici che la società otterrà da questa.

3.2.2 Il potere degli Azionisti

L'Unione Europea ha adottato molte misure per aumentare il potere degli azionisti di minoranza per cercare di evitare comportamenti opportunistici nei loro confronti. In Francia l'assemblea deve ratificare eventuali operazioni definite non routinarie con uno o più azionisti di controllo come anche i compensi dei dirigenti, inoltre si prevede il deposito delle azioni il giorno prima dell'assemblea, dando quindi il potere ed il diritto a venderle nei giorni precedenti.

¹⁵⁴ Menjucq M., 2005, "The Company Law Reform in France", Rabels Zeitschrift fur auslandisches und internazionales Privatrech, 69 (4), pagg. 698 – 711.

In Italia gli azionisti dovevano depositare le proprie azioni cinque giorni prima dell'assemblea, poi nel 2003 questa disposizione fu abrogata ed ora questo limite è sceso a due giorni solo quando è disposto dallo statuto della società; inoltre dal 1998 per alcuni tipi di delibere come ad esempio, nuove emissioni di azioni, fusioni e modifiche statutarie è stata richiesta una maggioranza speciale, cioè una maggioranza di 2/3 delle azioni rappresentate nel corso dell'assemblea. Lo scopo è quello di dare un certo potere agli azionisti di minoranza nella speranza che questi possano avere un maggiore controllo sugli azionisti di maggioranza.

Nel 1998 la "Legge Draghi" ha affrontato il problema dei patti parasociali, cioè quegli accordi che vengono instaurati trai blockholders per impostare una politica di voto comune o per limitare la vendita delle azioni. Questi tipi di patti sono molto utilizzati dalle grandi società quotate italiane e fanno avere un grandissimo potere agli azionisti di controllo. Proprio questa legge infatti introdotto un limite di tempo massimo di tre anni per questi accordi, in modo che i componenti possono decidere se parteciparvi ancora o meno, inoltre è previsto che nel momento in cui si presenta un'OPA, l'azionista che è parte dei patti parasociali può liberamente offrire le proprie azioni senza andare incontro alle restrizioni che potrebbero essere imposte nel patto.

3.2.3 Migliorare l'informazione

Il quadro normativo relativo all'informazione è migliorato sia in Europa che negli Stati Uniti. In Europa ci sono state moltissime riforme che hanno trattato quattro argomenti principali¹⁵⁵:

- Corporate Governance
- Self-dealing e Insider Tranding
- La compensazione
- Financial Reporting

¹⁵⁵ Enriques L., Volpin P., 2007, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, n.1, pagg. 117-140.

Grazie al Regolamento emanato dall'UE nel 2002, a partire dal 2006 tutte le societè quotate devono seguire i principi dettati dagli International Financial Reporting Strandars (IFRS), i quali richiedono informazioni dettagliate sulle operazioni con parti correlate.

In Italia già la Consob nel 2002 aveva emanato delle norme che prevedevano la divulgazione delle informazioni delle OPC materiali. Il problema sta nel fatto che il concetto di "materialità" non è ben definito e quindi questo porta le società a non seguire questa norma, sfruttano la vaghezza del concetto.

3.2.4 Public Enforcement

Gli Stati Uniti dopo i vari scandali che ci sono stati, ha istituito moltissimi organismi per avere un maggiore controllo sulle società. Il Congresso degli Stati Uniti ad esempio, ha istituito un organismo di vigilanza per supervisionare i revisori dei conti, il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB).

Anche in Francia, Germania ed Italia ci sono state molte riforme in questo senso. In Italia vi è stato l'affidamento di maggiori compiti alla Consob; in Francia vi è stata la fusione di tutti gli istituti predisposti alla vigilanza finanziaria in un unico ente, l'Autoritè des Marchès Financiers (AMF); in Germania vi è stata l'istituzione di un organo di vigilanza finanziaria cioè la Federal Financial Supervisory Authority (BaFin); tutte e tre le nazioni ora prevedono sanzioni penali in casi di abuso di mercati e di insider trading. In Italia sono aumentate le multe e la pena carceraria per chi commette questi reati¹⁵⁶.

3.2.5 Considerazioni

Il problema centrale è che la corporate governance europea e statunitense sono opposte, la prima composta maggiormente da società con azionisti di controllo e la seconda con società ampiamente detenute da un numero elevati di azionisti.

Sicuramente l'Europa ha cercato di emanare molte riforme elencate in precedenza, ma rimane il fatto che le pene negli Stati Uniti sono senz'altro maggiori.

¹⁵⁶ Idem

Il problema delle OPC non è stato risolto, anzi, è stato fatto troppo poco per risolverlo; inoltre ricordiamo che le riforme europee si basano molto sulle riforme statunitensi che però hanno dovuto combattere e stanno combattendo contro il primo problema di agenzia (azionisti vs manager) e non con il secondo problema di agenzia (azionisti di maggioranza vs azionisti di minoranza), che è il vero problema che attanaglia le società europee in generale.

Lo sforzo che quindi deve fare l'Europa, è quello di affrontare in modo efficace i problemi di corporate governance che riguardano gli azionisti dominanti.

3.3 TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA - NOMINA DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE – CONFRONTO FRA PAESI

Il ruolo degli azionisti nell'eleggere il consiglio di amministrazione varia da paese a paese, ma ci sono dei principi che sono stati emanati dall'OECD che sono riassuntivi ed esplicativi di tutte le caratteristiche che devono essere in possesso di questo organo.

I principi sopra citati sono¹⁵⁷:

- *Principle II A:* specifica che un diritto dell'azionista è quello di eleggere ed espellere i membri del consiglio di amministrazione;
- *Principle II C*. 3: specifica che gli azionisti devono avere un ruolo chiave e centrale nelle decisioni di corporate governance; il principio comunque non sostiene che ogni singolo azionista può mettere in pratica quanto detto, e non fa neanche una distinzione tra i vari tipi di azionisti che devono prendere parte a queste decisioni;
- *Principle VA4:* riguarda la trasparenza del processo di selezione dei membri del consiglio, le loro qualifiche, l'inter di selezione gli eventuali altri incarichi che ricopre l'amministratore al di fuori della società;
- Priciple VI.D.5: il comitato di nomina degli amministratori devono fare in modo che tutte le procedure stabilite siano rispettate e trasparenti, bisogna inserire qualsiasi tipo di informazione inerente agli amministratori che faccia

-

¹⁵⁷ Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part I, Chapter 1 – Implementing the OECD Principles of Corporate Governance in Diverse Institutional and Legal Conditions", pagg. 17 – 32.

capire la motivazione di quella scelta ed il potenziale valore aggiunto che questo potrebbe apportare all'impresa.

Nelle recensioni sulle giurisdizioni, ciò che si può notare è che la nomina del consiglio di amministrazione, è influenzato da processi formali attraverso l'uso di reti informali¹⁵⁸.

Per quanto riguarda i processi formali, sono importanti i ruoli che hanno il consiglio di nomina ma anche gli azionisti, questo però tende a modificarsi da paese a paese. Ma come le reti informali possono spingere verso l'elezione di un candidato rispetto ad un altro?

In molti paesi come l'Indonesia e la Corea, tutto ruota essenzialmente intorno alle conoscenze informali e soprattutto personali, che gli azionisti di controllo hanno, e questo potrebbe influenzare negativamente i diritti che gli azionisti di minoranza hanno.

Nei paesi sopra citati, molte imprese sono strettamente controllate da un gruppo familiare, il che influisce notevolmente sui principi che sono stati emanati dall'OECD. Gli azionisti in questi paesi votano sia il consiglio dei commissari, definita come la carica più elevata, ed in più anche il consiglio di gestione¹⁵⁹.

Negli Stati Uniti invece, secondo la legge del Delaware, gli azionisti possono votare solo ed esclusivamente sulle decisioni importanti presentati dal consiglio (vendere la società, modifiche allo statuto e così via).

In Germania, il Consiglio di Sorveglianza non è eletto dall'assemblea generale degli azionisti, anche se i poteri di quest'ultima sono aumentati notevolmente dal passato ad oggi.

Proprio sul tema dell'indipendenza degli amministratori, e quindi sulla tutela delle minoranze, vi sono giurisdizioni contrastanti.

Negli Stati Uniti, la nomina di questi amministratori indipendenti, è visto come un riequilibrio del consiglio di amministrazione, anche se potrebbe creare problemi dal punto di vista delle qualifiche degli stessi.

In Corea ed in Indonesia, l'indipendenza ruota intorno al rapporto tra il candidato amministratore e l'azionista di controllo.

-

¹⁵⁸ Idem

¹⁵⁹ Idem

In generale, si può definire che la composizione dei consigli di amministrazione varia molto da giurisdizione in giurisdizione ed anche tra grandi e piccole imprese, dove i regolamenti sono spesso differenti l'uno dall'altro.

In *Belgio* dal 2004, gli azionisti delle grandi società belghe, definite a"structure regime", hanno guadagnato il diritto di eleggere e di revocare i membri del consiglio di sorveglianza, inoltre per i due terzi delle società olandesi non soggette allo "structure regime", gli azionisti oltre a porter eleggere e revocare il consiglio di sorveglianza, possono farlo anche per il consiglio di gestione. Inoltre, in tutte le società quotate, gli azionisti che detengono almeno l'1% di azioni hanno il diritto di nominare i membri del consiglio di amministrazione. Questo è stato un grande traguardo per gli azionisti di minoranza, che vedono comunque riconosciuto e messo in pratica un loro diritto¹⁶⁰.

Sempre nel 2004, le riforme legali, hanno aumentato i diritti degli azionisti, compreso il diritto di approvare le operazioni rilevanti che avranno un impatto significativo sulla natura della società, di nominare i membri del consiglio di sorveglianza, e di revocarli quando lo ritengono opportuno, questi diritto sono stati attribuiti a coloro che detengono almeno l'1% di capitale sociale della società oppure delle azioni per un valore di 50 milioni di euro.

Un altro importante traguardo raggiunto in questo paese è stata l'emanazione nel 2003 del codice di autodisciplina, definito "Tabaksblat Code". Ogni anno, le società quotate riferiscono sull'applicazione di questo codice e sullo scostamento da questo, ed gli ultimi dati riferiscono un quasi totale adattamento a questo.

I principi emanati dall'OECD, accompagnati dalle variazioni delle norme sui diritti degli azionisti e sull'emanazione di un codice di autodisciplina, hanno trovato un ottimo riscontro in Olanda:

- *Principle II.C.3* è stato attuato, anche se ancora ci sono problemi sull'equilibrio tra i diritti degli azionisti e gli interessi della società nel suo complesso, inclusi tutti gli stakeholders;
- Principle V.A.4 la valutazione del consiglio di amministrazione, le competenze dei soggetti e le loro esperienza, il report sulle motivazioni che hanno spinto verso la scelta di questi candidati

¹⁶⁰ Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part II, Chapter 4 – The Netherlands: Review of Board Nomination and Election Practices", pagg. 69 – 85.

rispetto ad altri sempre essere ben sviluppato e soprattutto trasparente.

In linea generale si può ritenere che il governo societario olandese, ha fatto si che ci fosse una partecipazione attiva degli azionisti nella nomina del consiglio di amministrazione, sulla trasparenza dei processi elettorali, sulle informazioni necessarie di tutti gli amministratori e soprattutto istituire un consiglio di sorveglianza per la tutela e per il rispetto dell'adempimento di queste norme¹⁶¹.

Un altro paese che l'OCSE prende in considerazione sono gli *Stati Uniti d'America* ¹⁶². Come ampiamente citato nei capitoli presententi, la struttura proprietaria delle imprese statunitensi è completamente diversa da quelle dell'Europa continentale, America Latina, Asia con eccezione del Regno Unito. Molti studi hanno analizzato come la percentuale detenuta dagli azionisti di maggioranza, se così li possiamo definire, è del circa 15%, una percentuale bassissima se confrontata con quelle europee. In questo paese, le società non sono sotto il controllo di un unico grande azionista, bensì sotto il controllo manageriale ed una forte presenza di investitori istituzionali, fondi pensione, fondi assicurazione ed altre istituzioni finanziarie.

Molte volte le norme statunitensi in termini di Corporate Governance non sono ben capite e comprese dal resto del mondo, soprattutto anche a causa delle continue evoluzioni di queste norme negli ultimi anni.

La corporate governance statunitense la possiamo definire gerarchica. Vi sono i manager che sono responsabili delle decisioni che vengono intraprese dalla società giorno per giorno; il consiglio di amministrazione che ha un ampio potere nel dirigere il management e soprattutto ha il dovere di preservare il patrimonio aziendale e salvaguardare gli interessi degli azionisti; gli azionisti poi hanno un ruolo rilevante sulle più importanti questioni societarie.

Questa gerarchia è stata stabilita dalle leggi dei 50 stati che si sono rifatti alle legge del Delaware, ritenuta la più competente in materia.

-

¹⁶¹ Idem

¹⁶² Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part II, Chapter 4 – United States of America: Review of Board Nomination and Election Practices" pagg. 87 – 111.

Negli Stati Uniti, la legge consente che la proprietà sia composta da una o più categorie di azioni, con uguale o diverso diritto di voto.

Gli azionisti hanno diverse opportunità per influenzare il processo di nomina e di elezione del consiglio di amministrazione; si possono autocandidare per la posizione di amministratore, possono non essere d'accordo con i candidati inclusi nella dichiarazione di delega e quindi possono votare contro la società e scegliere di sfidarla, il che però accade poco frequentemente.

Ai sensi della legge del Delaware, le elezioni del consiglio di svolgono in modo tale che ogni singolo azionista abbia un voto per azione, a meno che la società non disponga diversamente.

In generale però gli azionisti non sono abbastanza forti nei confronti del management. Come Roe ha descritto in un editoriale del 2011: "La legge americana dà più autorità ai manager che agli azionisti. Se gli azionisti voglio dire ai manager cosa fare – per esempio, ampliare il business o eliminare una unità underperforming – semplicemente non possono farlo. La legge è chiara: il business lo decide il consiglio di amministrazione e non gli azionisti. (...) Forse questo è un bene. Il pensiero più capital – oriented ritiene che gli azionisti staranno meglio se i manager sono quelli a prendere tutte le decisioni. E spesso gli interessi degli azionisti e quelli dei manager sono allineati. (...) Vi sono considerevoli prove che quando i manager sono in contrasto con gli azionisti, questa discrezione manageriale nelle imprese americane danneggia le società stesse. Mi manager delle imprese continuano ad avere assets in perdita per un periodo eccessivamente lungo, la loro retribuzione inoltre è eccessivamente alta rispetto alla performance aziendale e troppo spesso non riescono ad essere aggressivi quanto si dovrebbe per entrare in in mercati molto rischiosi".

In generale le norme statunitensi sono in linea con i principi emanati dall'OCSE:

- Il *Principle II C* è ampiamente attuato in quanto gli azionisti hanno l'opportunità di votare e di partecipare alle assemblee generali, sono ben informati sulle regole, comprese le procedure di voto che regolano le assemblee generali degli azionisti. Inoltre gli azionisti partecipano alle decisioni chiave di corporate governance come la nomina dei membri del consiglio. Anche se proprio su questo tema molti azionisti si lamentano del

fatto che non hanno un modo più diritto per influenzare l'elezione e la nomina del consiglio di amministrazione¹⁶³.

3.3.1 Uno sguardo all'Italia

Come già accennato nei precedenti capitoli, il nostro paese ha cercato di mettere in atto delle norme che vadano a tutelare gli azionisti di minoranza soprattutto nell'elezione del consiglio di amministrazione.

Gli azionisti di minoranza in Italia, possono decidere quali sono i candidati da inserire nelle loro liste elettorali, in quanto almeno un membro del consiglio di amministrazione deve essere eletto dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero dei voti e che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

Alcune imprese, soprattutto quelle private, hanno riservato per i membri della lista degli azionisti di minoranza, un maggior numero di posti nel consiglio di amministrazione. Le leggi statutarie infatti sono quelle che stabiliscono i criteri sul come i seggi sono distribuiti tra le liste presentate. Altre imprese adottano un sistema definito multi-vincitore, cioè i numeri dei posti nel consiglio di amministrazione sono da attribuire in proporzione ai voti ricevuti da ogni singola lista presentata. Questa attribuzione dei voti rispetto alla lista è effettuata adottando il quotient method, cioè i voti ottenuti da ciascun candidato sono il risultato del rapporto tra il numero totale dei voti ricevuti dalla relativa lista ed il numero dei voti associato al candidato (il primo candidato riceve il numero totale dei voti della medesima lista, il secondo candidato riceve la metà del totale dei voti della lista, il terzo candidato riceve un terzo devi voti totali della lista e così via). Questi quozienti ottenuti per tutti i candidati vengono analizzati ed i posti sono assegnati progressivamente ai candidati con i quozienti più elevati¹⁶⁴.

¹⁶³ Idem

Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part I, Chapter 1 - Implementing the OECD Principles of Corporate Governance in Diverse Institutional and Legal Conditions – Box 1.1 - Nominating and Voting Systems for Independent Directors: Some Examples of Special Procedures, pagg. 24 - 25.

3.3.2 Azionisti vs Creditori

Molti studi empirici ritengono che una maggiore influenza da parte degli azionisti, faccia si che i diritti delle altre parti interessate possano essere lese. Attraverso il proxy access, mediante il quale gli azionisti riescono a controllare meglio ed a monitorare l'operato del manager, in modo da evitare comportamenti opportunistici da parte di questi soggetti a danno della società, potrebbe danneggiare altri stakeholders dell'impresa, come ad esempio i creditori 165.

I creditori sono simili agli azionisti, sono entrambi fornitori di capitale finanziario per le imprese¹⁶⁶ e per la natura della loro carica, nel senso che hanno un diritto in sede giudiziaria nei confronti dell'impresa. Le differenze comunque tra le due categorie sono notevoli, i primi, hanno il diritto a ricevere un pagamento fisso in base al contratto stipulato e saranno i primi ad essere soddisfatti nel momento in cui l'impresa sarà soggetta al fallimento; i secondi invece, sono coloro che hanno diritto ai crediti residui, ma sono l'ultima categoria ad essere soddisfatti durante la procedura fallimentare.

Alcuni teorici comunque sostengono che un management molto potente, distruggerà valore per entrambe le categorie, nonostante le loro molteplici differenze e nonostante il fatto che gli azionisti abbiano ricevuto questo ulteriore tipo di controllo.

Ovviamente ci sono dei casi in cui gli azionisti si approfittano della loro posizione e potrebbero manipolare questo potere per trarne proprio beneficio diretto 167.

¹⁶⁵ Campbell J., Campbell T., Sirmon D., Bierman L., Tuggle C., "Shareholder Infulence Over Director Nomination Via Proxy Access: Implication For Agency Conflict and Stakeholder Value"; Strategic Management Journal, 2012, pagg. 1431 – 1451.

 $^{^{166}}$ Shleifer A., Vishny R., " A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance, 1997, pagg.737 – 783.

¹⁶⁷ Campbell J., Campbell T., Sirmon D., Bierman L., Tuggle C., "Shareholder Infulence Over Director Nomination Via Proxy Access: Implication For Agency Conflict and Stakeholder Value"; Strategic Management Journal, 2012, pagg. 1431 – 1451.

CAPITOLO 4 – PROTEZIONE DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA NEI SINGOLI PAESI – ANALISI QUANTITATIVA

4.1 INTRODUZIONE ED OBIETTIVI

Grazie alla stesura dei capitoli precedenti, si è cercato di analizzare prima di tutto gli antecedenti del processo di disinvestimento, cioè le motivazioni che spingono una società a cedere, analizzando le teorie che vi sono alla base, cioè la teoria dei costi di transazione e la teoria dell'agenzia. Proprio di quest'ultima, il secondo capitolo ha analizzato i due tipi di problemi di agenzia che la letteratura ha affrontato, il primo (azionisti vs manager), oggetto di moltissime analisi da parte degli studiosi, ed il secondo, di fondamentale importanza per questo elaborato (azionisti di maggioranza vs azionisti di minoranza). Questo secondo tipo di problema di agenzia, è stato analizzato e studiato solo da dalla recente letteratura, e questo capitolo cerca di analizzare come gli azionisti di minoranza vengono protetti dall'abuso di potere da parte degli azionisti di maggioranza.

L'obiettivo centrale di questo capitolo infatti è arrivare a capire come ciascun paese cerca di proteggere gli azionisti di minoranza nel momento in cui un assets di un'impresa viene ceduta.

Per arrivare a questo obiettivo, l'analisi è stata molto complessa e lunga, in quanto non è stato facile identificare i seller di ciascuna operazione, e soprattutto il paese di provenienza.

Ma andiamo con ordine, l'analisi è stata fatta step by step, cercando di analizzare e di trarre tutte le informazioni possibili dai database utilizzati, per poi cercare di ordinare nel modo più semplice possibile tutti i dati ottenuti al fine di trarre tutte le informazioni che questi possono dare.

4.2 METODO

L'analisi di questo elaborato è stata fatta su un campione di 356 seller, scaturiti da una lunga analisi di ben 748 seller.

Il primo step è stato quello di estrapolare tutte le operazioni di disinvestimento (sell-off ed equity carve-out) durante un ventennio. Il ventennio preso in considerazione è stato quello che parte dal 1993 fino ad arrivare ai giorni nostri; le operazioni comunque si fermano al 2012, in quanto i database non sono tempestivamente aggiornati, per questo motivo l'analisi delle operazioni avvenute nei primi mesi del 2013 non si è potuta effettuare.

Le operazioni di Spin-Off non sono state prese in considerazione in quanto modificano la struttura proprietaria e si possono classificare come operazioni straordinarie.

Il database utilizzato per estrapolare tutte queste informazioni è stato Thomson One, molto utile al fine di cercare tutte le operazioni di cessione avvenute dal 1993 al 2012 in Europa. Il campione è stato costruito prendendo in considerazione solo quest'area geografica perché altrimenti sarebbe stato troppo complesso estrapolare tutte le informazioni necessarie, ma soprattutto analizzare tutti i dati in base ad ogni singola legislazione di ciascun paese del mondo.

Grazie all'utilizzo di questo database, si sono potute avere tutti i tipi di informazioni riguardanti un'operazione di disinvestimento.

Prima di tutto, la data dell'annuncio del disinvestimento è stata fondamentale per capire ed analizzare come nel giro di vent'anni le imprese di ciascun paese cambiano il modo di operare e soprattutto la modalità di disinvestimento scelta.

Il tipo di operazione scelta per il disinvestimento, sell-off o equity carve-out, è stata utile per analizzare in fatto che durante questo ventennio, e prendendo in considerazione il campione utilizzato, la maggior parte delle imprese ha optato per un sell-off.

Grazie all'utilizzo di questo database, il nome della target, cioè l'unità che viene ceduta, la nazione di provenienza di questa ed il settore di appartenenza, sono state molto semplici da analizzare, come tutti i dati dell'acquiror, cioè l'impresa che acquisisce la target.

Proprio secondo quanto detto, il database ha aiutato ad identificare:

- target name;

- target nation;
- Target Mid Industry (cioè il settore in cui la target opera);
- Acquiror name;
- Acquiror nation;
- Acquiror Mid Industry (cioè il settore in cui l'acquiror opera);
- % shares acquired (cioè la percentuale delle azioni della target che l'acquiror acquista).

Questo però è stato solo un primo passo verso il capire quali sono stati i seller di queste operazioni.

Con l'utilizzo di Thomson One, si è potuto analizzare anche chi fossero i seller, da che nazione provenissero e di che settore industriale facessero parte. Il problema però è stato quello di capire se quelli fossero effettivamente i veri seller dell'operazione; ciò infatti non è stato semplice, in quanto ho dovuto analizzare la sinopsys (cioè la spiegazione e la descrizione analitica dell'operazione, la percentuale di azioni che si andavano ad acquistare, in che modo e così via) che sempre il database mi forniva, e capire dalla lettura di questa, quali fossero effettivamente i seller dell'operazione. Ovviamente questi, in molte cessioni che sono avvenute, non sono uno per ciascuna operazione, ma molte volte ciascuna operazione ha dai due ai cinque seller.

La difficoltà principale, è stata quella di capire chi fossero gli effettivi seller, ma soprattutto cercare di capire da che nazione provenissero, perché proprio grazie a questo dato si è potuta fare l'analisi quantitativa finale di questo elaborato.

Una volta estrapolati tutti questi dati, quindi le generalità della target, dell'acquiror e soprattutto dei seller, ho utilizzato un altro database, Datastream, per avere tutti i dati finanziari, prendendo in considerazione il quinquennio, cioè due anni prima e due anni dopo l'operazione, e soprattutto la nazione di provenienza dei seller.

Anche qui il lavoro non è stato semplice, in quanto Datastream ha moltissime società con nomi identici, quindi la difficoltà è stata quella di leggere nella descrizione di ogni singola società, quale fosse quella che corrispondeva ai miei seller, in base soprattutto al settore di appartenenza.

Purtroppo però i seller spesso non erano delle società, ma ad esempio era lo stesso stato che era protagonista di un'operazione di disinvestimento, oppure non erano degli Equity, ma ad esempio Bond e così via. In questo modo infatti il campione

che all'inizio avevo preso in considerazione, cioè quello che Thomson One mi aveva fornito, ha subito una riduzione proprio a causa di questi motivi, in quanto per avere questi dati finanziari, con l'utilizzo del Key Account Report (Industrial), i seller che non erano equity non hanno potuto avere una corrispondenza dei dati finanziari di cui avevo bisogno.

Detto ciò, il riassunto di quanto detto in precedenza, si può vedere attraverso queste tabelle:

	ANNI
OPERAZIONI	1993/2012
Sell - Off	561
Equity Carve- out	180
Totale	748

Fig. 9 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1993 al 2012 in Europa.

Questa tabella mette in evidenza il numero ed il tipo di operazioni avvenute tra il 1992 al 2013 in Europa, ma per vedere con maggior evidenza quanto spiegato in questa, l'istogramma successivo è molto esplicativo:

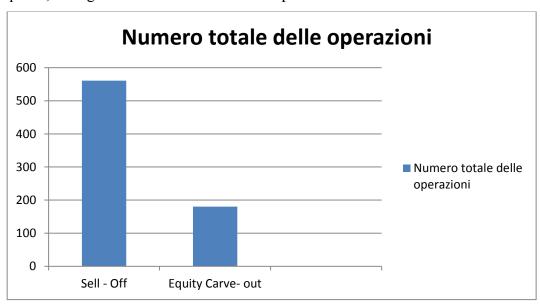


Fig. 10 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1993 al 2012 in Europa.

Come si può semplicemente notare, i sell-off primeggiano con addirittura 561 operazioni, mentre gi equity carve-out si fermano a 180.

Entrando più nel dettaglio, grazie alla figure 11 e successive, si possono analizzare i tipi di operazioni per ciascun anno, partendo quindi dal 1993 arrivando al 2012:

OPERAZIONI	1993	1994	1995	1996	1997
Sell - Off	7	16	30	19	13
Equity Carve- out	17	55	25	24	9

Fig.11 (Elaborazione personale), Numero e Tipo di Operazione dal 1993 al 1997 in Europa.

OPERAZIONI	1998	1999	2000	2001	2002
Sell - Off	33	19	32	27	14
Equity Carve- out	3	9	28	5	3

Fig.12 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazione dal 1998 al 2002 in Europa.

OPERAZIONI	2003	2004	2005	2006	2007
Sell - Off	24	26	42	55	41
Equity Carve- out	0	0	0	0	0

Fig. 13 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazione dal 2003 al 2007 in Europa.

OPERAZIONI	2008	2009	2010	2011	2012
Sell - Off	23	41	50	34	18
Equity Carve- out	0	0	1	0	0

Fig. 14 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazione dal 2008 al 2012 in Europa.

Grazie all'utilizzo di queste semplici tabelle, si può vedere come nel corso degli anni i vari tipi di modalità di disinvestimento hanno avuto delle modifiche. Per rendere ancora maggiore l'idea, basta prendere in considerazione questa figura:

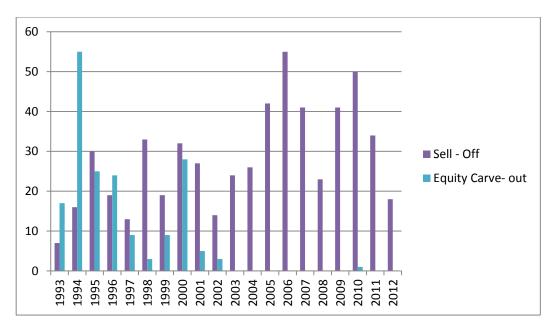


Fig. 15 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazione dal 1993 al 2012 in Europa.

L'equity carve-out durante tutto il decennio degli anni novanta fino al 2000, ha avuto il picco notevole, per poi scomparire durante il primo decennio degli anni 2000.

Il sell-off invece, è stato quel tipo di modalità maggiormente utilizzata, avendo il picco nel 2006 e nel 2010.

Come accennato in precedenza, purtroppo il campione costruito non si rifà a questi dati, in quanto i seller di molte operazioni non sono delle vere e proprie società.

Lo scorporo delle "non società", da questi dati, ha fatto si che il campione diminuisse e che i dati fossero questi riportati nella seguente tabella:

	ANNI
OPERAZIONI	1993/2012
Sell - Off	345
Equity Carve- out	7
Totale	356

Fig. 16 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1993 al 2012 in Europa, (dati scorporati).

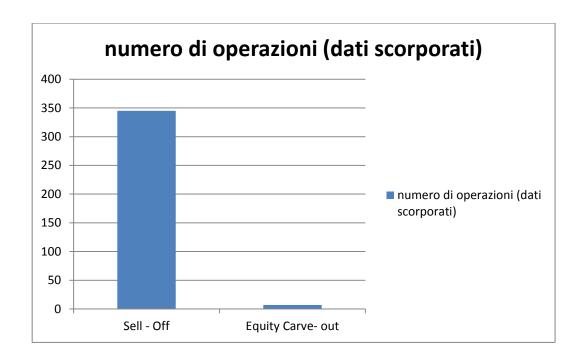


Fig. 17 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1993 al 2012 in Europa, (dati scorporati).

Cioè che si nota confrontando la fig.10 con la fig.17 è che gli equity carve-out hanno subito una forte caduta, questo fa pensare sicuramente al fatto che molti dei seller che hanno utilizzato questo tipo di modalità, sono le stesse nazioni, che hanno preso parte ad un processo di disinvestimento.

Gli spin-off hanno subito una lieve riduzione, mentre i sell-off pur avendo avuto una inflessione negativa rimangono sempre al primo posto come modalità scelta per una attività di disinvestimento.

La nuova situazione di partenza, da cui bisogna far partire l'analisi quindi, si può riassumere così:

OPERAZIONI	1993	1994	1995	1996	1997
Sell - Off	5	8	9	6	10
Equity Carve- out	1	1	0	2	0

Fig. 18 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1992 al 1997 in Europa, (dati scorporati).

OPERAZIONI	1998	1999	2000	2001	2002
Sell - Off	24	10	17	15	11
Equity Carve- out	10	0	0	1	0

Fig.19 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 1998 al 2002 in Europa, (dati scorporati).

OPERAZIONI	2003	2004	2005	2006	2007
Sell - Off	17	8	9	45	35
Equity Carve- out	0	0	0	0	0

Fig.20 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 2003 al 2007 in Europa, (dati scorporati).

OPERAZIONI	2008	2009	2010	2011	2012
Sell - Off	17	34	34	18	12
Equity Carve- out	0	0	1	0	0

Fig.21 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazioni dal 2008 al 2012 in Europa, (dati scorporati).

Scorporando quindi i dati che non hanno avuto una corrispondenza con Datastream, si possono vedere come le variazioni negli anni dei tipi di operazioni scelte hanno subito una notevole modifica soprattutto se si parla degli equity carve-out.

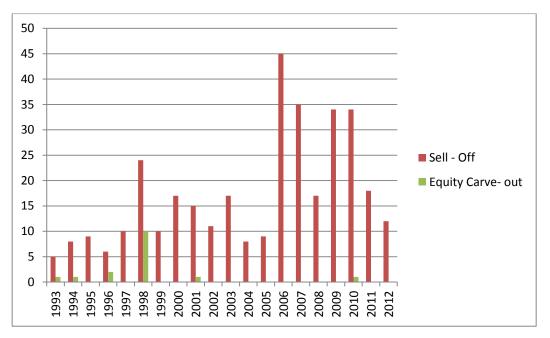


Fig. 22 (Elaborazione Personale), Numero e Tipo di Operazione dal 1993 al 2012 in Europa, (dati scorporati).

Da quanto di può notare in maniera chiara, gli equity carve-out rispetto ai dati precedenti (fig.15) sono diminuiti notevolmente soprattutto durante gli anni novanta, dove il loro numero era molto superiore rispetto ai dati del campione che è stato analizzato in questo elaborato.

Il Sell-Off ha subito delle lievi variazioni che sono ininfluenti ai fini dello studio del campione.

Una volta analizzati questi dati, e scoperto le nazionalità dei seller ho potuto analizzare da quali paesi questi provenissero, ed ho riscontrato una grande percentuale di operazioni in determinati paesi come rappresentato in questa tabella:

NAZIONE	SELL-OFF	EQUITY
	0111 011	CARVE-OUT
AUSTRALIA	2	0
AUSTRIA	5	0
BELGIO	<mark>14</mark>	<u>1</u>
BULGARIA	1	0
DANIMARCA	6	0
ESTONIA	1	0
<mark>FINLANDIA</mark>	<mark>17</mark>	<mark>0</mark>
FRANCIA	<mark>61</mark>	<mark>2</mark> 0
GERMANIA	<mark>46</mark>	<mark>0</mark>
GIAPPONE	3	0
GRECIA	5	0
IRLANDA	4	0
<mark>ITALIA</mark>	<mark>16</mark>	<mark>2</mark>
LUSSEMBURGO	1	0
NORVEGIA	9	0
OLANDA	<mark>13</mark>	<mark>0</mark>
POLONIA	2	0
PORTOGALLO	1	0
REP. CECA	2	0
RUSSIA	6	1
SLOVENIA	1	0
SPAGNA	<mark>23</mark>	<mark>0</mark>
SVEZIA	<mark>16</mark>	<mark>0</mark>
SVIZZERA	8	0
TURCHIA	3	0
<mark>UK</mark>	<mark>71</mark>	<mark>1</mark>
UNGHERIA	1	0
USA	9	0

Fig.23 (Elaborazione Personale), Numero di Operazioni in Ciascun Paese dal 1993 al 2012.

Le nazioni evidenziate sono quelle che hanno effettuato un maggior numero di operazioni dal 1993 al 2012:

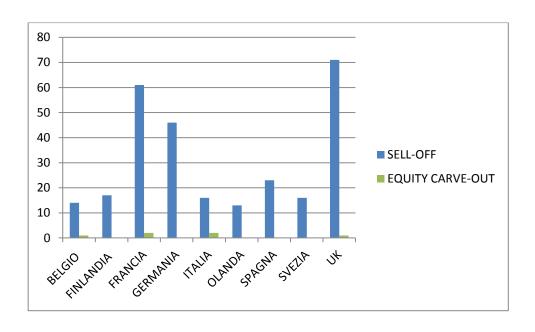


Fig. 19 (Elaborazione Personale), Paesi con il Maggior Numero di Operazioni Effettuate tra il 1993 ed il 2012.

Analizzando questo grafico, si può vedere come i maggiori seller delle operazioni avvenute tra il 1993 e il 2012 sono di determinati paesi, che potremmo definire economicamente più avanzati, quali appunto in ordine decrescente, Regno Unito, Francia e Germania; il primo appunto ha il primato oltre che per i sell-off, mentre Italia e Francia sono alla pari con il numero degli equity carve-out.

I dati per gli Stati Uniti d'America sono molto relativi, in quanto il campione utilizzato ha preso in considerazione solo ed esclusivamente operazioni di disinvestimento avvenute in Europa, il che ha fatto si che un certo numero di seller fossero anche statunitensi, ma non avendo preso come campione anche il Resto del Mondo, questi dati ricavati non sono da considerare veritieri al 100%.

4.2.1 Variabili

Il prossimo passo è quello di analizzare sia gli indici finanziari che grazie al Key Account Report (Industrial) di Datastream ho ricavato, che gli indici che vanno spiegare in maniera dettagliata come in ogni singolo paese gli azionisti di minoranza hanno una diversa tutela.

Partendo dagli indici finanziari, farò una breve ricapitolazione delle nozioni principali di quelli che sono stati utili ai fini dell'analisi:

ROE (return on equity)¹⁶⁸: nel momento il cui si vuol fare un'analisi finanziaria di un'impresa, questo indice è molto importante, in quanto va a misurare la redditività del capitale di rischio immesso nella gestione dai soci.

Per esprimere tale redditività, si devono mettere a confronto due grandezze, cioè il reddito ottenuto dalla gestione dell'esercizio ed il capitale di rischio impiegato in esso. Detto ciò infatti, la formula è molto semplice:

Reddito netto/Mezzi Propri

Quindi, si va a misurare quanto rende, in percentuale, il capitale investito nella gestione dai finanziatori di rischio.

L'impresa infatti, va a verificare il potere di attrazione da parte della gestione, nei confronti di tale capitale. Questo indice, per fare ciò dovrebbe essere superiore ad altri investimenti alternativi e non inferiore ai rendimenti attesi dagli investitori.

ROI (return on investment)¹⁶⁹: con questo indice, si vuol vedere quanto rende il capitale investito nella gestione, sia quello conferito dai soci, che quello prestato da terzi.

Per misurare ciò, abbiamo bisogno di due grandezze, il reddito operativo (risultato economico dell'area che esprime l'investimento, cioè l'area caratteristica) ed il capitale investito (somma del capitale di rischio e del capitale di credito). Detto ciò la formula è molto semplice:

Reddito Operativo/Capitale investito

Esprime quindi, quanto rende, in percentuale, il capitale investito nell'area caratteristica¹⁷⁰ della gestione da tutti i finanziatori (di rischio e di credito). Si

¹⁶⁸ Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori C., "Indici di Bilancio – Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè Editore 2003.

¹⁷⁰ La Gestione Caratteristica comprende i ricavi ed i costi della gestione tipica dell'impresa, è l'attività volta a realizzare l'oggetto dell'impresa. In primo luogo, si considerano i ricavi per vendite o prestazioni di servizi, ai quali vanno sottratti i costi di produzione e le spese commerciali, amministrative e generali.

limita quindi, a considerare il "ritorno" che la gestione caratteristica dà al

capitale immesso in essa.

ROS (return on sales): questo indice esprime il tasso di "ritorno" dei realizzi

corrispondenti alle vendite, cioè il rendimento percentuale dell'importo

relativo alle vendite effettuate nell'esercizio preso in considerazione. Detto

ciò la formula risulta esssere:

Reddito Operativo/Ricavi di Vendita

Questo indice quindi, serve a dimostrare la redditività delle vendite, cioè

quanto rimane sul prezzo di vendita, dopo aver coperto tutti i costi dell'area

caratteristica¹⁷¹.

CURRENT RATIO (quoziente di disponibilità)¹⁷²: questo indice permette di

confrontare le uscite previste (PC) con le entrate previste + le liquidità

disponibili, tutto ciò prendendo in considerazione il breve periodo.

Detto questo, la formula sarà:

Attività Correnti/Passività Correnti

Nella quale le Attività Correnti sono date da:

AC = MP + LI + LD

Dove:

MP: mezzi propri

LI: liquidità immediate

LD: liquidità differite

171 Idem

¹⁷² Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori C., "Indici di Bilancio – Strumenti per l'analisi della gestione

aziendale", Giuffrè Editore 2003.

146

Questo indice, per essere considerato positivo, deve essere almeno pari a 2 o comunque maggiore di 1, in modo tale da considerare le Attività Correnti maggiori delle Passività Correnti.

- *QUICK RATIO* (*quoziente di tesoreria*)¹⁷³: questo indice esprime il grado di dipendenza del magazzino dall'equilibrio finanziario di breve termine. La formula sarà:

Attività Correnti – Magazzino / Passività Correnti

oppure:

Liquidità Immediate + Liquidità Differite / Passività Correnti

Questo indice ha vari significati se assume il valore di 1, inferiore ad 1 o uguale ad 1.

Maggiore di 1: indica che le liquidità immediate e le liquidità differite sono in grado di estinguere il passivo corrente ed il magazzino è interamente finanziato da mezzi propri e passività consolidate.

Minore di 1: indica che le liquidità immediate e le liquidità differite non sono in grado di estinguere il passivo corrente. Questo infatti, contribuisce al finanziamento delle rimanenze e possono essere estinte solo grazie al ritorno di queste in forma liquida.

<u>Uguale ad 1</u>: quando le liquidità immediate e le liquidità differite sono esattamente uguali al passivo corrente; ovviamente questa ipotesi è puramente teorica.

Secondo quanto detto all'inizio del capitolo, l'obiettivo di questo elaborato è quello di analizzare come gli azionisti di minoranza vengono tutelati, secondo le legislazioni vigenti in ciascun paese, contro l'abuso da parte degli azionisti di minoranza.

.

¹⁷³ Idem

Gli indici che ho utilizzato ed analizzato sono esplicativi di quanto detto in precedenza.

Queste variabili possono essere definite in maniera chiara secondo quanto descritto:

- *Origin*¹⁷⁴: identifica la nazione di provenienza del seller;
- *Sistema Giuridico*¹⁷⁵: identifica l'origine della legge vigente in quel paese; è uguale ad 1 per i paesi Civil Law ed uguale a 0 per i paesi Common Law;
- Government Effectiveness¹⁷⁶: identifica la percezione della qualità dei servizi offerti dal governo, la qualità del servizio e quanto questo dipende dalle pressioni politiche; la qualità della formulazione e attuazione delle politiche e la credibilità dell'impegno del governo nell'attuarle; l'indice varia da 0 (indice negativo) a 0,2 (indice positivo);
- Regulatory Quality¹⁷⁷: identifica la capacità del governo di formulare ed attuare politiche e regolamenti che vadano a promuovere lo sviluppo del settore privato; l'indice varia da 0 (indice negativo) a 0,21 (indice positivo);
- Rule of Law¹⁷⁸: identifica quanto i soggetti rispettano le regole della società in cui vivono, in particolare come la legge riesce a legiferare in determinate materie, diritti di proprietà, criminalità, violenza e così via; l'indice varia da 0 (indice negativo) a 0,17 (indice positivo);
- *Control of Corruption*¹⁷⁹: identifica quanto il governo può essere corrotto e quindi incline a non legiferare liberamente; l'indice varia da 0 (indice positivo) a 0,2 (indice negativo).

 $^{^{174}}$ La Porta R., Lopez de Silanes, Shleifer A., "Law and Finance", Journal of Financial Economics, vol.16, 1998, pagg. 1113 – 1155.

¹⁷⁵ Idem

¹⁷⁶ Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M., " Governance Matters VIII – Aggregate and Individual Governance Indicator 1996 – 2008", The World Bank, Development Research Group, Macroeconomics and Growth Team; 2009.

¹⁷⁷ Idem

¹⁷⁸ Idem

¹⁷⁹ Idem

Questi ultimi quattro indici sono di fondamentale importanza per capire se vi è un forte di applicazione dei principi giuridici e soprattutto un corretto uso di questi¹⁸⁰. Gli altri indici analizzati sono:

- *Anti – Director Index*¹⁸¹: è un indice formato dall'aggregazione dei diritti degli azionisti; l'indice si forma aggiungendo 1 quando:

il paese permette agli azionisti di inviare il loro proxy vote all'impresa;

gli azionisti non sono tenuti a depositare le azioni prima dell'assemblea generale degli azionisti;

quando è permesso il cumulative voting o il proportional representation degli azionisti di minoranza nel consiglio di amministrazione;

quando vi è l'oppressed minority mechanism;

quando la percentuale minima di capitale sociale richiesta affinchè un'azionista possa richiedere l'assemblea straordinaria è inferiore o uguale al 10%;

quando gli azionisti hanno il diritto di opzione;

l'indice può variare da 0 (indice negativo) a 6 (indice positivo). Questo indice misura con quanta forza il sistema legale favorisce gli azionisti di minoranza nel proteggersi contro i manager e contro gli azionisti dominanti durante ad esempio il processo decisionale. Quindi l'obiettivo è quello di dare più potere alla minoranza inserendo nel consiglio di amministrazione i loro rappresentanti.

Oppressed Minority Mechanism¹⁸²: questo indice è uguale ad 1 se il diritto societario o il commercial law del paese concede ai soci di minoranza di contestare le decisioni del management e di monitorare questi, di recedere dalla società, imponendo a questa di acquistare le loro azioni quando questi si oppongono ai dei cambiamenti incisivi ,quali ad esempio fusioni, modifiche allo statuto e così via. L'indice è uguale a 0 nel caso opposto. Gli azionisti di minoranza sono definiti come quegli azionisti che detengono una percentuale uguale o inferiore al 10% del capitale sociale.

182 Idem

¹⁸⁰ La Porta R., Lopez de Silanes, Shleifer A., "Law and Finance", Journal of Financial Economics, vol.16, 1998, pagg. 1113 – 1155.

¹⁸¹ Idem

- *Creditor Rights*¹⁸³: è un indice che si forma aggiungendo diversi diritti dei creditori. L'indice di forma aggiungendo 1 quando:

il paese impone delle restrizioni, come ad esempio il consenso dei creditori o un dividendo minimo quando la società sta per dichiarare il fallimento o la bancarotta:

i creditori garantiti sono in grado di entrare in possesso della loro garanzia quando questa disposizione della società è stata approvata;

nel momento in cui la disposizione è stata approvata, i creditori garantiti saranno i primi ad essere soddisfatti durante le procedure concorsuali;

il debitore non conserva i suoi beni in attesa della sentenza;

L'indice varia da 0 (indice negativo) a 4 (indice positivo).

Le leggi che riguardano la tutela degli investitori soprattutto in materia di fallimento, sono parte dei commercial code nei paesi civil law, mentre sono leggi separate, soprattutto sotto forma di atti, nei paesi common law.

Certamente i diritti dei creditori sono più complessi rispetto ai diritti degli azionisti, per due motivi fondamentali. Prima di tutto perché vi sono diversi tipi di creditori, con interessi diversi, e potrebbe accadere che tutelando una particolare categoria si vadano a ledere i diritti di un'altra.

- Ex-ante Private Control of Self-dealing¹⁸⁴: è un indice composto dalla media di altri cinque indici:

Approval by disinterested shareholders: è uguale ad 1 quando la transazione deve essere approvata dagli azionisti disinteressati, ed è uguale a 0 nel caso opposto;

<u>Disclosures by buyer:</u> è un indice che riguarda tutte le informazioni che l'acquirente deve dare prima che la transazione venga approvata; questo indice varia da 0 ad 1;

-

¹⁸³ Idem

¹⁸⁴ Djankov S., La Porta R., Lopez de Salines F, Shleifer A., "The Law and Economics of Self-Dealing", Journal of Financial Economics, 2008, pagg. 430 – 465.

<u>Disclosures by X:</u> è un indice che riguarda tutto le informazioni che il soggetto X deve dare prima che la transazione venga approvata; questo indice varia da 0 ad 1. È uguale a 0 nel momento in cui non vi è l'obbligo di dare nessun tipo di informazioni, è uguale ad ½ quando vi è la presenza di conflitti di interesse che devono essere resi noti, ed è uguale ad 1 quando tutte le informazioni devono essere rese note;

<u>Independent Review:</u> è uguale ad 1 se la transazione prima di essere approvata ha bisogno di essere supervisionata da esperti finanziari o da una società di revisione, mentre è uguale a 0 nel caso opposto;

Ex ante disclosures: è uguale alla media delle tre variabili precedenti.

- Ex-Post Private Control of Self-dealing¹⁸⁵: è un indice che nasce dalla media di due indici:

<u>Dislosures in periodic filings:</u> è un indice che misura tutte le informazioni rischiste dall'informativa periodica (annual report); questo varia da 0 ad 1, più informazioni ci sono più sarà alto il valore di questo indice;

<u>Ease in Proving Wrongdoing:</u> è un indice che si forma attraverso la media di altri cinque indici:

Standing to sue: è uguale ad 1 se un azionista che detiene il 10% può citare in giudizio coloro che hanno approvato la transazione per i danni che l'impresa ha subito proprio a causa di questa; sarà uguale a 0 nel caso opposto.

Rescission: è un indice che misura la facilità con cui una transazione approvata può essere revocata; è un indice compreso tra lo 0 e l'1. È uguale a 0 quando non è possibile revocare la transazione o è possibile farlo solo quando questa è irragionevole oppure vi è malafede nell'atto; è parti a ½ quando è possibile la revoca nel momento in cui la transazione è oppressiva e danneggia

¹⁸⁵ Idem

l'impresa; ed uguale ad 1 quando la revoca è possibile quando la transazione viene ritenuta ingiusta o comporta un conflitto di interessi;

Ease of holding X civilly liable: è un indice compreso tra 0 ed 1. È uguale a 0 quando il director non è responsabile o lo è solo in caso di malafede, dolo o colpa grave; è uguale a ½ quando il director è stato negligente o influenzato nell'approvazione; ed è uguale a 1 se il director è responsabile del fatto che la transazione sia ingiusta;

Ease of honding the approving body civilly liable: è un indice compreso tra 0 e 1. È uguale a 0 quando i membri del consiglio di approvazione non sono responsabili o lo sono solo quando si tratta di dolo, malafede o colpa grave; è uguale a ½ quando i membri del consiglio di approvazione sono responsabili solo se agiscono per negligenza; ed infine è uguale ad 1 se i membri del consiglio di approvazione sono responsabili nel caso in cui la transazione viene definita ingiusta.

Access to evidence: è un indice compreso tra 0 ed 1.

Vi è ¼ di punto nel caso in cui si presentano queste circostanze:

- 1) Un azionista che possiede almeno il 10% delle azioni può richiedere alla Corte di nominare un ispettore per indagare sugli affari dell'acquirente;
- 2) L'attore può chiedere al convenuto tutti i documenti rilevanti del caso;
- 3) L'attore può interrogare il convenuto senza che la Corte approvi le domande in anticipo;
- 4) L'attore può interrogare le non-parties senza che la Corte approvi le domande in anticipo.

Vi è 1/8 di punto nel caso in cui si presentano queste circostanze:

- L'attore può interrogare l'imputato solo quando le domande sono approvate precedentemente dalla Corte;
- 2) L'attore può interrogare le non-parties, ma le domande richiedono l'approvazione preventiva della Corte.

- *Anti-self dealing Index*¹⁸⁶: è un indice formato dalla media tra l'ex-ante e l'expost private control of self-dealing e varia dallo 0,33 allo 0,66.

Il problema generale, è che non sappiamo quanto queste norme giuridiche vengono applicate nei singoli paesi, e quali effetti queste possono avere.

Gli studiosi infatti concordano sul fatto che alcuni sistemi giuridici di vari paesi sono sufficientemente simili tra di loro, per consentire molte volte di raggrupparle in determinate "famiglie di legge". Tra i criteri che vengono utilizzati vi sono: il background storico e lo sviluppo del sistema giuridico, le gerarchie delle fonti del diritto, ma metodologia di lavoro dei giuristi, le caratteristiche dei concetti giuridici che vengono utilizzati, le istituzioni giuridiche. In base a questo approccio infatti si identificano due tradizioni giuridiche generali¹⁸⁷. Come già analizzato nei capitoli precedenti, sappiamo benissimo che le norme dei vari paesi derivano da due grandi famiglie del diritto, common law, di origine inglese, e civil law, che deriva dal diritto romano. Dico "derivano" appunto, perché poi in base alle esigenze dei singoli paesi ed alle famiglie che nel corso dei secoli hanno governato su questi, ci sono state moltissime revisioni del diritto¹⁸⁸.

Alcuni studiosi comunque sono scettici sul fatto che le norme giuridiche di qualsiasi filone di diritto, vengano rispettate e siano soprattutto vincolanti, in quanto spesso le imprese possono scegliere di modificare queste norme all'interno dei propri statuti. Nella pratica però diventa difficile fare cioè, perché molti investitori potrebbero non accettare dei contratti al di fuori dagli "standard" e soprattutto accade che i giudici potrebbero non riuscire a capirle ed a farle rispettare¹⁸⁹.

¹⁸⁷ Glendon M., Gordon M., Osakwe C., "Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with Special Reference to French, German and English", 1994.

¹⁸⁶ Idem

¹⁸⁸ La Porta R., Lopez de Silanes, Shleifer A., "Law and Finance", Journal of Financial Economics, vol.16, 1998, pagg. 1113 – 1155.

¹⁸⁹ Easterbrook F., Fischel D., "The Economic Strucuture of Corporate Law", Harvard University, 1991.

4.2.2 Results

Analizzando gli indici sopra elencati, alcuni, combinati tra di loro, possono darci delle informazioni molto significative riguardo alla protezione degli azionisti di minoranza nelle operazioni di disinvestimento di ciascun paese analizzato, proprio per vedere quanto e come la singola nazione ha norme a tutela di questa speciale categoria di azionisti.

Le matrici costruite, sono frutto dell'aggregazione del ROI di ciascuna società Seller di ciascun paese, in modo da rendere il più semplice possibile capire il peso di ciascun paese nelle operazioni di disinvestimento, ma anche come questi proteggono gli azionisti, utilizzando gli indici sotto elencati.

Ricordiamo che le operazioni sono avvenute in anni diversi tra di loro, ma comunque sono state cumulate per nazione. Inoltre, sono stati inseriti solo i paesi che grazie alle informazioni ricavate dai database, hanno sostenuto il numero maggiore di operazioni di disinvestimento.

La prime due matrici hanno specifiche variabili combinate tra loro, cioè:

- Anti Director Index, come analizzato nel precedente paragrafo, è formato dall'aggregazione di determinati diritti spettanti agli azionisti. È un indice che varia da 0 (indice negativo) a 6 (indice positivo).
- Rule of Law, come analizzato nel precedente paragrafo, spiega come la legge riesce a dettare norme su determinate materie e come i soggetti rispettano questa. È un indice che varia da 0 (indice negativo) a 0,17 (indice positivo).
- ROI, come analizzato nel precedente paragrafo, misura il rendimento del capitale investito. Non è stato preso in considerazione il ROE in quanto il ROI da una visione più completa ed ampia del capitale investito all'interno della società, mentre il ROE avrebbe dato informazioni solo sul capitale di rischio investito dai soci.

Ci sono due matrici con gli stessi indici, in quanto una è riferita all'anno -1, cioè quello precedente all'operazione, mentre l'altra è riferita all'anno +1, cioè a quello successivo all'operazione. È stato fatto ciò per avere una visione più ampia di come

la partecipazione ad operazioni di disinvestimento in veste di seller, può modificare l'indice di redditività analizzato.

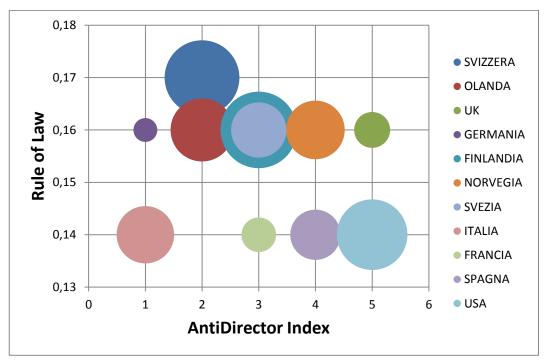


Fig. 20 (Elaborazione Personale). Anti-Director Index, Rule of Law e ROI aggregato di tutte le Società appartenenti a Ciascun Paese (anno -1).

L'anno precedente all'operazione ha visto dei paesi protagonisti principali, sia prendendo in considerazione il ROI, ma anche l'Anti-Director Index ed il Rule of Law.

Gli *USA* hanno il maggior punteggio dell'Anti-Director Index (5), ciò vuol dire un elevata forza del sistema legale che favorisce gli azionisti di minoranza nel proteggersi contro i manager e contro gli azionisti di maggioranza, ma il minor punteggio del Rule Of Law (0,14), che sta a significare il fatto che spesso questo sistema di leggi non viene rispettato in pieno.

La *Svizzera*, ha un basso punteggio dell'Anti-Director Index (2), che sta a significare il fatto che non ha un forte sistema legale che protegge gli azionisti di minoranza contro il management e gli azionisti di controllo, ma è l'unico paese ad avere il più elevato punteggio di Rule of Law (0,17), ciò vuol dire che però il sistema legale a tutela della minoranza è attuato in pieno.

L'*Italia* ha il più basso punteggio di entrambi gli indici, Anti-Director Index (1) e Rule of Law (0,14), il che sta a significare che il nostro paese ha un debole sistema legale a protezione degli azionisti di minoranza, e difficilmente questo viene attuato in pieno.

Il *Regno Unito* può essere definito come la nazione eccellente, in quanto è il paese che ha un buon legame tra i due indici, Anti-Director Index pari a 5 ed il Rule Of Law pari a 0,16, quindi un quasi ottimo sistema a tutela della minoranza, ed un'attuazione di questo quasi eccellente.

Analizzando ora la matrice dell'anno +1, cioè dell'anno successivo al disinvestimento ciò che muta non sono gli indici sugli assi, in quanto rimangono invariati, ma ciò che varia è il ROI.

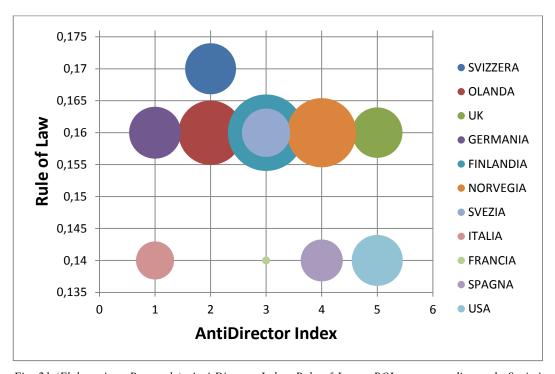


Fig. 21 (Elaborazione Personale). Anti-Director Index, Rule of Law e ROI aggregato di tutte le Società appartenenti a Ciascun Paese (anno +1).

Molti ROI hanno subito degli aumenti, come in Germania e UK, altri sono rimasti pressoché invariati, mentre altri hanno subito una notevole riduzione, come quello dell'Italia, ma soprattutto della Francia.

Le due matrici successive sono la combinazione di tre indici:

 Creditor Rights, come analizzato nel paragrafo precedente, misura i diritti dei creditori per tutelarsi contro il management e contro gli azionisti di maggioranza; oscilla tra lo 0 (indice negativo) ed il 4 (indice positivo).

- Anti-Self Dealing Index, come analizzato in precedenza, misura tutte le azioni che possono essere attuate per attenuare o eliminare le possibili situazioni di comportamento opportunistico da parte del management e degli azionisti di controllo; oscilla tra lo 0,33 e lo 0,66.
- ROI, come analizzato nel precedente paragrafo, misura il rendimento del capitale investito. Non è stato preso in considerazione il ROE in quanto il ROI da una visione più completa ed ampia del capitale investito all'interno della società, mentre il ROE avrebbe dato informazioni solo sul capitale di rischio investito dai soci.

Anche in questo caso vi sono due matrici con gli stessi indici, in quanto una è riferita all'anno -1, cioè quello precedente all'operazione, mentre l'altra è riferita all'anno +1, cioè a quello successivo all'operazione. È stato fatto ciò per avere una visione più ampia di come la partecipazione ad operazioni di disinvestimento in veste di seller, può modificare l'indice di redditività analizzato.

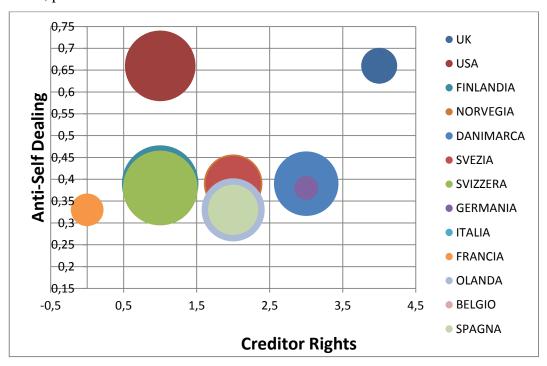


Fig. 22 (Elaborazione Personale). Creditor Rights, Anti.Self Dealing Index e ROI aggregato di tutte le Società appartenenti a Ciascun Paese (anno -1).

Grazie a questa matrice, si può osservare come in ciascun paese vi sono norme più o meno forti a tutela dei creditori e come queste sono correlate alle operazioni per eliminare, o comunque attenuare, comportamenti opportunistici.

Il *Regno Unito*, è il paese con il più elevato Creditor Rights (4) ed il più elevato Anti-Self Dealing Index (0,66), ciò vuol dire che tutela nel miglior modo possibile i creditori delle società e che attua un piano ben definito riguardante la protezione contro comportamenti opportunistici da parte del management e degli azionisti di controllo.

La *Francia* è il paese con uno degli indici più bassi in assoluto, se non nullo, l' Anti-Self Dealing Index (0,33) nella media, mentre il Creditor Rights pari a 0 sta a significare il fatto che non ha nessun sistema di tutela dei creditori.

L'*Italia*, non appare nella matrice in quanto ha un bassa protezione dei creditori, il Creditor Rights è pari ad 1, ed un Anti-Self Dealing Index pari a 0,33, ma il ROI è molto basso del 6,31, quindi risulta coperto dai dati della Svizzera con un ROI pari a 10, 31.

Gli *USA* come il Regno Unito, hanno il più elevato Anti-Self Dealing Index (0,66), ma un livello di Creditor Rights pari a quello dell'Italia (1).

Analizzando ora la matrice dell'anno +1, cioè dell'anno successivo al disinvestimento ciò che muta non sono gli indici sugli assi, in quanto rimangono invariati, ma ciò che varia è il ROI.

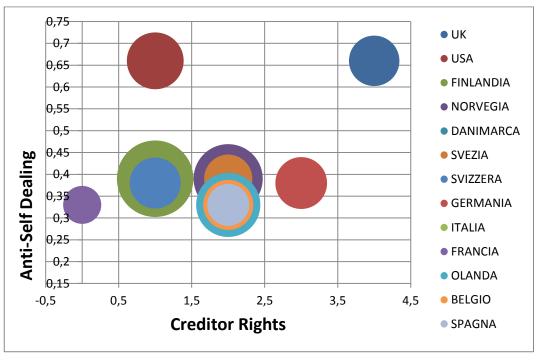


Fig. 23 (Elaborazione Personale). Creditor Rights, Anti. Self Dealing Index e ROI aggregato di tutte le Società appartenenti a Ciascun Paese (anno +1).

Gli indici sugli assi rimangono invariati, ma si possono analizzare delle modifiche che vengono riportate riguardo al ROI.

L'*Italia*, precedentemente coperta dai dati della *Svizzera*, ora ha invertito il suo ruolo, ha un ROI più elevato rispetto all'anno precedente all'operazione.

La *Germania* ha coperto totalmente la *Danimarca*, invertendo la situazione raffigurata nella matrice precedente (fig.22).

Il *Belgio*, precedentemente offuscato da *Olanda*, *Spagna*, *Svezia* e *Norvegia* (vedi fig.22) ha avuto un aumento notevole del ROI.

Questa analisi affrontata in questo capitolo, ha come fine il capire in che modo e con quale intensità, i diversi paesi affrontano il problema di agenzia, che sia il primo o il secondo problema, e con che misure e con quale forza cercano di porvi rimedio. Quanto detto e quanto descritto in precedenza, fa sì che ci siano delle conclusioni abbastanza ovvie e facilmente deducibili: i paesi Common Law, quali Regno Unito e USA, adottano norme che fanno sì che gli azionisti di minoranza e/o i creditori abbiano una maggiore protezione contro gli abusi di comportamenti opportunistici da parte del management e soprattutto da parte degli azionisti di controllo; mentre i paesi Civil Law sono ancora lontani dal formulare ed attuare un buon sistema di leggi che vada a tutelare la minoranza e/o i creditori.

CONCLUSIONI

Questo elaborato ha analizzato come negli ultimi anni, prendendo in considerazione circa un trentennio, le strategie che sono state attuate dalle imprese, sono state per la maggior parte strategie di disinvestimento.

Con il passare degli anni, gli studi empirici hanno modificato il significato della parola "disinvestimento"; in passato era considerata come una strategia posta in essere per porre rimedio a degli errori decisionali dell'impresa, come ad esempio acquisizioni non andate a buon fine, oppure unità di business in underperforming, cioè che non davano i risultati sperati indentificati nel progetto iniziale, oggi invece ha tutt'altro significato. Oggi un'impresa che disinveste non intraprende questa strada perché è spinta solo ed esclusivamente dal correggere degli errori anzi, potrebbe scegliere questa strategia perché ad esempio vuole far crescere il suo core business, ciò vuol dire che vuole eliminare tutti gli assets che non ne fanno parte, oppure cerca di sfruttare nuove opportunità di mercato, vuole cercare di focalizzarsi su migliori competenze e così via. In poche parole, il disinvestimento oggi è concepito come uno strumento di crescita o di riposizionamento dell'impresa, ma anche come una spinta verso la creazione di nuove entità imprenditoriali.

Certamente è stato analizzato che la scelta di disinvestire non è semplice, si devono fare in conti con tutto ciò che è l'ambiente interno ed esterno all'impresa, quindi gli antencedents al processo di disinvestimento; il processo stesso, soprattutto tenendo in considerazione che è molto difficile sceglierne la modalità, in quanto ciascuna di esse, spin-off, sell-off ed equity carve-out comportano diversi costi e diverse conseguenze; soprattutto è importante capire come le entità più importanti della società quali, la Corporate Governance, i Blockholders, il Consiglio di Amministrazione, gli Outsiders e gli Insiders Owners, possono monitorare le strategie di disinvestimento e soprattutto capire quanto questa scelta è presa per perseguire gli interessi della società e non del management o dei singoli azionisti di maggioranza; ed infine gli outcomes, cioè le conseguenze che questa scelta avrà sul complesso societario anche in termini di performance.

È stato analizzato che le teorie su cui la letteratura basa la scelta del disinvestimento sono la teoria dei costi di transazione e la teoria dell'agenzia.

Questo elaborato si è focalizzato soprattutto su questa seconda teoria, analizzando le cause e le conseguenze del primo e del secondo problema di agenzia.

Come analizzato, il primo problema di agenzia (azionisti vs manager) è stato ampiamente studiato dalla letteratura, e si è concluso che questo è caratteristico delle società anglosassoni con un azionariato diffuso, dove gli azionisti hanno un potere molto limitato nel controllo del management e soprattutto sul monitorare le sue decisioni; il secondo problema di agenzia (azionisti di maggioranza vs azionisti di minoranza) invece, ha attirato l'attenzione degli studiosi in un periodo più recente rispetto agli studi sul primo problema, e si è appurato che questo sarà presente soprattutto in quelle società a proprietà concentrata, caratteristica delle entità societarie europee, dove vi sono pochi azionisti di maggioranza che detengono la maggior parte del capitale sociale sotto forma di azioni, e che quindi hanno un forte potere all'interno della società, il che potrebbe comportare un uso abusivo di questo a danno della minoranza degli azionisti.

Come analizzato, si sta cercando di porre rimedio soprattutto a questo secondo problema di agenzia, che vede scontrarsi due categorie di soci che hanno gli stessi diritti e che dovrebbero avere gli stessi doveri, dico "dovrebbero" perché l'obiettivo principale dovrebbe essere quello di fare delle scelte perseguendo l'interesse della società, cosa che però a volte non accade, in quanto si preferisce perseguire interessi personali anziché collettivi.

L'Unione Europea infatti, si è mobilitata per cercare di diminuire questo problema, grazie allo IAS 24, inserendo dei principi sulle Operazioni con Parti Correlate e sulla nomina degli amministratori all'interno del Consiglio di Amministrazione, cercando di inserire il più possibile degli Amministratori Indipendenti ed amministratori eletti dalla minoranza degli azionisti, che, come si è analizzato, molti paesi dell'UE stanno cercando di inserire all'interno del proprio sistema giuridico.

L'obiettivo centrale di questo elaborato comunque, è quello di capire come gli azionisti di minoranza vengono protetti in ciascun paese, analizzando le operazioni di disinvestimento che hanno visto come protagonisti Seller di nazionalità diverse. Analizzando i dati finanziari dei seller protagonisti delle operazioni di disinvestimento avvenute in Europa dal 1993 al 2012, e confrontando i principali indici che tutelano gli azionisti di minoranza nei diversi paesi oggetto di studio, prendendo in considerazione tutti i limiti dell'analisi quantitativa, si può affermare

che i paesi Common Law, quali Regno Unito e USA, hanno un sistema giuridico che protegge gli azionisti di minoranza e/o i creditori contro gli abusi di comportamenti opportunistici da parte del management e soprattutto da parte degli azionisti di controllo; mentre i paesi Civil Law sono ancora lontani dal formulare ed attuare un buon sistema di leggi che vada a tutelare la minoranza e/o i creditori.

BIBLIOGRAFIA

Accettulli A., "Elementi di Corporate Governance".

Bainbridge S., "Director Primacy and Shareholder Disempowerment", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1735 – 1758.

Baysinger B, Hoskisson R., 1990, "Board Composition and Strategic Control: The Effect on Corporate Strategy", Academy of Management Review, Vol. 15, pagg. 72-87.

Baysinger B., Butler H., 1985, "Corporate Governance and Board Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition; The Journal of Law, Economics and Organizations, Vol.1, pagg. 101-124.

Bebchuck L., "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", John M. Olin Center for Law Working Paper n. 260, 1999. Bebchuk, L. 1999.

Bebchur La., "Letting Shareholders set the rules", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1784 – 1813.

Bebchur La., Cohen A., "The Cost of Entrenched Boards", Journal of Finance Economics, 2005, pagg. 409 – 433.

Bergh D., Johnson R., Dewitt R., "Restructuring Through Spin-Off or Sell-Off: Transforming Information Asymmetry Into Financial Gain", Strategic Management Journal, 2008, Vol.29, pagg. 133-148.

Bethel J., Liebeskind J., "The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", Strategic Manangement Journal, vol. 14, 1993, pagg. 15-31.

Bhagat S., Romano E., "Event Studies and the Law: Technique and Corporate Litigation", American Law and Economics Review, 2002, pagg. 141 – 167.

Borde S., Madura J., Akhigbe A., "Valutation Effects of Foreign Divestitures", Managerial and Decision Economics, vol. 19, pagg. 71-79.

Brauer M., 2006, "What Have We Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda", Journal of Management, pagg. 751-785.

Browman E.H., Singh H., Useem M., Bhadury R., "When Does Restructuring Improve Economic Performance?", California Management Review, vol. 41, 1999, pagg. 33 – 54.

Campbell J., Campbell T., Sirmon D., Bierman L., Tuggle C., "Shareholder Infulence Over Director Nomination Via Proxy Access: Implication For Agency

Conflict and Stakeholder Value"; Strategic Management Journal, 2012, pagg. 1431 – 1451.

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori C., "Indici di Bilancio – Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè Editore 2003.

Cho M.H., Cohen M.A., "The Economic Causes And Consequences of Corporate Divesiture", Managerial and Decision Economics, vol. 18, 1997, pagg. 367 – 364.

Chi-Nien Chung, Xiaowei Luo "Institutional Logics or Agency Costs: The Influence of Corporate Governance Models on Business Group Restructuring in Emerging Economies", Organization Science, 2008, vol. 19, n.5, pagg. 766 – 784.

Chen Y., Young M.N., "Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Prospective", Asia Pac J Manag, 2010, pagg. 524 – 539.

Chiarlone S., Ferri G., "Se il Brutto Anatroccolo Diventa un Cigno".

Coase R. "The Problem of Social Cost", Journal of Law and Economics, 1960.

Dalton DR., Hitt MA., Certo ST., Dalton CM., "The Fundalmental Agency Problem and Its Mitigation", Academy of Management Annals, pagg. 1 -64.

Decker C., Mellewigt T, "Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?", Academy of Management, pagg. 41-55.

Della Porta A., "Introduzione alla Corporate Governance: un Confronto tra Teorie e Modelli".

Denis D., McConnel J., "International Corporate Governance", Journal of Finance and Quantitative Analysis, vol. 38, 2003, pagg. 1 – 36.

Dick A., Zingales L., "Private Benefits of Control: An International Comparison", The Journal of Finance, 2004, vol. LIX, n. 2, pagg. 537 – 600.

Djankov S., La Porta R., Lopez de Salines F, Shleifer A., "The Law and Economics of Self-Dealing", Journal of Financial Economics, 2008, pagg. 430 – 465.

Dobbin F., "The New Economic Sociology", Princenton, NJ, Princenton University, 2004.

Donaldson T.L., Preston E., "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", Academic Management Review, vol.20, 1995, pagg. 65-91.

Dranikoff L., Koller T., Schneider A., "Divestiture: Strategy's Missing Link", Harvard Business Review, 2002, pagg. 74-83.

Durnev A., Kim E., "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", Journal of Finance, vol. 60, 2005, pagg. 1461 – 1493.

Easterbrook F., Fischel D., "The Economic Strucuture of Corporate Law", Harvard University, 1991.

Eisenhardt K., "Agency Theory: An Assessment and Review", Academy of Management Review, 1984, pagg. 57 – 68.

Enriques L., Volpin P., "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, n. 1, 2007, pagg. 117 – 140.

Fama E., Jensen M., "Agency Problem and Residual Claims", Journal of Law and Economics, 1983, Vol. 26, No.2, pagg. 327-349.

Filatotchev I., Allcock D. K., "Executive Incentive Schemes in Initial Public Offering: The effects of Multiple Agecy Conflict and Corporate Governance", Journal of Management, vol. 36, 2010, pagg. 663 – 686.

Frost C. A., Gordon E., Hayes A., "Stock Exchange Disclosures and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges", Journal of Accounting Research, vol. 44, 2006, pagg. 437 – 483.

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

Glendon M., Gordon M., Osakwe C., "Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with Special Reference to French, German and English", 1994.

Haleblian J., 2009, "Taking Stock of What We Know About Merger and Acquisitions: A Review and Research Agenda", Journal of Management, pagg. 469-502.

Haynes M., Thompson S., Wright M., "The Impact of Divestment of Firm Performance Empirical Evidence From a Panel of UK Companies", The Journal of Industrial Economics", Vol. L, 2002, pagg. 173 – 190.

Hoskisson R., Johnson R., Moesel D., 1994, "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance; Academic of Management Journal, Vol.37, No. 5, pagg. 1207-1251.

Hoskisson R., Turk T., 1990, "Corporate restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market; Academic of Management Review,, Vol. 15, No. 3, pagg. 459-477.

Ibanez M., "Executive pay: the Latin Way", World at Work Journal, 2005, pagg. 72 – 91.

Irlenbusch B., Sliwka D., "Trasparency and Reciprocal Behavior in Employment Relations", Journal of Economic Behavior and Organization, 2005, pagg. 383 – 403.

Jacobson C., House R.J., "Dynamics of Charismatic Leadership: a Process Theory, Simulation Model, and Tests", Leadership Quarterly, 2001, pagg. 75 – 112.

Jain P., "The Effect of Volutary Sell-Off Announcements on Shareholde Wealth", Journal of Finance, 40, pagg. 209 – 224.

Jara-Bertin M., Lopez-Iturriaga F., Lopez-de-Foronda O., "The Contest to the Control in European Family Firms: How Others Shareholders Affect Firm Value", The Authors Journal Compilation, 2008, vol. 16, n.3, pagg. 156 – 159.

Jensen M., Meckling W., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, 1976, pagg. 305-360.

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

Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., "Tunnelling", Harvard Institute of Economic Research, January 2000, pagg. 2-13.

Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M., "Governance Matters VIII – Aggregate and Individual Governance Indicator 1996 – 2008", The World Bank, Development Research Group, Macroeconomics and Growth Team; 2009.

Kovacs V., "Corporate Spit-Off comparison of the USA and German Models", pagg. 1 - 49.

Krishnaswami S., Subramaniam V., "Information Asymmetry, Valuation and the Corporate Spin-off Decision", Journal of Financial Economics, 1999, Vol.53, No.1 pagg. 73-112

La Porta R., Lopez de Salines F., Shleifer A., "Investor Protection and Corporate Valuation", Journal of Finance, vol. 57, 2002, pagg. 1147 – 1170.

La Porta R., Lopez de Silanes, Shleifer A., "Law and Finance", Journal of Financial Economics, vol.16, 1998, pagg. 1113 – 1155.

Lee D., Madhavan R., "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis", Journal of Management, 2010, Vol. 36, No 6, pagg. 1345-1371.

Love I., "Corporate Governance and Performance Around the World: What Know and What WE Don't", The Word Bank Observer, 2010.

Lovejoy F., "Divestment for Profit", Financial Executives Research Foundation, 1971.

McGahan A., Villalonga B., "Does the Value Generated by Acquisitions, Alliances and Divestitures", Working Paper, Harvard Business School, Boston, 2003.

Menjucq M., 2005, "The Company Law Reform in France", Rabels Zeitschrift für auslandisches und internazionales Privatrech, 69 (4), pagg. 698 – 711.

Miles, J. A., Rosenfeld, J. D., "The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth", The Journal of Finance, 1983, pagg. 1597-1606.

Montgomery C., Thomas A., "Divestment: Motives and Gains", Strategic Management Journal, vol. 9, 1988, pagg. 93 – 97.

Moschieri C., Mair J., "Adapting for Innovation: Including Divestitures in the Debate", Long Range Planning 44 (2011), pagg. 4 – 25.

Moschieri C., Mair J., "Research on Corporate Unbundling: the Missing Links".

Mulherin J., Boone A, "Comparing Acquisitions and Divestitures", Journal of Corporate Finance 6 (2000), pagg. 117 – 139.

Nees D., "Increase your Divestiment Effectiveness", Strategic Management Journal, vol. 5, 1981, pagg. 119 – 130.

Otsubo M., "Gains from Equity cave-outs and Subsequent Events", Journal of Business Research n°62, 2009, pagg. 1207 – 1213.

Owen S., Shi L., Yawson A., 2010, "Divestiture, Wealth Effects and Corporate Governance", Accounting and Finance, pagg. 389-415

Penrose E., "The Theory of the Growth of the firm", Oxford, England: Blackwell.

Peruffo E., Oriani R., Folta T., "How Dominant Owner Opportunism Influences Divestiture Returns Across Different Institutional Contexts".

Porter M., "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", Harvard Business School.

Porter M., "Interbrand Choice, Strategy, and Bilateral Market Power", Harvard Economics Studies.

Renders A., Gaeremynck A., "Corporate Governance, Principal – Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies", Corporate Governance: an International Review, 2012, pagg. 125 – 143.

Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part I, Chapter 1 – Implementing the OECD Principles of Corporate Governance in Diverse Institutional and Legal Conditions", pagg. 17 – 32.

Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part II, Chapter 4 – The Netherlands: Review of Board Nomination and Election Practices", pagg. 69 – 85.

Report dell'OECD, "Board Member Nomination and Election", Part II, Chapter 4 – United States of America: Review of Board Nomination and Election Practices" pagg. 87 – 111.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", part I, Chapter 1 – Managing Related Party Transactions: A Review of Practices, pagg. 19 – 46.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 2 – Belgium: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Right, pagg. 49 – 60.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 3 – France: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 61 – 74.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 4 – India: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, pagg. 75 – 91.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 5 – Israel: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 93 – 105.

Report dell'OECD, "Related Party Transactions and Shareholders Minority Rights", Part II, Chapter 6 – Italy: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights, pagg. 107 – 118.

Roe, Mark J, 2003, "Delaware's Competition", Harvard Law Review, 88(2): 559 – 86.

Schwenk C., "Cognitive Simplification Processes in Strategy Decision Making: Insight from Behavioral Decision Theory and Cognitive Psychology", 1984.

Shleifer A., Vishny R., "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance, 1997, pagg.737 – 783.

Shirur S., Vikalpa, "Tunneling vs Agency Effect: A Case Study of Enron and Satyam2011, Vol. 36, n.3, pagg. 9 – 20.

Strine Le., "Toward and True Corporate Republic: a Traditionalist Response to Bebchur's Solution for Improving Corporate America", Harvard Law Review, 2006, pagg. 1759 – 1783.

Sundram A.K., Inkepen A.C., "The Corporate Objective Revisited", Organ. Sci, 2004, pagg. 350 – 363.

Treacy M., Wiersema F., "Discipline of the Market Makers".

Tuggle CS., Schnatterly K., Johnson R., "Attention patterns in the boardroom: How board Composition and Process Affect Discussion of Entrepreneurial Issue", Academy of Management Journal, 2010, pagg. 550 – 571.

Walsh J.P., "Doing or Deal: Merger and Acquisition Negotiation and their Impact Upon Target Company Top Management Turnover", Strategic Management Journal, pagg. 307 – 322.

Werder Alex v., 2011, "Corporate Governance and Stakeholders Opportunism", Organization Science, Vol.22, No.5, pagg. 1345-1358

Wiseman R.M., Cuevas-Rodriguez G., e Gomez-Mejia L., "Towards a Social Theory of Agency", Journal of Management Studies 49:1, January 2012, pagg. 202 – 222.

SITOGRAFIA

www.centrostudifinanza.it

 $\underline{www.corporategovernancecommittee.be}$

www.ilsole24ore.com

www.key4biz.it

www.prstelor.eu