

**Luigi Lepore**

**CORPORATE GOVERNANCE  
E SHAREHOLDER PROTECTION**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Luigi Lepore**

**CORPORATE GOVERNANCE  
E SHAREHOLDER PROTECTION**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2017 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

*Alla mia famiglia*

*Tra le altre cose, gli ho detto – raccontò l'arrestato – che qualsiasi potere rappresenta una forma di violenza sugli uomini, e che arriverà il giorno in cui non esisterà più né il potere dei cesari, né qualsiasi altra forma di potere. L'uomo entrerà nel regno della verità e della giustizia, dove non sarà più necessario alcun potere...*

*Il maestro e Margherita* (1966),  
di Michail Afanas'evič Bulgakov (1891-1940),  
scrittore e drammaturgo russo.  
Cap. 2, traduzione di Prina M.S. (2005) Mondadori

# INDICE

<b>Prefazione</b>	pag.	13
<b>Introduzione</b>	»	17
<b>1. Corporate governance, ownership structure e performance</b> , di <i>Luigi Lepore</i>	»	21
1.1. La corporate governance e il valore	»	21
1.1.1. La corporate governance interna	»	26
1.1.2. La corporate governance istituzionale	»	31
1.2. La separazione fra la proprietà e il controllo e i conflitti di agenzia	»	36
1.2.1. Le ipotesi di monitoraggio e di espropriazione nella ricerca empirica	»	39
1.2.2. Il ruolo della proprietà familiare, dello Stato e degli azionisti finanziari dominanti	»	44
1.3. La <i>Institutional based view</i> e la protezione degli investitori negli studi sulla <i>corporate ownership</i>	»	47
<b>2. La protezione degli investitori e il ruolo dei sistemi giudiziari</b> , di <i>Luigi Lepore</i>	»	52
2.1. Il ruolo dei sistemi giudiziari	»	52
2.2. Il sistema giudiziario nella prospettiva dell'economia delle aziende pubbliche	»	54
2.3. L'efficienza dei sistemi giudiziari e la corporate governance	»	60
2.3.1. La protezione degli investitori de jure e de facto	»	63
2.3.2. Un'analisi della letteratura	»	69

<b>3. La protezione degli investitori nei sistemi giudiziari europei</b> , di <i>Luigi Lepore</i>	pag.	78
3.1. Le performance dei sistemi giudiziari europei e la protezione degli investitori	»	78
3.2. Il <i>Clearance Rate</i> nei Paesi europei	»	81
3.3. Il <i>Disposition Time</i> nei Paesi europei	»	84
3.4. Un quadro generale dell'efficienza dei sistemi giudiziari	»	87
<b>4. Un modello di ricerca per lo studio dell'effetto di moderazione della <i>shareholder preotection</i></b> , di <i>Luigi Lepore</i>	»	97
4.1. L'obiettivo della ricerca	»	97
4.2. Le ipotesi di ricerca	»	102
4.3. La metodologia della ricerca	»	108
4.3.1. Il campione analizzato e la raccolta dei dati	»	108
4.3.2. Le variabili del modello	»	108
4.3.2.1. Le variabili dipendenti	»	109
4.3.2.2. Le variabili indipendenti e le variabili di moderazione	»	109
4.3.2.3. Le variabili di controllo <i>firm-specific</i> e <i>country-specific</i>	»	113
4.3.2.4. Le variabili di <i>shareholder identity</i>	»	114
4.4. Il modello empirico di ricerca	»	117
<b>5. La relazione fra concentrazione proprietaria, protezione degli azionisti e valore dell'impresa: l'analisi dei risultati</b> , di <i>Luigi Lepore</i>	»	120
5.1. I risultati empirici	»	120
5.1.1. Le statistiche descrittive	»	120
5.2. L'analisi di regressione	»	126
5.2.1. Le imprese familiari e non familiari	»	138
5.2.2. Le imprese con un <i>Dominant Financial Shareholder</i>	»	153
5.2.3. Le imprese pubbliche	»	157
5.2.4. Le analisi sulle opportunità di collusione	»	162
5.3. Ulteriori analisi e controllo della robustezza dei risultati	»	167
<b>6. La governance dell'azienda pubblica</b> , di <i>Loris Landriani</i>	»	177
6.1. Introduzione	»	177
6.2. Le dimensioni della <i>governance</i> nelle aziende pubbliche	»	179
6.3. Soggetto economico e <i>stakeholders</i> nelle aziende pubbliche	»	186

6.4. L'orientamento strategico nelle aziende pubbliche	pag.	190
6.5. Il controllo nelle aziende pubbliche	»	194
6.6. Un possibile modello di <i>governance</i>	»	201
6.7. Il caso ABC Napoli	»	204
<b>Conclusioni</b>	»	215
<b>Bibliografia</b>	»	223



Desidero ringraziare il Professor Federico Alvino per aver stimolato in me l'interesse per lo studio di questa tematica, offrendomi supporto e confronto, nonché gli altri colleghi con cui ho avuto modo di scambiare idee e condurre lunghe riflessioni in questi anni. Sono profondamente grato, inoltre, al Prof. Marco Trombetta della *IE Business School* di Madrid per i preziosi suggerimenti offerti durante il periodo di Visiting e, per lo stesso motivo, al Prof. Brian Ostrom dell'*Institute for Court Management* del *National Center for State Courts* in Virginia (Usa). In fine, un ringraziamento va anche ai reviewer anonimi che in questi anni hanno apportato un contributo essenziale ai lavori di ricerca svolti dal sottoscritto sulle tematiche affrontate in questo lavoro. Ringrazio inoltre il Prof. Stefano Pozzoli con cui ho l'onore di confrontarmi sui temi del settore pubblico da diversi anni. Resta ferma ovviamente la mia esclusiva responsabilità per imprecisioni o lacune che possono essere presenti nell'elaborato.



## PREFAZIONE

Il tema della *corporate governance* è centrale per la comprensione delle “condizioni di esistenza e delle manifestazioni di vita” delle aziende.

Ogni studioso di economia aziendale non può trascurare i profondi legami che intercorrono tra le attività e le operazioni che l’azienda compie ogni giorno e l’origine profonda da cui queste prendono vita, la motivazione di fondo, le cause determinanti. Anzi, probabilmente, proprio la visione unitaria, tipica della nostra disciplina, riesce a comprendere a pieno tali dinamiche, osservando come il governo dell’azienda ne influenzi l’organizzazione, la gestione e la rilevazione.

Governo, in tal senso, non è la traduzione di *corporate governance*: semmai questa ne è la realizzazione fattuale.

Le aziende, pur accomunate dalle finalità complessive, si distinguono proprio in base alle concrete modalità di governo e ciò rimanda dunque all’analisi dei soggetti che esercitano tale ruolo in azienda, siano essi intesi in ottica individuale, il soggetto economico, o complessiva, gli *stakeholder*.

La *corporate governance* diviene allora la sintesi dell’equilibrio aziendale, in cui si manifestano e si compensano, in una prospettiva di attesa-ricompensa o di soddisfazione-consenso, gli interessi degli attori sociali. Essa si compone dunque di regole, prassi, meccanismi, tutele, controlli, valutazioni al fine di determinare una condizione di successo per l’azienda.

Con evidenza, quindi, si tratta di un tema complesso, certamente classico nella dottrina almeno inteso come anzianità, ma al contempo sempre moderno e aperto. Altresì, le problematiche di *governance*, pur sviluppatesi nel contesto della grande impresa in cui la separazione tra proprietà e controllo ne costituisce il requisito fondamentale, trovano oggi sempre più spazio in tutte le altre categorie di aziende: pubbliche, familiari, *non profit*.

Restano le tematiche generali, tra queste ad esempio le asimmetrie informative, il conflitto di agenzia, la creazione e la distribuzione del valore, la disclosure, che vanno rese peculiari ed adattate ai diversi contesti empirici. In questo senso, non appare di secondaria importanza il tema degli assetti proprietari dell'azienda che influenzandone primariamente (ma non esclusivamente) le modalità di governo, ne determina, unitamente alle altre leve della corporate governance, l'assetto istituzionale.

Non solo l'attualità è la caratteristica saliente della *corporate governance*, bensì, si ritiene, la trasversalità.

È noto, infatti, che sono diverse le discipline scientifiche che si occupano di tale tematica, dall'economia generale, alle scienze socio-politologiche ed *in primis* il diritto. Proprio in questo snodo nasce il contributo ed il lavoro del tutto originale del Prof. Luigi Lepore.

L'autore approfondisce l'argomento della protezione degli investitori (*shareholders protection*), associando, di fatto, la questione giuridica della tutela degli interessi legittimi dei portatori di capitale di rischio, alle dinamiche gestionali e di *corporate governance* dell'azienda. Tale legame prevede uno snodo centrale: l'efficienza dei sistemi giudiziari. In effetti, come già richiamato in letteratura, la valutazione di un sistema giudiziario inteso in senso ampio, ovvero considerando, come in ottica aziendale, la risposta al bisogno di giustizia che caratterizza una comunità, è stata tradizionalmente utilizzata per comprendere le scelte di investimento degli azionisti.

Si tratta di un meccanismo di *governance* esterno o istituzionale, quindi da assumersi al di fuori dell'azienda, ma al contempo decisivo per le *performance* dell'azienda, in grado, ovvero, di influenzarne le principali scelte economiche.

Il tentativo, riuscito, del presente lavoro, in tal senso, è quello di interiorizzare il funzionamento, o meno, di un sistema giudiziario rispetto ai meccanismi di *governance* dell'azienda. Questi si pongono come contrappeso alle mancate tutele che la legge offre agli investitori.

La "lente" aziendale è dunque in primo luogo utilizzata proprio per esaminare i sistemi giudiziari, segnando, in questo caso, un primo tentativo di colmare un vuoto negli studi.

Può dirsi che il processo di aziendalizzazione della pubblica amministrazione, avviato nel nostro paese ormai oltre venticinque anni fa, abbia contribuito ad innovare, nella direzione di efficienza, efficacia ed economicità le modalità gestionali di enti ed istituti pubblici, contribuendo alla riduzione degli sprechi ed all'incremento della soddisfazione dei cittadini. Di pari passo gli studi economico-aziendali hanno caratterizzato tali aziende, raggiungendo significativi risultati in termini qualitativi e quantitativi. Lo stesso

non può dirsi però per tutti i comparti della sfera pubblica, tra cui appunto il sistema giudiziario.

Tradizionalmente si è trattato di un campo sempre ostico e restìo ai cambiamenti, nonché all'implementazione di una logica aziendale. Solo di recente alcune riforme, che hanno attraversato anche quest'ambito, hanno introdotto tematiche quali autonomia, governo, controllo, valutazione delle *performance*, budget nei Tribunali, negli istituti di correzione e così via, stimolando quindi i primi studi.

In questa direzione, sulla scorta di *database* informativi sullo "stato di salute", a livello mondiale, dei sistemi giudiziari, l'Autore ha impiegato alcuni di questi indicatori per ipotizzare legami con il comportamento da un lato degli assetti proprietari delle aziende, dall'altro delle *performance* delle stesse.

Lo studio si è dunque soffermato sulla definizione di tali variabili, considerando ed approfondendo le caratteristiche dei diversi sistemi giudiziari esistenti e le molteplici configurazioni azionarie delle aziende, il tutto nel contesto empirico dei principali paesi europei. La metodologia in questione si ritiene uno dei principali punti di forza di questa monografia.

Per contribuire, anche minimamente, all'avanzamento delle conoscenze in un campo così già ampiamente tracciato, il supporto di una robusta strumentazione statistica appare quanto mai necessario.

Non a caso, il principale contributo innovativo è proprio aver evidenziato come l'efficienza del sistema giudiziario, misurata rispetto alla tutela offerta all'azionista, sia la variabile moderatrice della relazione tra *governance*, riferita agli assetti proprietari e le *performance*, riferite al valore di Borsa.

Con tutta evidenza si tratta solo di un primo risultato, che contribuisce però ad aprire una serie di future ricerche che l'Autore sembra già tracciare sia con riguardo al metodo, ad esempio riferite all'utilizzo di indicatori diversi per la valutazione dei sistemi giudiziari, che al contesto empirico, con riferimento quindi alle peculiarità delle relazioni esaminate nelle aziende pubbliche.

Prof. *Federico Alvino*  
Ordinario  
di Economia Aziendale  
Università degli Studi  
di Napoli Parthenope



## INTRODUZIONE

Nell'ultimo decennio la ricerca accademica in materia di corporate governance si è concentrata in modo sempre più ampio e influente sulla questione relativa al ruolo esercitato da diverse variabili esterne, ossia legate al contesto nel quale le imprese operano, nell'influenzare i meccanismi di governance interni e nel condizionare conseguentemente lo sviluppo delle imprese, dei mercati finanziari, gli assetti proprietari, le performance e la qualità complessiva della governance.

Il tema è quanto mai attuale, soprattutto alla luce delle recenti evoluzioni che i fenomeni economici subiscono. Negli ultimi anni, infatti, i contesti nei quali le aziende si trovano ad operare sono divenuti più complessi, più dinamici e più incerti, per via di fenomeni come lo sviluppo tecnologico, i processi di deregolamentazione e privatizzazione, l'integrazione dei mercati finanziari, il crescente peso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese e, in ultimo, la crisi dell'Asia orientale unita con la crisi economica che ha investito gran parte dei Paesi del mondo.

Tali fenomeni hanno imposto alla governance aziendale di operare in contesti sempre più caratterizzati da incertezza, dinamicità, asimmetrie informative, conflitti e comportamenti opportunistici dei soggetti che partecipano alla distribuzione del valore. Ciò, ovviamente, ha prodotto conseguenze importanti anche per la ricerca che si occupa di corporate governance: la domanda di ricerca più attuale non attiene più a quale sia il migliore meccanismo di governance per risolvere i problemi di opportunismo, bensì oggi è chiara la necessità di identificare la migliore combinazione dei diversi strumenti di governance.

Nell'ambito di questo contesto, un filone della ricerca ha messo sotto la lente la relazione fra assetti proprietari e performance, sottolineando il ruolo esplicativo rilevante che può essere svolto dal livello di tutela istituzionale

degli investitori e provando a ricondurre a sistema i risultati divergenti ottenuti svolgendo le analisi in Paesi e contesti differenti.

A ben vedere, quello cui si fa riferimento rappresenta un argomento da tempo indagato negli studi di corporate governance, ma ancora molto attuale, proprio perché ancora oggi non esistono risultati convergenti in merito al segno ed all'intensità della relazione fra concentrazione proprietaria e performance. Il lavoro sviluppato in queste pagine vorrebbe collocarsi nell'ambito di questo filone di ricerca, ponendosi diversi obiettivi.

Da un lato, attraverso lo stesso, si è indagato se e in che misura la *shareholder protection* derivante dall'efficienza dei sistemi giudiziari può influenzare la relazione fra la performance aziendale e le variabili di struttura proprietaria, ossia la concentrazione azionaria e la contestabilità del potere del primo azionista, da parte di altri eventuali *blockholder*.

Dall'altro lato, si è provveduto ad approfondire il ruolo dell'identità dell'azionista di maggioranza, indagandone la relazione con le performance e la *shareholder protection*. In particolare, si è provato a verificare se, e in quali condizioni di efficienza dei sistemi giudiziari, la concentrazione della proprietà aziendale nelle mani di una specifica tipologia di azionista, piuttosto che di un'altra, svolga un ruolo nel contrastare i tipici problemi d'agenzia.

Il fatto che la coalizione di comando sia costituita da istituzioni finanziarie, da famiglie, dallo Stato o da altre imprese, non è indifferente ai fini della governance e della performance. Alcuni studi, per esempio, hanno analizzato il ruolo della proprietà familiare, evidenziando come la stessa possa svolgere un'importante funzione di sostituzione delle inefficienze del *setting* istituzionale nella protezione degli azionisti, poiché aiuta a ridurre i conflitti di agenzia fra azionisti e manager, migliorando così le performance. Un discorso analogo a quello svolto con riferimento alle imprese familiari può essere condotto anche con riferimento alle imprese che presentano un'istituzione finanziaria, per esempio una banca o un investitore istituzionale, oppure lo Stato in posizione di azionista dominante. La letteratura, infatti, ha sostenuto che tali azionisti possono avere un ruolo di contenimento dell'opportunismo, in virtù del fatto che sono sottoposti ad una più ampia attività di controllo pubblico e di regolamentazione. Dunque, dovrebbero operare nella direzione di allineare gli interessi dei soggetti che esercitano il controllo con quelli delle altre parti in causa, migliorando la governance e limitando le azioni di esproprio.

Con specifico riferimento alle aziende familiari, nell'ambito del lavoro si è provato a verificare, in fine, se la presenza di più *shareholder* del tipo *family* nella coalizione di governo agevoli quella collusione fra gli stessi che la letteratura sostiene possa verificarsi per via del fatto che due azionisti di

maggioranza con la stessa identità affrontano un costo marginale dell'esproprio più basso. Quest'ulteriore indagine è stata compiuta poiché l'opportunità che la collusione si concretizzi dipende, fra l'altro, dal livello di *shareholder protection* e, dunque, dalla capacità del sistema giudiziario di individuare e sanzionare tali comportamenti opportunistici.

Attraverso le analisi descritte sopra, si è provato ad offrire un contributo nella direzione di ricondurre ad unità i risultati asimmetrici evidenziati in letteratura in merito alla relazione fra assetti proprietari e performance, provando così ad offrire sostegno alla *institutional-based view* che sostiene proprio l'importanza del ruolo esplicativo dei contesti istituzionali nel definire la forma e l'intensità della relazione stessa.

L'ultimo obiettivo del lavoro attiene alla stima della *shareholder protection*. Nell'ambito delle analisi condotte, infatti, si è provato a verificare empiricamente la superiorità sperimentale di alcune variabili quantitative nel moderare la relazione fra struttura proprietaria e performance aziendali, rispetto alle variabili finora utilizzate in studi analoghi. Il contributo che tale obiettivo vorrebbe offrire è, dunque, teorico e metodologico allo stesso tempo.

Gli studi condotti fino ad oggi hanno utilizzato variabili qualitative di diverso tipo, non riuscendo spesso a dimostrare la significatività delle stesse quali termini d'interazione nella relazione fra variabili di struttura proprietaria e performance. Sono state utilizzate, ad esempio, variabili *dummy* per discriminare fra sistemi di *common law* e *civil law*, variabili qualitative che distinguono tra regimi e "famiglie" giuridiche di diverso tipo e anche variabili quantitative, quali quelle sviluppate dalla Banca mondiale, dal Fondo monetario internazionale e da agenzie di *rating* varie. L'utilizzo di tali variabili, tuttavia, ha precluso ai ricercatori la possibilità di eseguire studi su imprese che operano in Paesi caratterizzati dallo stesso tipo di sistema giuridico o da sistemi che hanno la stessa origine, ma presentano diversi livelli di efficienza del sistema giudiziario e, quindi, diversi livelli di protezione *de facto* degli investitori. Gli indicatori utilizzati in questa ricerca per approssimare la *shareholder protection* sono il *Disposition Time* e il *Clearance Rate*, elaborati dalla Commissione europea per l'efficienza dei sistemi giudiziari (*Cepej*), e il *Judicial System Efficiency Index*, costruito nell'ambito del lavoro ed utilizzato assieme ai primi due indicatori per il test delle ipotesi. Gli indicatori proposti sono stati utilizzati alternativamente alla variabile *Legal\_Or*, che è una variabile *dummy*, analoga a quelle utilizzate in molti studi precedenti, che discrimina fra imprese che operano in Paesi con un sistema legale del tipo *civil law* francese e imprese che operano in un sistema legale del tipo *civil law* tedesco.

Il lavoro è strutturato come illustrato di seguito.