

Nicola Cucari

**LO SHAREHOLDER
ENGAGEMENT
NEGLI STUDI DI
CORPORATE GOVERNANCE**

**Un'analisi empirica
mediante la
Qualitative Comparative
Analysis**

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 e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Nicola Cucari

**LO SHAREHOLDER
ENGAGEMENT
NEGLI STUDI DI
CORPORATE GOVERNANCE**

**Un'analisi empirica
mediante la
Qualitative Comparative
Analysis**

FrancoAngeli

Il lavoro è stato svolto nell'ambito del progetto di ricerca di Ateneo dal titolo: "Politiche di remunerazione e dissenso degli azionisti: un'analisi configurazionale nel comparto dell'industrial design", finanziato nell'ambito del Bando per la Ricerca di Ateneo dell'Università degli studi di Roma – Sapienza (anno 2017).

Copyright © 2018 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.

Indice

Prefazione , di <i>Salvatore Esposito De Falco</i>	pag.	7
Introduzione	»	11
1. Tendenze nuove negli studi sulla corporate governance	»	17
1. Alcune tendenze evolutive in atto negli studi sul governo d'impresa	»	17
2. La ricerca di un nuovo equilibrio all'interno del sistema proprietario: il ruolo del <i>say on pay</i>	»	27
3. La complessità di una corporate governance in divenire	»	32
3.1. La <i>Shareholders' Rights Directive</i>	»	33
3.2. <i>Environmental Social Governance</i>	»	36
4. Verso una nuova cultura d'impresa	»	39
2. Un sistema proprietario complesso: gli investitori istituzionali e il loro dissenso	»	45
1. Le dinamiche in atto nel sistema proprietario: il ruolo dell' <i>engagement</i>	»	45
1.1. Gli investitori istituzionali	»	52
2. Meccanismi ed azioni di partecipazione societaria da parte degli investitori istituzionali	»	55
2.1. I <i>proxy advisors</i>	»	62
3. Il comportamento degli investitori istituzionali	»	65
3.1. Una review delle determinanti del voto	»	69
4. Domanda di ricerca e obiettivo dell'analisi empirica: alla ricerca di una sostenibilità proprietaria	»	75

3. Nuove metodiche di analisi negli studi sulla corporate governance: verso l'approccio configurazionale	pag.	81
1. Il superamento dei limiti riduzionistici negli studi di economia d'impresa: l'approccio configurazionale	»	81
1.1. <i>Qualitative Comparative Analysis</i> : definizioni e tecniche applicative	»	85
2. L'approccio configurazionale negli studi sulla corporate governance	»	88
2.1. I meccanismi interni ed esterni negli studi sulla corporate governance	»	92
3. L'applicazione della QCA negli studi di corporate governance: i risultati di una revisione sistematica	»	96
4. Un'analisi empirica sulle determinanti di voto degli azionisti	»	105
1. La research design dell'analisi empirica	»	105
2. Il campione di analisi	»	106
2.1. Calibrazione e step dell'analisi	»	110
3. Analisi e risultati	»	111
3.1. Test di robustezza	»	116
4. Discussione	»	118
5. Conclusione e considerazioni di sintesi	»	123
6. Appendice	»	127
Bibliografia	»	129

Prefazione

Da sempre il tema della corporate governance è stato trattato secondo differenti prospettive di analisi.

Gli studi e le ricerche sul campo hanno, infatti, adottato angoli visuali e impostazioni metodologiche variegata. Non sono mancati, infatti, contributi sulla prospettiva economico-aziendale, in cui la corporate governance viene esaminata con riferimento ai meccanismi di audit e controllo dell'impresa; sulla prospettiva finanziaria, in cui gli azionisti si assicurano il proprio investimento; sulla prospettiva strutturale che studia la corporate governance con riferimento alle strutture, ai processi, ai meccanismi culturali ed ai sistemi che concorrono al successo dell'impresa; fino ad arrivare alla prospettiva manageriale dove l'attenzione si concentra sui processi di funzionamento dell'organo di governo e sui relativi comportamenti, nel tentativo di addivenire ad un equilibrio tra tutti gli attori in gioco.

La prospettiva manageriale, in particolare, negli ultimi anni, ha subito una profonda rivisitazione, con particolare riferimento ai rapporti di potere tra sistema proprietario e sistema manageriale. Tradizionalmente, infatti, gli studi sul rapporto proprietà/management sono stati trattati attraverso la lente metodologica della teoria dell'agenzia, in cui le dinamiche di potere sembravano coagularsi attorno ai solo interessi degli azionisti, prevalentemente orientati alla massimizzazione del profitto. Tale approccio, tipicamente in uso nella *public company* anglosassone, non sempre è stato capace di interpretare le dinamiche di quelle imprese operanti in contesti differenti da quelli anglosassoni ed, invece, caratterizzati da sistemi giuridico-normativi basati sui principi del *civil law*, in cui la proprietà è una *community*, non una *commodity*.

In quest'ottica, pur se da sempre la letteratura sul tema si è focalizzata sull'idea di un'impresa orientata alla creazione di valore economico, negli ultimi dieci anni sono apparsi contributi, a dir poco dirompenti e provvidenziali, tra i quali, sicuramente, i lavori di Sumatra Ghoshal (2014) e di Gomez Mejia (2012) che hanno accelerato un cambiamento scientifico e metodologico sugli aspetti teleologici della corporate governance.

Gli Autori hanno scritto, rispettivamente, sulla necessità di utilizzare negli studi sulla corporate governance un approccio “meno fosco” e più aperto, laddove le finalità dell'impresa e dell'imprenditore, in generale, non necessariamente debbano risultare legate al solo *residual right*, bensì anche alla sopravvivenza ed alla capacità di creare valore socioeconomico, per se, nonché per le generazioni future.

Proprio partendo da questa sana e lungimirante prospettiva, gli studi sul tema, hanno evidenziato la necessità di rinnovare la propria “cassetta degli attrezzi”, nel tentativo di ricercare metodiche nuove, in grado di esaminare, in modo olistico e sistemico, tutte quelle componenti materiali ed immateriali capaci di re-interpretare le dinamiche in gioco.

In quest'ottica il contributo di Nicola Cucari appare oltremodo interessante per la tematica scelta, per la metodologia di analisi utilizzata e, soprattutto, per le riflessioni concettuali cui è addivenuto. Proprio con riferimento a quest'ultimo aspetto, in particolare, significativa appare la prospettiva osservazionale adottata che trasla, dal tradizionale rapporto proprietà-management – tipico del modello agenziale –, alla relazione *proprietà-proprietà-management*.

L'angolazione adottata dal Cucari consente, infatti, di integrare il modello di reificazione, introdotto dalla teoria dell'agenzia, con un nuovo approccio sul sistema proprietario, in cui sembrano emergere gli insegnamenti sull'approccio sistemico-vitale, laddove la proprietà è intesa come un sistema esterno all'impresa e, quindi, come tale, da esaminare e studiare con riferimento alle interazioni che nascono e si auto-alimentano reciprocamente. Quest'ultimo aspetto, che da sempre ha mostrato la necessità di aggiornare gli strumenti e le metodiche quali-quantitative di analisi, sembra trovare una risposta nel presente lavoro, in cui la metodologia della *Qualitative Comparative Analysis* appare in grado di superare i limiti riduzionistici dell'approccio input-output per sposare, finalmente, una metodologia in grado di interpreta-

re i risultati, sulla base di una complessa ed interrelata configurazione di fenomeni.

In ultimo il tema del voto e del dissenso espresso dagli azionisti rispetto alle politiche di remunerazione, altro non è che un modo per esaminare i comportamenti in atto tra il sistema proprietario ed il sistema manageriale anticipando, di fatto, le dinamiche in atto nel contesto internazionale. La nuova *Shareholder Right Directive* rafforza, infatti, i meccanismi di regolamentazione tra tutti gli attori in gioco; il tutto nel tentativo di riequilibrare le relazioni all'interno del sistema proprietario, rese squilibrate dalla presenza di quelle male-pratiche di *tunnelling* che, qualche anno fa, Sumatra Ghoshal aveva attribuito ai cattivi insegnamenti della Teoria dell'Agenzia.

Novembre, 2018

Salvatore Esposito De Falco
Università degli Studi di Roma Sapienza

Introduzione

“Lo *shareholder engagement* negli studi di corporate governance. Un’analisi empirica mediante la *Qualitative Comparative Analysis*” è il risultato di un percorso di studio, intenso e gratificante, avviato durante gli anni del Dottorato di Ricerca in “Management, Banking and Commodity Science – Curriculum Business Management” presso l’Università degli studi di Roma – Sapienza.

La corporate governance è una delle discipline “più interessanti, eccitanti e potenzialmente pericolose” (Clarke, 2014), nonché una disciplina complessa, che è stata trattata dalla letteratura internazionale attraverso angolature differenti.

La prospettiva qui utilizzata è quella del sistema proprietario e specificatamente dello *shareholder engagement*, ovvero del coinvolgimento di tutti gli azionisti che compongono il sistema proprietario. Il tema dei rapporti di potere tra azionisti di maggioranza e minoranza, delle relazioni tra gli azionisti di un’impresa ed il consiglio di amministrazione, nonché di tutte le parti interessate, è oggetto di continuo dibattito ed attenzione; quest’ultima sensibilmente cresciuta negli ultimi anni.

Tale dibattito è destinato a rinnovarsi continuamente poiché da un lato, è oggetto di un’evoluzione normativa che condiziona l’attività degli attori della corporate governance, e, dall’altro lato, gli attori stessi modificano il loro comportamento, nell’ottica di una creazione di valore sostenibile.

È ormai evidente come si stia assistendo ad un progressivo aumento della presenza degli investitori istituzionali nel capitale sociale delle imprese quotate, anche italiane, e ad una effettiva partecipazione alla dialettica societaria degli stessi.

Da una mera tutela degli azionisti di minoranza si sta progressivamente affermando una loro più concreta valorizzazione.

Ciò che si evidenzia, da più parti, negli ultimi anni, è “un controllo effettivo da parte degli azionisti”, soprattutto di minoranza, come condizione preliminare per un “buon governo societario”. Ne consegue che, tale controllo deve essere agevolato e incoraggiato e, in tal senso, si deve leggere il Libro Verde – Il quadro dell’Unione Europea in materia di governo societario (2011), laddove si afferma che il controllo è esercitato tramite il “dialogo con il consiglio di amministrazione e l’esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di voto”.

La “formula magica” del buon governo diventa, dunque, “coinvolgere gli azionisti” ed “impegno degli azionisti” tanto da essere una delle principali “linee di intervento” individuate dalla Commissione Europea nel Piano d’Azione (2012), principio fatto proprio dall’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD, 2015), nonché obiettivo della *Shareholder Right Directive* (2017/828).

In altre parole, il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo dell’impresa rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non, contemplando, sia interessi economico-finanziari, sia quelli di natura sociale.

Ciò ha, però, evidenziato nuove problematiche, interessanti a fini scientifici, su come facilitare, o meno l’attivismo degli azionisti e nuove questioni all’interno del sistema proprietario, volte a come raggiungere un allineamento dei reciproci interessi.

Partendo da queste riflessioni il lavoro introduce il termine “sostenibilità proprietaria” per indicare una sostenibilità che include un costante dialogo ed allineamento di interessi all’interno del sistema proprietario tra azionisti di maggioranza e minoranza. Tale sostenibilità richiede una “governabilità sostenibile” in cui si confrontano, nella continua ricerca di un equilibrio, elementi economici, sociali, ambientali e di governance che richiedono una diffusa e larga partecipazione, un effettivo interesse ed un concreto impegno di tutti gli azionisti.

Se, infatti, gli anni della crisi finanziaria e degli scandali societari hanno evidenziato come la maggior parte degli azionisti ha assunto un ruolo passivo, dormiente, ovvero non finalizzato ad un’interazione con l’impresa e al non esercizio dei propri diritti, in primis del

diritto di voto; le recenti novità normative e i cambiamenti culturali in atto evidenziano, un forte attivismo da parte degli azionisti e, quindi, necessariamente l'implementazione di una politica orientata al coinvolgimento degli *shareholders*, al fine di raggiungere una sostenibilità proprietaria orientata alla creazione di un valore sostenibile nel tempo.

Quattro sono le considerazioni di base che accompagnano il lavoro:

1) un'efficace corporate governance è di fondamentale importanza perché imprese ben gestite risultano più competitive e più sostenibili nel lungo termine. Negli ultimi anni è, difatti, aumentata l'attenzione degli investitori verso il miglioramento della corporate governance delle società quotate: una buona corporate governance è tra i criteri più importanti nella selezione dei target di investimento da parte degli investitori istituzionali. Tuttavia specifiche situazioni quali, i cambiamenti nella percezione degli interessi degli azionisti e di tutti gli *stakeholders*, l'attenzione, non solo scientifica, verso tematiche tra le quali l'*Environmental Social Governance*, l'aumento degli investimenti transfrontalieri, accompagnata da un maggiore potere assunto da alcune figure professionali (quali ad esempio i *proxy advisors*), hanno determinato un cambiamento epocale delle idee e impostazioni alla base della corporate governance, comportando una complessità di analisi e di interpretazione degli accadimenti aziendali. Il capitolo 1, evidenziando tali tendenze evolutive, sottolinea l'aspetto cardine dell'intero lavoro, ovvero il ruolo assunto dal *say on pay*, quale leva in grado di favorire una maggiore consonanza tra azionisti di maggioranza e di minoranza;

2) negli ultimi anni, in controtendenza rispetto al passato, si assiste ad azioni volte non solo a tutelare le minoranze, ma anche a valorizzarle, ovvero ad aumentare il loro potere decisionale-deliberativo, mediante un'effettiva partecipazione degli azionisti, soprattutto di minoranza, alla dialettica societaria. Sono soprattutto le politiche retributive ad aver acceso il dibattito tra azionisti di maggioranza e minoranza. Di conseguenza, un ri-allineamento degli interessi è quanto mai opportuno all'interno del sistema proprietario ed è ottenibile mediante le azioni di *shareholder engagement*. In quest'ottica, il capitolo 2 delinea il perimetro di analisi dell'intero lavoro, con specifico riferimento alle determinanti del dissenso degli azionisti, quale proxy di un maggiore attivismo;

3) definire cos'è una buona governance richiede che si abbandoni un approccio riduzionistico e si abbracci un approccio olistico. Una buona governance non è solo la presenza, o assenza di determinati meccanismi di controllo o di incentivazione, ma dipende anche dalla loro intensità e combinazione. Il capitolo 3 evidenzia le potenzialità dell'approccio configurazionale alle tematiche di corporate governance, in linea con le più recenti indicazioni di letteratura circa l'utilizzo di approcci diversi come "*set theoretical methods and configurational approaches*";

4) a lungo la letteratura si è interrogata su come strutturare opportunamente il consiglio di amministrazione e in che modo i singoli meccanismi di corporate governance influenzassero il risultato dell'impresa. Tuttavia, non è sufficiente prestare attenzione ai singoli meccanismi di corporate governance, ma alla loro combinazione. In tal senso, il capitolo 4, mediante un'analisi empirica ed utilizzando la *Qualitative Comparative Analysis*, mostra come due sono le configurazioni, che più di altre, determinano un elevato dissenso da parte degli azionisti. Tali risultati, oltre a dimostrare la validità di un approccio configurazionale, sono utili per sviluppare nuove considerazioni teoriche ed empiriche sui meccanismi di governance funzionali al raggiungimento di un valore socio-economico sostenibile nel tempo.

In sintesi, dunque, il lavoro evidenzia alcuni aspetti evolutivi degli studi sulla corporate governance, nel più ampio corpus disciplinare che è l'economia d'impresa.

Adottando una prospettiva manageriale, l'attivismo degli azionisti è letto quale azione di una vera e propria politica di "sostenibilità proprietaria", intesa come un comportamento messo in atto dagli azionisti e dal sistema proprietario in genere, allo scopo di ricercare un maggiore equilibrio, ovvero una consonanza orientata a garantire una più elevata sostenibilità tra tutti gli attori in gioco.

In quest'ottica il tema della sostenibilità si amplia: per cui un'impresa sostenibile è tale se risulta in grado di contemperare tutti gli interessi in gioco. Si può così supporre che il voto degli azionisti, quale proxy della qualità della governance, diventi la chiave per interpretare il livello di sostenibilità proprietaria dell'impresa. Tale voto, però, non dipende da meccanismi di governance indipendenti, ma da una loro combinazione. Il risultato finale del lavoro è, dunque, l'individuazione di determinate configurazioni di governance giudicate negativamente dagli azionisti.

Nel licenziare tale lavoro monografico, il primo pensiero va al Prof. Salvatore Esposito De Falco, bussola scientifica ed umana per il difficile e stimolante percorso accademico. Tutto questo non sarebbe stato possibile senza la sua guida, il suo sostegno e le tante indicazioni ricevute. Con affetto e sincera gratitudine lo ringrazio per l'impostazione e lo sviluppo scientifico del lavoro, per la sua costante guida e motivazione e per la fiducia accordatami.

Ringrazio la mia famiglia, a cui è dedicata questa mia prima opera, per il costante, incondizionato e provvidenziale sostegno.

Infine, ringrazio Irene per l'entusiasmo e la carica che mi trasmette e soprattutto per l'immensa pazienza dimostrata durante l'intenso periodo di scrittura di questo lavoro.

1. Tendenze nuove negli studi sulla corporate governance

1. Alcune tendenze evolutive in atto negli studi sul governo d'impresa

Il quadro teorico, normativo e culturale degli studi sulla corporate governance, anche alla luce della crisi finanziaria del 2007/2008 e dei noti fallimenti societari, negli ultimi anni si è notevolmente evoluto.

Molti contributi sul tema evidenziano nuove traiettorie, in cui il governo d'impresa è orientato sempre di più alla creazione di valore, sia per gli azionisti, sia per tutti gli *stakeholders*, imponendo, in tal modo, un'idea di impresa finalizzata alla creazione di valore socio-economico, volto ad assicurare una più equa distribuzione del valore prodotto verso tutti gli *stakeholders* primari e secondari (ad esempio Sciarelli, 2011; Barnett, 2007; Freeman, 1984).

Questo modello, sempre più orientato alla sostenibilità ambientale ed al benessere sociale, tiene conto dei rischi e delle opportunità sistemiche e adotta indicatori sia finanziari, sia di sostenibilità necessari al controllo ed alla misurazione delle performance aziendali.

È in atto, dunque, un cambiamento epocale delle idee e delle impostazioni alla base della corporate governance, frutto sempre più di un'evidente evoluzione culturale indotta da molteplici fattori, tra i quali:

- cambiamenti nella percezione degli interessi degli azionisti e di tutti gli *stakeholders* aziendali, scaturenti dal dibattito circa la necessità, o meno, di una maggiore collaborazione tra imprese, azionisti e altri *stakeholders*, finalizzata ad assicurare una crescita dell'impresa sostenibile nel tempo;

- attenzione, non solo scientifica, verso tematiche quali l'*Enviromental Social Governance* (ESG) e la *cyber-security*, sempre più caratterizzanti le dinamiche societarie e la struttura degli organi di governo e di controllo;
- aumento degli investimenti transfrontalieri, accompagnata dalla nascita di nuove figure professionali, quali *proxy advisor*, orientati a facilitare il dialogo tra i consigli di amministrazione ed i propri azionisti.

In quest'ottica sembrano emergere nuove azioni e nuovi strumenti volti ad incoraggiare un maggior riequilibrio degli interessi tra tutti gli attori del governo societario e, segnatamente tra azionisti di maggioranza e minoranza¹.

Nella prospettiva di analisi del sistema proprietario, quanto detto evidenzia come il progressivo processo di internazionalizzazione dei mercati, anche nel contesto italiano, determini un evidente mutamento della struttura sociale delle imprese quotate; fenomeno, quest'ultimo, che determina un aumento della complessità del sistema proprietario, non più come sistema a se stante, bensì quale sistema eterogeneo e composito al cui interno transitano molteplici azionisti che, a seconda degli interessi espressi, convergono in specifiche coalizioni azionarie di comando il più delle volte temporanee e occasionali.

Ci si riferisce, in particolar modo, alla crescita, nel capitale azionario delle imprese, anche italiane, di investitori istituzionali, soprattutto esteri che, affiancandosi agli azionisti di comando hanno, il più delle volte, modificato le determinanti del potere societario; stando a quanto riportato dalla relazione annuale della Consob, infatti, nel 2017 la presenza degli investitori istituzionali ha raggiunto il valore medio del 19,4% del capitale sociale delle imprese del FTSE MIB (dato più elevato a partire dal 2012); evidenziando, di fatto, la crescita degli investitori istituzionali esteri nel capitale sociale delle imprese italiane (dal 10,4% al 18,3% del capitale sociale).

¹ I primi fanno riferimento agli azionisti di comando, ovvero a quella parte di azionisti che detiene la maggioranza assoluta, ovvero relativa delle quote azionarie; gli azionisti di minoranza rappresentano, invece, il capitale comandato, ovvero quella quota di capitale incapace di imporre le proprie decisioni in quanto numericamente inferiore rispetto agli azionisti di comando. Sul tema si veda, tra gli altri, Esposito De Falco, (2014); Esposito De Falco, (2017).

Tale presenza non è solo quantitativa, ma si sostanzia qualitativamente in interventi in assemblea, in *proxy fight*, nella nomina di amministratori, *etc.*, che, nel loro insieme, manifestano nuove forme di attivismo societario² (*shareholder activism*)³.

Questo processo di transizione verso sistemi più aperti e “democratici” può essere meglio interpretato esaminando l’evoluzione teorica negli studi sul governo di impresa⁴.

Punto di partenza, nonché prospettiva teorica dominante negli studi sulla corporate governance, è sicuramente la teoria dell’agenzia; nei contributi di Jensen e Meckling (1976) la corporate governance è vista quale meccanismo messo in atto dagli azionisti (*principal*) per controllare i manager (*agent*), il cui fine principale è quello di massimizzare la ricchezza degli stessi azionisti minimizzando, al contempo, i costi di agenzia (controllo e riassicurazione) (Cohen *et al.*, 2004).

La concezione di corporate governance che ne deriva è, per lo più, meccanicistica (assumono importanza le funzioni), inadatta a leggere le dinamiche evolutive che emergono dalla struttura proprietaria (Genco e Esposito De Falco, 2009).

Negli anni a seguire molte critiche sono state mosse alla teoria dell’agenzia; tra queste, di rilievo è il contributo di Ghoshal (2005) che, in un noto contributo pubblicato successivamente alla sua scomparsa, esalta la *stewardship theory* quale concezione fondamentale e necessaria per reinterpretare gli studi sulla corporate governance. L’idea di base è che, in ogni situazione, i manager possono anche essere buoni amministratori dei beni aziendali, in quanto in grado di lavorare diligentemente per massimizzare i rendimenti degli azionisti

² Con il termine di attivismo societario si intende quel fenomeno in base al quale parte degli azionisti, generalmente di minoranza, si attivano per tutelare e rafforzare i propri diritti

³ Tra gli strumenti di attivismo societario, certamente il diritto di voto è di fondamentale importanza, poiché senza la minaccia credibile di un voto sfavorevole, rispetto alle decisioni aziendali (del management), anche gli altri strumenti utilizzati sarebbero meno credibili ed efficaci (Illiev *et al.*, 2015).

⁴ Interessante la prospettiva di analisi in cui gli studi sul governo d’impresa vengono ricondotti a due diversi approcci e prospettive d’analisi: quella relativa al rapporto impresa ambiente (istituzionalisti, organizzativi e filosofi), e quella relativa ai variegati angoli visuali di osservazione (istituzionale, oggettiva e soggettiva). Sul punto si veda Genco e Esposito De Falco (2009).