

UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIOR GIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management – Amministrazione Finanza e Controllo

LA POLITICA DI PAYOUT NEL CONTESTO DELLA PRESENZA E DELLA RISOLUZIONE DEI CONFLITTI DI AGENZIA

THE PAYOUT POLICY IN THE CONTEXT OF THE PRESENCE AND SOLUTION OF AGENCY CONFLICTS

Relatore: Chiar.mo Tesi di Laurea di:

Prof. Oscar Domenichelli Alessandro Tarducci

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

Introduzione	5
CAPITOLO I: LE BASI TEORICHE DELLA PAYOUT POLICY	8
1.1 Gli aspetti definitori e descrittivi delle politiche di payout	8
1.1.1 Premessa	8
1.1.2. La politica dei dividendi	9
1.1.2.1. L'andamento stabile dei dividendi	11
1.1.2.2. Le politiche dei dividendi nei diversi Paesi	13
1.1.2.3 I principali indicatori della politica dei dividendi	14
1.1.3 Il riacquisto di azioni proprie	15
1.1.3.1. Il riacquisto di azioni proprie secondo la disciplina italiana	16
1.1.3.2. Le differenti modalità di buyback	17
1.1.3.3. Le variabili che influenzano l'adozione dei dividendi o di buyback	19
1.2. Le motivazioni che inducono le imprese all'adozione delle politiche dei divide	endi 19
1.2.1 Perché le imprese intraprendono le politiche dei dividendi?	19
1.2.2. Perché le imprese intraprendono strategie di buyback?	21
CAPITOLO II: LE DIVERSE TIPOLOGIE DEI CONFLITTI DI AGENZIA	24
2.1. La massimizzazione del valore dell'impresa	25
2.2. I conflitti di interesse	27
2.2.1 L' evoluzione verso l'impresa manageriale	29
2.2.2 I principi organizzativi	32
2.3. Performance e conflitti di agenzia: le tipologie di conflitto di agenzia	41
2.3.1 I conflitti di agenzia del capitale proprio	42
2.3.2 I conflitti di agenzia del capitale di debito	49
2.3.3 I conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e minoranza	52
3 Rapporto empirico tra Payout policy e conflitti di agenzia	55
3.1 Panoramica sulle teorie di remunerazione e sui conflitti di agenzia	55

3.2. Il ruolo dei dividendi nel contesto dell'agenzia	58
3.2.1. "Dividendi come risultato o come sostituto della protezione legale deg	li azionisti" 60
3.3. Conflitti di agenzia tra manager e azionisti e come attenuarli	61
3.4. Il conflitto di interesse fra obbligazionisti e azionisti	65
3.6. Conflitti di agenzia tra Azionisti e Creditori e come attenuarli	68
Conclusioni	70
Bibliografia	72

Introduzione

Una delle tematiche più discusse nel campo della finanza aziendale riguarda la politica dei dividendi, che rappresenta un importante elemento della complessiva strategia di una moderna società; essa viene utilizza per strutturare il pagamento dei dividendi agli azionisti. Stabili, costanti e residui sono le tre tipologie di dividendi e sebbene gli investitori sappiano che le società non sono tenute a pagare dividendi, molti lo considerano un fattore critico della salute finanziaria di quella specifica azienda. Alcuni ricercatori suggeriscono che la politica dei dividendi sia irrilevante, in teoria, perché gli investitori possono vendere una parte delle loro azioni o portafoglio se hanno bisogno di fondi. Questa è la teoria dell'irrilevanza dei dividendi, secondo la quale i pagamenti dei dividendi incidono minimamente sul prezzo di un titolo.

Una decisione importante riguarda la distribuzione del valore alla proprietà in forma di reddito e quanto destinare all'accantonamento per finanziare sia parte della gestione corrente che parte degli investimenti di sviluppo dell'impresa stessa; in questo contesto svolge un ruolo determinante il consiglio di amministrazione.

Il problema delle decisioni di distribuzione degli utili è diventato particolarmente importante in una fase storica caratterizzata dalla crescita delle dimensioni e delle complessità di molte imprese in concomitanza con le situazioni di azionariato diffuso. In questo contesto sono cambiati i soggetti economici (intesi nel senso dei soggetti che prendono le principali decisioni) delle società.

Quando un'impresa è caratterizzata da una struttura proprietaria concentrata, il conflitto tra manager e proprietari dovrebbe scomparire: infatti la coincidenza tra

proprietari e manager elimina il rischio di comportamenti opportunistici, a beneficio della performance.

La proprietà spesso frammentata determina un cambiamento, non solo nelle decisioni di livello tattico e operativo, anche di quelle strategiche. Si afferma quindi un modello di impresa che la letteratura chiama "manageriale".

È infatti il management, sempre più spesso, non identificabile con la proprietà a prendere in mano le redini dell'impresa e determinare anche la politica di distribuzione dei dividendi anche in relazione alla presenza e influenza nel consiglio di amministrazione di esponenti del gruppo manageriale, quanto meno a livello di top manager (direttore generale e finanziario): ciò comporta problemi che la letteratura inquadra nel tema dei rapporti di agenzia. Questi problemi nel tempo hanno fatto sorgere l'esigenza di sviluppare appropriati e sempre più complessi modelli di governance societaria.

I conflitti all'interno di un'impresa sorgono a causa dei problemi d'agenzia tra gli azionisti, proprietari dell'impresa e il management il quale ha l'obiettivo di gestire le risorse dell'impresa; fra i conflitti emergono quelli esistenti tra manager e azionisti, manager e creditori, per infine delineare i conflitti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Nelle imprese ad azionariato disperso, il conflitto principale è tra gli azionisti ed il management, mentre nelle imprese con strutture proprietarie molto concentrate, come nel caso delle imprese familiari, i problemi di agenzia sorgono di consueto tra l'azionista di maggioranza, la famiglia proprietaria, e gli azionisti di minoranza.

Lo scopo del presente lavoro è quello di analizzare la relazione tra politica di payout e i confitti di agenzia nelle diverse forme e il ruolo moderatore dei meccanismi di corporate governance.

L'oggetto di studio mostra un quadro organico delle politiche di payout richiamandosi alla letteratura teorica sull'argomento e tale percorso di analisi si articola in tre capitoli. Nel primo capitolo si illustrano le basi teoriche delle politiche di payout, le loro motivazioni e le varie tipologie che caratterizzano l'esplicitazione dei modelli sviluppati in letteratura sull'argomento.

Il secondo illustra le varie tipologie dei conflitti di agenzia comprendendone, in maniera descrittiva, le caratteristiche fondamentali; il tema riguarda i possibili conflitti tra manager e azionisti, quest'ultimi e creditori e di come la distribuzione dei dividendi diversifichi gli scenari di risoluzione dei conflitti.

Il capitolo finale definisce le relazioni tra le politiche di payout e di conflitti di agenzia e concretamente come si possano disegnare le regole di funzionamento dell'azienda per ridurne i problemi.

L'elaborato utilizzerà non solo il materiale didattico del corso di Finanza Aziendale, ma sarà arricchito da ricerche scientifiche, soprattutto in lingua inglese, grazie all'utilizzo di banche dati, oltre al supporto di siti internet inerenti all'argomento.

CAPITOLO I: LE BASI TEORICHE DELLA PAYOUT POLICY

1.1 Gli aspetti definitori e descrittivi delle politiche di payout

1.1.1 Premessa

Un soggetto può essere spinto ad effettuare un investimento finanziario qualora ottenga un rendimento adeguato che giustifichi la temporanea rinuncia al capitale impiegato: un classico esempio è quando il singolo attore può conferire le proprie risorse finanziarie in cambio della sottoscrizione o dell'acquisto di una quota di proprietà di una società per azioni. "In questo caso il trasferimento di risorse finanziarie avviene a titolo di capitale di rischio o di debito e l'investitore acquisisce anche diritti di natura patrimoniale ed amministrativa." ¹

In generale una sana azienda mediante le risorse ottenute in prestito per lo svolgimento del proprio core business crea valore e tale reddito può essere ripartito tra gli investitori attraverso diversi meccanismi.

Il principale strumento a disposizione dell'impresa per distribuire ricchezza ai propri azionisti è il dividendo ma ci sono anche altre modalità come il riacquisto di azioni proprie o, in termini anglosassoni, share buyback o repurchase.

Tale processo consiste nell'impiego di liquidità da parte dell'impresa per riacquistare le proprie azioni, diminuendone così il numero in circolazione.

Nei successivi paragrafi ci focalizzeremo appunto sulla politica dei dividendi e sul riacquisto di azioni proprie.

¹ A. Manelli, R. Pace, Il riacquisto di azioni proprie. Teoria ed evidenze empiriche, p. 1-3, Pitagora Editrice Bologna, 2007

1.1.2. La politica dei dividendi

Il dividendo² è una porzione di utile che viene assegnata da parte dell'azienda direttamente ai suoi azionisti al fine di ogni esercizio contabile come remunerazione del capitale investito. In Italia l'ammontare del dividendo viene proposto dagli amministratori e deliberato dall'assemblea ordinaria dei soci che stabilisce anche le modalità e i tempi: generalmente la periodicità è semestrale o annuale mentre le imprese statunitensi distribuiscono i dividendi su base trimestrale.

Quando definiamo i dividendi dobbiamo prendere in considerazione la loro linea temporale di pagamento; infatti nel periodo che intercorre tra l'annuncio della distribuzione dei dividendi e il reale pagamento degli stessi è possibile individuare delle date chiave³.

Data del pagamento Data dell'annuncio/ Data di ex dividendo Data di registrazione dichiarazione degli aventi diritto Da 2 a 3 settimane Da 2 a 3 settimane Da 2 a 3 giorni Gli azionisti Perché l'Investitore riceva Il consiglio di amministrazione La società chiude i libri ricevono annuncia il dividendo per azione il dividendo, deve acquistare dei trasferimenti azionari il dividendo su base trimestrale le azioni prima di questa data e registra i possessori delle azioni

Figura 1: La linea temporale dei dividendi

Fonte: Finanza aziendale: Applicazioni per il management, (2015), p.610

² Per descrivere questa sezione sul dividendo ci si è basati su: D. Filomia, "L'importanza della politica dei dividendi",(2018).

³ A. Damodaran, O. Roggi, Finanza aziendale: applicazioni per il management (2015), p.610-611,

- Dividend Declaration or Announcement date: si riferisce alla data in cui il Consiglio rivela l'importo per il periodo di competenza. Questa operazione annuncia l'intenzione dell'azienda con i mercati finanziari, di trasmettere delle informazioni inerente all'aumento, la diminuzione o il mantenimento dei dividendi;
- Ex- dividend date (data di ex dividendo): è la data entro la quale l'investitore deve acquistare l'azione per aver diritto ad ottenere il dividendo. Il prezzo azionario diminuirà da quel giorno per rispecchiare il minor valore delle azioni, poiché acquistando azioni in tale data o successivamente ad esse, gli investitori non possiedono il diritto ai dividendi;
- Holder-of-Record Date (data di registrazione degli aventi diritto): la società stila una lista degli azionisti, i quali riceveranno i dividendi. Tale evento, generalmente, non comporta variazioni dei prezzi azionari;
- Dividend Payment Date (pagamento dei dividendi): il pagamento dei dividendi avviene due o tre settimane successive alla data di registrazione degli aventi diritto. I prezzi solitamente non subiscono variazioni in quanto l'evento è ben noto ai mercati prima del pagamento dei dividendi.

Oltre l'analisi della linea temporale dei dividendi possiamo esplicitarne la loro classificazione:

- Cash dividend: il pagamento dei dividendi avviene mediante liquidità;
- Stock dividend: il pagamento dei dividendi avviene con azioni supplementari e l'aumento del numero di azioni in circolazione, determina la diminuzione del prezzo azionario unitario in maniera proporzionale;
- Regular dividend o dividendo ordinario: il pagamento dei dividendi avviene a intervalli regolari (3,6 o 12 mesi);

- Special dividendo dividendo straordinario: il dividendo viene pagato in aggiunta a quello ordinario;
- Liquidating dividend o dividendo di liquidazione: si ha quando le imprese pagano dividendi che eccedono gli utili non distribuiti dichiarati nei libri contabili. Tali dividendi hanno un diverso trattamento fiscale poiché ritenuti dall'Internal Revenue Service (il dipartimento delle imposte statunitense) come rendimento sul capitale piuttosto che come reddito ordinario o soggetti eventualmente a tassazione separata secondo la normativa fiscale italiana.

1.1.2.1. L'andamento stabile dei dividendi

"Il dividendo è interpretabile come un segnale positivo dal mercato: infatti la notizia dello stacco del dividendo fa aumentare il valore dell'azione. Anche se va chiarito che nel momento dello stacco⁴ vero e proprio, il dividendo fa diminuire il valore delle azioni per un importo pari allo stesso." (Filomia, 2018)

L'erogazione dei dividendi avviene in modo costante, da parte delle imprese negli anni, e raramente è crescente/decrescente. Infatti, le imprese, come è stato messo in evidenza attraverso l'articolo di Litner⁵(1956), tendono ad assumere principalmente tre comportamenti verso le politiche dei dividendi: esse, inizialmente, definiscono un target dividend payout (la porzione di utili da destinare all'erogazione dei dividendi).

⁴ "Se il titolo XY prima dello stacco del dividendo vale 1 euro, con un dividendo erogato pari 0,25 euro per ogni azione posseduta, il giorno dello stacco del dividendo la quotazione del titolo sarà di 0,75. Quindi chi acquista azioni XY il giorno prima dello stacco ha diritto ad incassare il giorno successivo il dividendo, mentre chi lo compra il giorno dopo sconta il controvalore del dividendo, pagandolo 0,75 euro. L'effetto depressivo dello stacco della cedola viene amplificato dal numero e dal peso dei titoli interessati sul listino".Il Sole 24 Ore, (2016), voce "Stacco del dividendo" (https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/stacco-dividendo.html?refresh ce=1).

⁵ Litner J., "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnigs and Taxes", 1956, American Review, p. 97-113

Un altro tipico comportamento delle imprese è quello di essere orientate a modificare dividendi solamente in seguito a variazioni sostenibili degli utili di lungo termine: esse incrementeranno il livello dei dividendi erogato solo nel caso in cui siano certe di conseguire livelli di utili maggiori nel tempo (i dividendi assecondano con un chiaro ritardo le variazioni degli utili).

In conclusione, il management sembra focalizzare la propria attenzione su eventuali variazioni dei dividendi piuttosto che sul loro livello. Ciò perché la dirigenza si preoccupa di un'eventuale reazione negativa del mercato finanziario in seguito ad una riduzione dei dividendi (calo notevole del prezzo azionario) o del manifestarsi di una incapacità della stessa azienda di non essere più in grado di "difendere" quel livello di dividendi annunciato negli esercizi precedenti.

Un altro tema meritevole di approfondimento, inerente alla dividend policy, è quello di evidenziare la relazione che sussiste tra i dividendi e le varie fasi del ciclo di vita di un'impresa.

Ricavi Ricavi/utill Utili Periodo Necessità di Elevate ma limitate Elevate, rispetto Moderate, rispetto Basse man mano finanziam al valore dell'impresa che le opportunità che le apportunità esterno di investimenti validi di investimenti validi diminuiscono diminuiscono Finanziamento Negativo o basso Negativo o basso Basso rispetto Elevato rispetto Maggiore delle Interne alle necessità alle necessità necessità di finanziamento di finanziamento di finanzia Capacità Nessuna Nessuna Bassa In aumento di distribuire dividendi Fase di Fase 2 Fase 1 Fase 3 Fase 4 Fase 5 Crescita elevata crescita Crescita matura Declino

Figura 2. Politica dei dividendi e ciclo di vita dell'impresa

Fonte: Finanza aziendale: Applicazioni per il management (2015) p.62

Come è possibile notare dal grafico, i dividendi sono erogati in modo crescente fino alla fase di maturità dell'impresa: esse, in tale fase, grazie alla stabilità finanziaria raggiunta, generano ingenti flussi di cassa e non essendo presenti grandi opportunità di investimento, risultano più inclini a indirizzare una quota maggiore degli utili ai dividendi.

Al contrario, le imprese caratterizzate da un elevato tasso di crescita difficilmente erogano dividendi nelle loro fasi iniziali, poiché esse preferiscono impiegare i loro utili in progetti e opportunità di investimento che le permetteranno di crescere.

1.1.2.2. Le politiche dei dividendi nei diversi Paesi⁶

È possibile porre in evidenza come, considerando determinati fattori, le politiche dei dividendi dei vari Paesi presentano forti analogie e diversità:

- Trattamento fiscale: ci sono Paesi che cercano di tutelare gli investitori dalla doppia imposizione fiscale, cosa che accade negli Stati Uniti;
- Controllo societario: nelle grandi imprese quotate dove vi è una netta separazione tra proprietà e management, vi sarà un livello di dividendo erogato inferiore poiché lo stesso management è propenso ad accumulare liquidità;
- Fasi di crescita: le imprese che operano nei Paesi emergenti evidenziano una percentuale di utili distribuiti inferiore rispetto a quella dei Paesi più sviluppati.

13

⁶ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: Applicazioni per il management" (2015), Maggioli Editore, p. 620-622.

Questa differenza è conseguente al fatto che nelle imprese dei Paesi emergenti vi siano un superiore tasso di crescita e controllo da parte del management.

1.1.2.3 I principali indicatori della politica dei dividendi⁷

Di seguito tratterò una breve descrizione delle principali misure utili per comprendere quale sia il trend di mercato o dell'impresa riguardo l'ammontare dei dividendi distribuiti.

- Il Payout Ratio (o Dividend Pay Ratio) rappresenta la percentuale di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi; definito come il rapporto fra totale dei dividendi distribuiti da un'impresa e il totale degli utili realizzati nell'esercizio della medesima. Esso "è un indicatore della politica della società in materia di remunerazione dei soci: politica di sostegno dei dividendi (payout ratio elevato) piuttosto che di autofinanziamento (payout ratio basso). Di regola le società giovani in forte sviluppo e in settori nuovi hanno bassi valori di payout ratio, mentre le società consolidate e operanti in settori maturi hanno payout ratio elevato". Tale indicatore può essere:
- Minore dell'unità in quanto una parte di utili viene reinvestita nel processo di sviluppo dell'impresa;
- Superiore all'unità, in presenza di bassi utili, quando la società attinge alle riserve per il pagamento dei dividendi al fine di evitare di distribuire un dividendo eccessivamente contenuto.

14

⁷ Per scrivere questa sezione cfr. A. Damodaran, O, Roggi, "Finanza aziendale: Applicazioni per il management", (2015), Maggioli Editore, p.612-614

⁸ ASSONEBB (2019), voce "pay-out ratio" (https://www.bankpedia.org/ricerca.php:)

- Dividend Yield⁹: (Dividendo annuo per azione / prezzo azione) "Tale indicatore è dato dal rapporto tra il dividendo unitario pagato da una determinata azione e il prezzo della stessa": esso viene impiegato per confrontare la posizione dell'impresa oggetto di interesse con un'altra impresa o rispetto ad un gruppo di imprese concorrenti.

- Rendimento azionario totale: (Tasso di dividendo + capital gain) Come è ben evidente dalla formula, gli investitori preferiscono azioni con un elevato tasso di dividendo poiché generano anche rendimenti superiori.
- Retention Rate: (1 rapporto di distribuzione degli utili) Tale indicatore viene impiegato per valutare la crescita futura degli utili; le imprese con un elevato retention ratio sono quelle con elevati tassi di crescita degli utili e che preferiscono trattenere tali utili con la finalità di impiegarli in potenziali progetti con VAN > 0.

_

1.1.3 Il riacquisto di azioni proprie¹⁰

"Il riacquisto di azioni proprie o share buyback è un'operazione attraverso la quale una società riacquista azioni proprie dagli apportatori di capitale di rischio pagando un corrispettivo, in genere di natura monetaria". ¹¹ Tale entità può essere uguale o maggiore al prezzo di mercato del titolo: questa procedura è assai diffusa nei Paesi anglosassoni (Stati Uniti, Regno Unito ...) ma nell'ultimo ventennio sempre più aziende hanno adottato questo meccanismo di remunerazione per i

⁹ Borsa Italiana (2021), voce "dividend yield" (https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/stacco-dividendo.html?refresh_ce=1).

¹⁰ Per la stesura di questa sezione cfr il capitolo 1 di A. Manelli, R. Pace, "Il riacquisto di azioni proprie" (2007), Pitagora Editrice.

¹¹ A. Manelli, R. Pace, "Il riacquisto di azioni proprie" (2007), Pitagora Editrice, p. 3.

propri azionisti rispetto a quello tradizionale dei dividendi. Entrambi i metodi fanno sì che l'impresa abbia necessità di liquidità indirizzandola a ridurre il suo flusso di cassa; ma al contrario dei dividendi che offrono una remunerazione a tutti gli azionisti di un'azienda, un buyback ridà liquidità ai soli investitori che decidono di cedere le loro azioni. Gli altri azionisti implicitamente riceveranno dei vantaggi in seguito ad un riacquisto di azioni proprie poiché gli investitori apprezzano l'investimento dell'azienda nelle proprie azioni, rappresentando un segnale di fiducia nel proprio business.

1.1.3.1. Il riacquisto di azioni proprie secondo la disciplina italiana 12

L'operazione di buyback, in base alla legislazione italiana, viene disciplinata dagli articoli 2357 e successivi del Codice civile e dal Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria ed i tratti più rilevanti vengono di seguito elencati:

- "La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili" ed è possibile acquistare solamente azioni interamente liberate;
- Tale operazione deve essere autorizzata dall'assemblea che ne stabilisce anche le modalità;
- "Il valore nominale delle azioni acquistate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale";

16

¹² Per questa sezione cfr. A. Manelli, R. Pace, "Il riacquisto di azioni proprie", 2007, Pitagora Editrice, p.6-8.

- "Finché le azioni restano di proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni cosi come il diritto di voto è sospeso";
- "Gli amministratori non possono disporre delle azioni proprie acquistate, se non previa autorizzazione dell'assemblea";
- È prevista la costituzione e la conservazione di una riserva indisponibile di pari entità delle azioni proprie iscritta nell'attivo dello stato patrimoniale finché tali azioni non vengono annullate o trasferite".
- I processi di riacquisto di azioni proprie sono regolamentati anche dall'art. 132 del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria che incrementando i poteri di controllo della Consob, ci si pone l'obiettivo di garantire la trasparenza e la parità di trattamento tra gli azionisti.

1.1.3.2. Le differenti modalità di buyback¹³

Ci sono diverse procedure di buyback adottate dal management delle società e di seguito illustrerò brevemente le caratteristiche di quelle più adottate.

- OPEN MARKET REPURCHASE (riacquisti a mercato aperto): con tale meccanismo l'impresa acquista le proprie azioni direttamente sul mercato e queste transazioni vengono eseguite da un broker abilitato. I maggiori vantaggi per l'impresa sono sia di non aver alcun limite di tempo entro il quale adottare tale operazione sia di acquistare le proprie azioni al prezzo di mercato corrente senza il bisogno di riconoscere un premio;

¹³ Per questa sezione cfr. A. Manelli, R Pace, "Il riacquisto di azioni proprie", 2007, Pitagora Editrice, p. 9-13 e Corporate Finance Institute (2021), "Stock Buyback Methods" (https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/stock-buyback-methods/).

- FIXED-PRICED TENDER OFFER (riacquisto a prezzo fisso tramite offerta pubblica): il riacquisto di azioni avviene tramite OPA a prezzo fisso dove il compenso, il periodo di validità, il numero di azioni riacquistabili e i vari procedimenti da intraprendere qualora tale numero si riveli minore o superiore a quello delle azioni richieste, vengono stabiliti sin dall'inizio. Tale corrispettivo è solito rivelarsi maggiore del prezzo di mercato;
- DUTCH-AUCMON TENDER OFFER (offerta pubblica di acquisto con asta olandese): come nel caso precedente, il riacquisto di azioni avviene tramite OPA ma la differenza più rilevante sta nel fatto che il prezzo con il quale avviene tale meccanismo è variabile all'interno di un intervallo predefinito. In sede di annuncio, oltre al prezzo viene stabilito anche il numero massimo di acquisti realizzabili sia in termini di numero di titoli sia in termini di capitale impiegato;
- TRANSFERABLE PUT RIGHT: quando si parla di TPR, ci riferiamo ad un'opzione di vendita sulle azioni proprie assegnate agli investitori e l'azienda emittente determina il prezzo e l'intervallo di tempo entro il quale può risultare possibile avvalersi di essa. Il TPR può essere oggetto di negoziazioni in opportuni mercati secondari;
- BUYBACK indirizzati verso determinati segmenti di azionisti: le transazioni vengono concluse privatamente senza la presenza di intermediari tra l'impresa e l'azionista. Il prezzo di riacquisto è dato dalla somma di due componenti: il prezzo di mercato corrente ed un premio. Tale operazione ha l'obiettivo non solo di ridurre il numero di azionisti per diminuire i costi di gestione che derivano da essi ma anche per difendersi da possibili scalate ostili.

1.1.3.3. Le variabili che influenzano l'adozione dei dividendi o di buyback¹⁴

Come è stato descritto nelle precedenti sezioni, le società possono rendere liquidità ai propri investitori mediante i dividendi o il riacquisto di azioni proprie e l'adozione di uno di essi deriva da una serie di considerazioni. L'azienda deve valutare se le eccedenze di liquidità siano momentanee o stabili: nel primo caso la società impiegherà come strumento di distribuzione di ricchezza il buyback mentre nel secondo caso adotterà i dividendi. Un altro fattore rilevante è quando il management reputa che vi sia una sottovalutazione delle azioni e l'impresa in tal caso preferirà il buyback per diffondere un giudizio positivo riguardo la propria salute finanziaria, soprattutto se riacquisto ad un valore sensibilmente superiore alla quotazione del mercato. Vi sono imprese che preferiscono il riacquisto di azioni proprie nei casi in cui non siano certe delle possibilità di impiegare le proprie eccedenze di liquidità in futuri investimenti. Una variabile che influenza il management riguardo l'impiego di uno dei suddetti strumenti è il trattamento fiscale sui dividendi o sul capital gain i cui investitori sono soggetti: qualora le aliquote siano di maggiore entità sui dividendi le società adotteranno un buyback, nel caso opposto le imprese potrebbero decidere di erogare un dividendo straordinari.

1.2. Le motivazioni che inducono le imprese all'adozione delle politiche dei dividendi

In questa sezione descriverò i possibili motivi che conducono le società ad attuare il buyback o il dividendo come modalità di restituzione di liquidità agli azionisti.

1.2.1 Perché le imprese intraprendono le politiche dei dividendi?

La tematica centrale di tale argomento si basa sugli studi e sulle analisi effettuate da Franco Modigliani e Merton Miller (1961)¹⁵ secondo i quali il valore di un'impresa non ha alcun nesso causale con la politica dei dividendi. Affinché tale

¹⁴ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: Applicazioni per il management" (2015), Maggioli Editore, p.667

¹⁵ Miller, Modigliani, "Dividend policy, growth and the valutation of shares" in Journal of Business, Vol.34, p.411-433

teoria sia valida, gli autori basano il proprio modello¹⁶ su una serie di "forti" ipotesi che nel mondo reale difficilmente si verificano e ciò pone in evidenza dei forti limiti teorici:

- Assenza di grandi investitori: nessun investitore possiede una dimensione sul mercato tale da poter provocare variazioni del valore di mercato di un titolo;
- Efficienza informativa: ciascun investitore possiede un contenuto informativo sul piano qualitativo e quantitativo in relazione ad una determinata società identico a tutti gli altri attori considerati sul mercato;
- Tutti gli individui sono perfettamente razionali ossia gli attori economici sono spinti verso progetti che possono offrire maggiori ricchezze e tali investitori sono indifferenti se si tratti di dividendo o capital gain;
- Non vi sono costi di transazione nell'acquisizione, vendita o emissione di un titolo sul mercato;
- Assenza di costi di agenzia: ciò sussiste quando il management opera in favore degli azionisti cercando di massimizzare il valore economico dell'impresa;
- Assenza di incertezza, ossia tutti gli operatori economici sono perfettamente a conoscenza dei possibili futuri progetti di investimento dell'impresa e degli eventuali guadagni che ne derivano. Vi è inoltre la possibilità per l'individuo di investire la propria ricchezza ad un tasso privo di rischio; a sostegno della teoria dell'irrilevanza dei dividendi vi è il cosiddetto "effetto clientela" ¹⁷. Tale fenomeno consiste nel semplice fatto che gli attori economici investono in aziende con politiche di dividendi che incontrano le preferenze di essi: così un'impresa che distribuisce bassi dividendi o che non li eroga affatto, non sarà danneggiata da questa opzione (allo stesso modo l'impresa paghi elevati dividendi).

¹⁶ A. Manelli, R. Pace, "Il riacquisto di azioni proprie",2007, Pitagora Editrice, cfr. capitolo 2

¹⁷ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management" 2015, Maggioli Editore, p.646

Assenza di imposte: l'investitore non è soggetto ad alcuna imposizione fiscale sia indiretta (corporate tax) che diretta (personal tax) in occasione della distribuzione dei dividendi;

Vi sono almeno tre possibili ragioni a dimostrazione del perché alcuni investitori prediligono i dividendi¹⁸:

"Assenza di autocontrollo": l'investitore non riuscendo a risparmiare o a controllare le proprie spese, preferisce consumare il dividendo, senza intaccare la quota capitale;

"Contabilità mentale" viene definita come la tendenza e la preferenza per l'investitore di gestire il denaro in conti mentali distinti per diminuire la difficoltà della decisione;

"Desiderio di evitare il rammarico": gli attori economici provano amarezza qualora le loro scelte di investimento si rivelino errate; così essi preferiscono un'azione che pur diminuendo il proprio valore, garantisce ad essi un dividendo basso che un'azione priva di dividendo, costringendoli alla sua vendita.

1.2.2. Perché le imprese intraprendono strategie di buyback?²⁰

Vi sono diverse finalità attraverso le quali l'impresa decide di intraprendere un piano di riacquisto di azioni proprie:

Il buyback come meccanismo di segnalazione della sottovalutazione di un titolo: in questa circostanza il riacquisto di azioni proprie viene adottato quando il management ritiene che le azioni siano

¹⁸ O. Roggi, A. Damodaran, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p. 644-647. ¹⁹ E. Cervellati, "Pianificazione e contabilità mentale del cliente", (2017), PF Academy.

²⁰ A. Manelli, R. Pace, "Il riacquisto di azioni proprie" (2007), Pitagora Editrice, cfr. capitolo 2.

Successivamente a tale operazione, solitamente, il mercato reagirà in modo positivo generando un aumento del prezzo azionario;

- L'imposizione fiscale: se gli investitori sono soggetti ad aliquote fiscali maggiori sui dividendi rispetto all'apprezzamento azionario, l'azienda preferirà intraprendere un processo di riacquisto delle azioni proprie;
- Il riacquisto come buon investimento per una società: per l'azienda può essere di estrema convenienza riacquistare le proprie azioni, soprattutto quando la stessa società è consapevole di una sottovalutazione di esse ed è certa che vi sarà un allineamento tra il valore di mercato e quello economico;
- Prevedibilità del fabbisogno finanziario futuro: le aziende non certe del proprio fabbisogno finanziario futuro riguardante eventuali opportunità d'investimento prediligono meccanismi di buyback a dividendi poiché i primi mostrano una maggiore flessibilità. Infatti, successivamente, l'impresa dovrebbe impegnarsi al mantenimento di livelli stabili di dividendi;
- Manipolazione dell'utile per azioni (EPS):

Attraverso un processo di buyback, riducendo il numero di azioni in circolazione, andremo ad incrementare il valore dell'EPS riportando così utili per azioni più elevati;

 Il buyback viene impiegato anche come modalità di retribuzione dei propri manager attraverso piani di stock option. Infatti, potrebbero essere concesse azioni societarie al manager in seguito al raggiungimento di determinati target economici-finanziari. L'incremento di operazioni di buyback in quest'ultimo ventennio ha condotto gli studiosi a porre in evidenza tre principali cause comportamentali²¹:

- "Effetto gregge": le imprese cercano di imitare il comportamento delle altre imprese del settore di riferimento non solo per quanto riguarda le politiche di dividendo ma anche le operazioni di buyback;
- "framing e ancoraggio": i manager ponendosi come obiettivo un determinato rapporto/utili per le loro aziende saranno certi che ad operazioni di buyback ne conseguirà EPS e prezzi azionari maggiori. Qualora anche gli investitori siano allineati con tale punto di vista, i prezzi delle azioni, almeno nel breve periodo, aumenteranno in seguito al riacquisto di azioni.
- "eccesso di ottimismo": i manager fanno ricorso al buyback convinti del fatto che le azioni societarie siano sottovalutate.

²¹ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza Aziendale: applicazioni per il management", (2015), Maggioli Editore, p.669 – 670.

CAPITOLO II: LE DIVERSE TIPOLOGIE DEI CONFLITTI DI AGENZIA

Le imprese affrontano problemi e assumono decisioni; i problemi hanno implicazioni finanziarie mentre le decisioni riguardano le risorse che l'impresa deve investire in maniera ottimale. Tutto ciò accade sia in sia imprese quotate che imprese non quotate.

Le prime raccolgono capitale proprio e di terzi attraverso l'emissione, mentre nelle seconde il capitale di terzi, in genere rappresentato da prestiti bancari il capitale proprio, è costituito dai fondi investiti dal proprietario nell'attività.

L'impresa per finanziare i propri asset ricorre a due alternative:

- Raccogliere fondi da intermediari bancari in cambio del diritto a ricevere un pagamento fisso (interest-payment¹), senza un coinvolgimento nella gestione dell'impresa;
- Raccogliere fondi a titolo di capitale proprio (equity²), cedendo un diritto residuale sui flussi di cassa che restano per soddisfare gli impegni associati al capitale di terzi e un maggiore coinvolgimento nella gestione dell'attività.

Ogni impresa ha una funzione obiettivo: la massimizzazione del valore, sulla base del presupposto per il quale le scelte effettuate dagli azionisti nel proprio interesse soddisfano anche gli interessi degli altri stakeholders e quindi massimizzano il valore dell'impresa nel suo complesso e pertanto quello residuale per gli azionisti.

¹Pagamento di interessi su un prestito o un mutuo.

²Mezzi propri di un'impresa in contrapposizione ai mezzi di terzi. Corrisponde al capitale sociale, che è il capitale contribuito alla società da parte dei soci, indicativo delle risorse sulle quali un'azienda può contare da parte dei suoi azionisti.

2.1. La massimizzazione del valore dell'impresa³

I mercati efficienti spesso non prendono in considerazione i costi sociali connessi alla massimizzazione del valore. È necessario comprendere la funzione della finanza aziendale in relazione alle imprese e come queste possano prendere decisioni in modo ottimale.

La finanza aziendale si basa su tre principi:

- Principio di investimento: Per investire in un progetto è necessario confrontare il rendimento atteso, con una soglia minima di rendimento. Questo valore deve essere proporzionale alla rischiosità del progetto e deve riflettere la struttura finanziaria utilizzata, ossia la combinazione dei fondi propri e denaro preso in prestito. Il rendimento atteso di un progetto va misurato sulla base dell'ammontare dei flussi di cassa generati e della loro distribuzione nel tempo, prendendo in considerazione tutti gli effetti positivi e negativi del progetto;
- Principio di finanziamento: Si determina una struttura finanziaria che massimizzi gli investimenti. Le attività d'impresa vengono finanziate con capitale proprio e capitale di terzi. Ad esempio, nelle imprese quotate, il capitale proprio è rappresentato da azioni mentre il capitale di terzi è spesso sotto forma di obbligazioni; nelle imprese non quotate il capitale di terzi è formato da prestiti bancari, mentre il capitale proprio è rappresentato dal capitale messo a disposizione dai proprietari;

³ Cfr. A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, pp. 1-12.

Principio dei dividendi: Si attua una restituzione del denaro ai proprietari dell'impresa quando non vi sono investimenti che siano in grado di generare un rendimento superiore alla soglia minima. Molte imprese raggiungono uno stadio in cui il flusso di cassa è maggiore dei fondi richiesti dalle opportunità d'investimento, creando valore e ottenendo così un rendimento superiore alla soglia minima. Si deduce che da questo momento l'impresa attui una restituzione di denaro presso i proprietari; situazione che si diversifica nelle società quota e non. Nelle società quotate in Borsa, la restituzione avviene tramite il pagamento di dividendi o il riacquisto di azioni proprie; mentre nelle società non quotate, ciò può avvenire attraverso il semplice ritiro di una parte dei fondi investiti nell'impresa, da parte dei proprietari. Le imprese che non restituiscono l'eccedenza di flussi di cassa generati ai proprietari accumuleranno dei saldi di cassa crescenti nel corso de tempo; bisogna comprendere quanti flussi di cassa vanno restituiti ai proprietari e quando l'accumulo di questi in impresa risulta eccessivo.

Il legame tra queste decisioni determina il valore dell'impresa, che ha come funzione obiettivo la massimizzazione del valore della stessa, e valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati a un tasso che rifletta la rischiosità degli investimenti e la struttura finanziaria utilizzata per finanziare. Gli investitori hanno aspettative sui flussi di cassa futuri basandosi sull'osservazione di cassa correnti e sulle previsioni di crescita futura; questi riguardano i progetti dell'impresa e il tasso di reinvestimento degli utili.

Le decisioni di finanziamento influiscono sul valore di un'impresa attraverso il tasso di attualizzazione e i flussi di cassa attesi.

All'interno di ogni azienda molteplici sono gli obiettivi da raggiungere, orientati tutti ad un unico focus. Esistono quindi diverse strade per guidare il processo decisionale. L'obiettivo ideale dovrebbe soddisfare seguenti requisiti:

- Avere una definizione chiara: Tale decisione dipende dalla situazione e da chi affronta la decisione. Gli obiettivi devono essere chiari e decisivi;
- Chiarezza e tempestività: Elementi fondamentali per valutare l'effetto delle decisioni prese; rendono efficaci gli obiettivi che altrimenti sembrerebbero ragionevoli;
- Eliminare i costi superiori ai benefici per l'impresa, che siano per ragioni di gruppi o entità, con conseguente effetto netto negativo per la società.

2.2. I conflitti di interesse

Quando la proprietà dell'impresa è disgiunta dalla gestione⁴, possono nascere conflitti di interessi fra azionisti/proprietari e management, dove quest'ultimo può essere indotto ad attuare comportamenti opportunistici a danno degli investitori.

Altro conflitto potrebbe insorgere tra azionisti e obbligazionisti sulla massimizzazione del valore del capitale netto, attraverso il processo decisionale dei primi, i quali incorrono nel trasferire a loro la ricchezza dei secondi.

Importante per la massimizzazione del valore è il prezzo azionario il quale rappresenta il "giusto" obiettivo, senza effetti collaterali negativi né conflitti di interessi. Per far sì che vi siano le condizioni ottimali per raggiungere questo risultato dovrebbero verificarsi, contemporaneamente, le seguenti condizioni:

⁴ Cfr. A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, capitolo

- Il management ha come priorità gli interessi degli azionisti determinando la massimizzazione del loro patrimonio;
- I soggetti che finanziano l'azienda sono protetti da tentativi di espropriazione da parte degli azionisti. Ciò accade quando gli azionisti vogliano tutelare la propria reputazione sul mercato dei capitali, e astenersi da atti che possano espropriare ricchezza da obbligazionisti e altri investitori;
- Il management analizza la quantità e qualità delle informazioni disponibili affinché i mercati possano valutare gli effetti dell'operato dell'azienda in termini di valore; questi analizzano e valutano la gestione dell'organizzazione e quali sono gli effetti sul valore delle azioni.
- Non ci sono costi sociali⁵, nel senso che tutti i costi prodotti dall'azienda nel tentativo di massimizzare il patrimonio degli azionisti possono essere misurati e imputati all'azienda stessa.

I punti analizzati permettono al management di comprendere quanto l'azienda sia vicina all'obiettivo guida, in quanto massimizzare il prezzo azionario significherà anche aumentare il valore del capitale netto, il valore dell'impresa benessere sociale.

In linea teorica, gli azionisti hanno il potere di disciplinare ed eventualmente destituire i manager che non dimostrino di operare nel loro interesse. Due sono i meccanismi messi a disposizione degli azionisti per l'esercizio di questo potere:

- *l'assemblea annuale*, *in* seno alla quale è possibile manifestare riserve circa l'operato del management;

⁵Costo del distogliere risorse da progetti (marginali) privati per impiegarle nel settore pubblico. Esso corrisponde al rendimento di un possibile impiego privato, corretto per tener conto di imposte, premi per differenziali di rischio e altre componenti positive o negative di reddito. Espresso in questi termini, se ne suggerisce l'impiego nella valutazione economica dell'analisi costi-benefici come tasso sociale di sconto. Fonte: Assonebb (2021), voce: "Costo sociale di opportunità del capitale", (https://www.bankpedia.org/ricerca.php#).

- *il Consiglio di Amministrazione*, che ha l'obbligo fiduciario di garantire che il management agisca nell'interesse degli azionisti.

2.2.1 L' evoluzione verso l'impresa manageriale

L'applicazione degli approcci tipici della complessità al management implica l'adozione di modelli manageriali "complessi" in contrapposizione a modelli manageriali "classici".

Roberto Costantini⁶ sottolinea le differenze tra modello classico e modello complesso:

- Modello classico (fail-safe world): Adatto per situazioni semplici, costruisce stabilità, prevedibilità e poco rischio. Utile per chi ha investito nel breve termine, ma meno adatto alla realtà del mondo e allo sviluppo a lungo termine. Tale modello prevede un'organizzazione semplice in un ambiente stabile e in un futuro prevedibile sulla base di proiezioni di serie storiche. Il successo si ottiene in queste condizioni tramite equilibrio e stabilità;
- *Modello complesso (safe to fail world):* Si basa sull'imprevedibilità del futuro, cui determina l'importanza di governare l'instabilità per tenersi aperte tutte le opzioni. Vengono abbandonate le concezioni finalizzate alla produzione di decisioni di una realtà complessa, ossia evitare il tentativo di porsi l'obiettivo di una rappresentazione semplice. Il modello complesso si basa su un'organizzazione di un sistema complesso adattativo, in un ambiente turbolento e in un futuro prevedibile solo in parte grazie allo studio dei

⁶ Per il paragrafo su Constantini, ci si è basati su De Toni, "Teoria della complessità e implicazioni manageriali: verso l'auto-organizzazione", 2010, Sinergie n. 81/10, p.80.

megatrend (insieme di potenti forze di cambiamento sociale demografico ambientale e tecnologico che stanno trasformando il nostro mondo).

Il nuovo approccio al management è più dinamico e utile in tempi turbolenti. I top manager nelle grandi organizzazioni possono intraprendere due vie: *attuare* strategie emergenti oppure aderire pienamente al piano formulato.

Le *strategie emergenti* possono migliorare il conflitto e il disordine presente nell'impresa; diversamente *aderire pienamente al piano formulato* permette di controllare le situazioni imprevedibili, anche se tale scelta è l'alternativa più pericolosa.

Fig.1: TEORIA DELLA COMPLESSITA' E IMPLICAZIONI MANAGERIALI

		MODELLO MANAGERIALE		
		CLASSICO	COMPLESSO	
CARATTERISTICHE	Ambiente	prevalentemente stabile	prevalentemente turbolento	
	Studio del futuro	basato su proiezioni di serie storiche	basato su megatrend	
	Generazione di nuove strategie	dall'alto, favorendo intese, ordine, armonia	anche dal basso, accettando conflitti, disordine, disarmonia	
	Natura dell'organizzazione	a una mente	a molte menti	
	Gestione prevalente	organizzata sulla base di principi e regole	auto-organizzata sulla base di una visione condivisa	
	Ruolo prevalente dei manager	pianificazione e controllo	creazione e presidio del contesto	
	Orientamento prevalente del personale	svolgimento di compiti	assunzione di responsabilità (intra-imprenditorialità)	
	Processi decisionali	iter determinato	iter indeterminato	
	Sovra-sistema d'impresa	sistema industriale	eco-sistema	
	Interazione con il contesto	adattamento	co-evoluzione	
	Successo	equilibrio e stabilità	non equilibrio e cambiamento	
	OBIETTIVO	STABILITÀ (ridurre la complessità)	ELASTICITÀ (assorbire la complessità)	

Fonte: De Toni (2010), p.82

Possiamo analizzare come il modello manageriale evolve nelle due direzioni, inerente alla natura dell'organizzazione sia nel *modello classico* che *complesso*; il primo è considerato come un sistema "a una mente", mentre nel modello complesso è considerata un sistema "a molte menti".

L'auto-organizzazione permette ai singoli di contribuire all'assorbimento della complessità tramite un processo bottom-up⁷; le persone acquistano importanza e dimostrano la capacità di una comprensione della variabilità esterna. Il top management si trova, diverse volte, lontano dalla realtà.

Il *modello classico* basa la gestione su regole razionali, dove il management attua pianificazione e controllo; mentre il coordinamento gestionale del *modello complesso* è il risultato dei processi sociali ed attribuisce al management il compito di creare le condizioni favorevoli per l'apprendimento e l'innovazione continua e presidiare nel tempo l'evoluzione del contesto.

L'auto-organizzazione può avvenire spontaneamente, ma sempre in presenza di determinate condizioni, che il management ha il compito di creare; deve fornire l'energia esterna necessaria affinché i sistemi complessi adattativi si auto-organizzino.

"Il potere è come la conoscenza", l'impegno delle organizzazioni muta se i manager le spingono verso nuove attività, mettono in atto nuove sfide e obiettivi.

La concettualizzazione del potere permette di comprendere l'empowerment⁹e il management dei sistemi 'a molte menti'; viene esercitata la leadership, ossia la capacità di influenzare il comportamento degli altri verso un obiettivo comune ed

⁸ Dice J. Gharajedaghi in "Systems Thinking Managing Chaos and Complexity", Boston Butterworth – Hememann, 1999, p.71 citato da De Toni (2010), "Teoria della complessità e implicazioni manageriali: verso l'autoorganizzazione", Sinergie n. 81/10,p.83.

Insieme di azioni e interventi mirati a rafforzare il potere di scelta degli individui e ad aumentarne poteri e responsabilità, migliorandone le competenze e le conoscenze. È dunque abdicazione di potere.

⁷ Stimolo esterno e sulle sue caratteristiche percettive, si fa riferimento quindi a una modalità di elaborazione «guidata dai dati», che parte dai dati sensoriali (le singole parti dello stimolo).

essere aperti alle innovazioni. I leader e i manager dovrebbero trovare il modo per far sì che la missione d'impresa diventi personale per i propri dipendenti; ogni leader deve fare in modo che ciascun componente del gruppo diventi leader di sé stesso.

Per fare ciò serve condividere valori (intesi come etica delle relazioni), cultura (concepita come patrimonio specifico di conoscenze e nozioni organicamente legate fra loro che contribuiscono in modo sostanziale alla formazione della "personalità" di un singolo o di una organizzazione) e linguaggi (interpretati come codici di interazione, portatori di significati impliciti) d'impresa con in propri dipendenti.

2.2.2 I principi organizzativi¹⁰

Il controllo manageriale ha l'obiettivo di monitorare l'efficacia dei processi aziendali, per ottimizzazione e migliorare il raggiungimento degli obiettivi di business. Il controllo verifica *l'efficienza e l'efficacia*.

L'efficienza realizzata attraverso processi ed attività nel rispetto di procedure e normative sia aziendali che di legge; l'efficacia permette di monitorare macroprocessi aziendali (pianificazione, progettazione, produzione, amministrazione, gestione finanziaria, gestione del personale, ecc.) per ottenere risultati finalizzati al conseguimento degli obiettivi.

Elemento importante per l'impresa è la sfera organizzativa; qui troviamo sia il personale (da gestire, controllare e motivare), che la *governance* aziendale, cui è

¹⁰ Per questa sezione cfr. A. De Toni, "Teoria della complessità e implicazioni manageriali: verso l'autoorganizzazione", 2010, Sinergie n. 81/10, p. 83-95.

inerente alla responsabilità sociale d'impresa (come ad esempio i sistemi di qualità o i sistemi di gestione).

Il controllo ha aspetti legati a problematiche di tipo culturali. Il sistema aziendale attraverso l'organizzazione identifica la soluzione ottimale dei problemi ai fini aziendali, evitando errori e facilitando di controllo sulle azioni.

Tutto ciò permette di attuare un approccio insito a perseguire soluzioni che offrono l'opportunità di migliorare la *performance*. L'innovazione permette il supporto alla proattività imprenditoriale, la quale permette di vincere le sfide di mercato.

Il mercato odierno è un ambiente complesso e in continua evoluzione, al manager è sempre più richiesto di indirizzare le finalità delle attività, di attuare un controllo basato sulla ricerca di "sintomi", per effettuare diagnosi con attenzione all'ascolto e ai segnali deboli.

Questa figura specializzata deve avere conoscenze di ambiti normativi, ambientali e di contesto; il manager ha la capacità di attuare il controllo richiesto alla funzione e al ruolo in termini di individuare, valutare difformità e cogliere tempestivamente errori e disfunzioni.

Il controllo finalizzato del manager è inerente alla ricerca e all'individuazione di soluzioni, know-how adeguate a raggiungere gli obiettivi prefissati; gestione delle complessità e partecipazione sull'assunzione di responsabilità da parte di tutti in una logica intra-imprenditorialità.

L'autorganizzazione può essere definita come un processo dinamico¹¹, basato su interazioni su cui vengono riorganizzate le componenti basilari per formare una identità globale coerente d'impresa, con la presenza di nuove proprietà emergenti; gli elementi che portano all'auto-organizzazione riguardano i singoli quanto i

¹¹ Inerenti a processi bottom-up.

gruppi formali o informali, e di fondamentale importanza è che vi sia capacità di collaborazione e di coordinamento tra di essi.

Nei principi organizzativi, nelle pratiche manageriali e nei modelli di autorganizzazione vi sono dei principi che si fondano su tre pratiche manageriali che caratterizzano la dinamica delle interazioni locali (De Toni, 2010, p.88):

- La delega del potere e dell'autorità: Il potere e l'autorità vengono delegati ad ogni singola persona, mentre il controllo è distribuito tra le parti e non è concentrato nelle mani di pochi. Tutto ciò si traduce in decentramento e interdipendenza dei meccanismi di feedback:le parti sono interconnesse e assumono informazioni e responsabilità dell'organizzazione nel suo complesso.
- *Il job enrichment:* Valorizzazione e sviluppo delle competenze di ogni collaboratore si traducono in aumento dei compiti¹² (job enlargement), che determina un aumento delle possibilità del loro arricchimento¹³. Si mobilita una realtà in senso verticale dove le auto-organizzazioni ritengono fondamentale fornire ai collaboratori tutti gli strumenti che consentano loro di diventare dei veri e propri imprenditori interni;
- La de-regulation: Sburocratizzazione, riduzione delle norme e procedure.

 Essa¹⁴ permette di declinare il comportamento aziendale nelle regole specifiche che guidano le scelte individuali per influenzare le strutture generali.

L'arricchimento delle mansioni (*job enrichment*) è l'approccio con cui si modificano le caratteristiche del lavoro per fare svolgere ai lavoratori attività più complete e meno routinarie, con più autonomia e responsabilità.

¹² Strategia utilizzata in aziende di grandi dimensioni che prevede un aumento delle mansioni periodicamente affidate ai lavoratori. I nuovi compiti assunti dal lavoratore non prevedono una mobilità in senso verticale, in quanto, pur essendo diversi da quelli a lui tradizionalmente affidati, non comportano assunzioni di poteri e funzioni diverse da quelli tradizionali, a differenza del job enrichment .

¹⁴ Processo di snellimento di norme e regolamenti originariamente intesi a regolare, nell'interesse pubblico, determinati settori dell'attività economica. Questo tipo di regolazione a sua volta, si riferisce di solito a settori di pubblica utilità (telefoni, gas, elettricità, acqua, trasporti), a servizi finanziari (dalle banche alla Borsa), a mercati particolarmente sensibili (mercato del lavoro) e a esternalità.

Per una gestione bottom-up è necessario influenzare le scelte dei singoli, attraverso delle regole definite dai manager di un'azienda in grado di auto-organizzarsi. Bisogna orientare i comportamenti ad una integrazione condivisa come assorbimento di complessità interna, fonte di valore aggiunto per competere nella complessità esterna. Le tre pratiche manageriali possono essere sintetizzate nel concetto di imprenditorialità; sono pratiche fondamentali comuni a tutte le forme organizzative avanzate. La piena responsabilità determina l'azione in prima persona, l'assunzione di rischio, la sperimentazione consapevole, la tolleranza all'errore, che diviene un fenomeno di apprendimento.

Nei principi organizzativi è possibile vedere all'opera caratteristiche generali tipiche dell'autorganizzazione, come l'apertura e la chiusura del sistema e le interazioni locali.

Le auto-organizzazioni sono basate su dinamiche bottom-up con la presenza concomitante di quote di top-down. Dalla figura possiamo analizzare i principi organizzativi e le pratiche manageriali delle autorganizzazioni:

Fig.2: PRINCIPI ORGANIZZATIVI DELLE AUTO-ORGANIZZAZIONI E PRATICHE MANAGERIALI



Fonte: De Toni (2010, p.90), che riprende l'immagine da De Toni A.F., Comello L., Ioan L., Auto - organizzazioni. "Il mistero dell'emergenza dal basso nei sistemi fisici, biologici e sociali", Marsilio, 2010.

- Principio del modello dell'organizzazione circolare: Interconnessione, apertura verso l'esterno e tra le unità interne. Come reti sociali, il modello a invarianza di scala proposte da Albert-László Barabási nel 2004 sfrutta l'effetto small worlds, ossia nodi connessi fra loro attraverso altre reti, chiamate "hub", al cui interno troviamo persone che hanno un network di contatti con l'esterno;
- Principio del modello dell'organizzazione olografica: Ridondanza. Vi è "intercambiabilità", questo ricorda la flessibilità della co-evoluzione, dove la suddivisione in unità autonome permette all'impresa di ottenere funzionalità delle proprie risorse. Ciò determina la robustezza e la resilienza dell'organizzazione;

Principio del modello dell'organizzazione cellulare: La condivisione permette alle unità autonome di essere efficaci grazie al loro coordinamento. Per migliorare e legare gli obiettivi di sviluppo personali a quelli di dell'impresa si debbono attuare opportuni sistemi di valutazione delle performance, di retribuzione e incentivazione. Per condivisione si intende il livello di conoscenze tecniche, gestionali e informazione legato al reale modus operandi dell'azienda, informazioni di natura economico-finanziaria sulle quali si regge la vita dell'impresa e strumenti di Knowledge Management per condividere best practices ¹⁵;

- Principio del modello dell'organizzazione olonica: Riconfigurazione. Le unità autonome devono movimentarsi nel ricercare sempre nuovi clienti e nuovi partner, variando in base a cambiamenti ambientali. La catena del valore è sempre in evoluzione, dove le competenze sono l'elemento fondamentale per servire commodity¹⁶ per un diverso prodotto in un mercato completamente differente dal nostro¹⁷.

Queste sono le auto-organizzazioni, fondate su differenti principi organizzativi e su alcune pratiche manageriali. Inerenti a quest'ultime le tre centrali riguardano l'imprenditorialità e sono la delega di potere e autorità, il job enrichment e la deregulation.

Secondo il principio dell'interconnessione, presente nell'organizzazione circolare, si evidenziano similitudini tra i centri e le periferie dell'impresa, realizzata per

¹⁵ Insieme delle attività, procedure, comportamenti, abitudini, che organizzate in modo sistematico, possono essere prese come riferimento e riprodotte per favorire il raggiungimento dei risultati migliori in ambito aziendale.

Si riferisce a quella particolare categoria di servizi che viene scambiata sul mercato senza differenze qualitative. Fonte: Borsa Italiana, sezione Glossario, voce: commodity, https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/commodity.html.

¹⁷ Questo paragrafo sui vari principi si basa su De Toni (2010), p. 89-91.

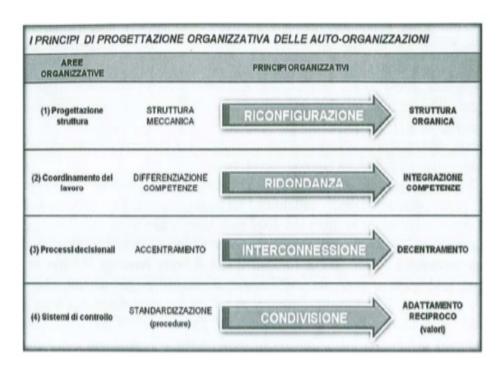
mezzo del decision making partecipativo e di pratiche come il doublelinking; nell'organizzazione olografica vengono attuate il double loop learning, pratiche di job rotation/job enlargement e il diversity.

Secondo il principio della condivisione vengono attuate pratiche di asset/profit sharing; in ultimo il monitoraggio del mercato, delle tecnologie, il networking e le partnership riguardano l'organizzazione olonica.

Gli elementi mostrati ci permettono di comprendere come i modelli organizzativi si modellano a seconda del cambiamento che può avvenire all'esterno determinando una maggiore flessibilità interna e solo adottando un approccio coerente con la cultura, i processi, gli strumenti e gli indicatori di performance.

Ogni organizzazione può orientarsi ad un'area di progettazione organizzativa, per assumere maggiormente i connotati di un'auto-organizzazione.

Fig.3: PRINCIPI DI PROGETTAZIONE ORGANIZZATIVA DELLE AUTO-ORGANIZZAZIONI



Fonte: De Toni (2010), p.93 che riprende De Toni A.F., Comelo L., Auto - organizzazioni. "Il mistero dell'emergenza dal basso nei sistemi fisici, biologici e sociali", Marsilio, 2010

Probabilmente non tutte le organizzazioni saranno auto-organizzazioni; alcune variabili determinano le variazioni relative alle quote di bottom-up e topdown.

"Ogni passo che induce ad allontanarsi dal modello burocratico determina un avvicinamento all'auto-organizzazione, con implicazioni sulla distribuzione del potere e del controllo organizzativi; il processo di apprendimento richiede un open "mindset" e capacità di autocritica diversi dai modelli di tradizionali." ¹⁸

L'obiettivo riguarda la delega di regole di base, che hanno come focus l'obiettivo di far emergere l'intelligenza distribuita¹⁹, nel network dell'organizzazione; importante da prendere in considerazione sono le resistenze che potrebbero provenire dall'interno dell'organizzazione, ossia da coloro che sono situati nel basso della struttura.

Il dinamismo del mercato e la tecnologia, sempre più all'avanguardia, fa sì che le organizzazioni di successo, abbiano un'apertura ai contributi bottom-up.

L'evoluzione manageriale è una tematica importante che prende visione della tematica del controllo. Tale argomentazione analizza diversi aspetti, che permettono di diffondere l'importanza del controllo nella catena del valore aziendale, di creare determinati comportamenti a livello individuale e successivamente organizzativo. Gli aspetti generali riguardano alcune linee di cui tenere conto in azienda:

- Trasparenza delle regole: Bisogna creare un clima di fiducia nelle strutture di supporto l'azienda, tutto ciò per effettuare attività di monitoraggio e controllo dell'internal audit;

Morgan G., Images of Organizations, Sage Publications, Londra, 1986 (trad.it. Images. Le metafore dell'organizzazione, Franco Angeli, Milano, 1994, citato: De Toni, 2010, "Teoria dell'evoluzione e implicazioni manageriali: verso l'auto-organizzazione", p.93-94

¹⁹ Di tipo intellettuali, operative, innovative, emozionali

- Mindset proattivo: La responsabilizzazione dei risultati delle attività a livello macro-aziendale e dei comportamenti da parte delle persone, definiscono un clima di imprenditorialità diffusa; si vengono ad instaurare relazioni tra le persone e l'azienda, creando network formali e informali per il problem solving, basati sulla fiducia interpersonale;
- Lavorazione dei processi: Il superamento delle competenze tecniche funzionali, attraverso una maggiore propensione a pensare e lavorare per processi, favorisce un adeguato e sistematico confronto a livello di persone, strutture aziendali e realtà esterne. Gli interventi organizzativi e operativi permettono l'evoluzione di comportamenti coerenti agli elementi precedentemente citati con la conseguente formazione di un clima organizzativo orientato alla fiducia e condivisione degli obiettivi;
- *Modello di leadership:* Gli interventi devono essere caratterizzati dalla coerenza con il programma di formazione manageriale dell'azienda ed essere consoni agli obiettivi strategici definiti.

Il controllo manageriale per essere funzionale alla gestione della complessità ha bisogno del supporto di un'ottima organizzazione aziendale e di una buona gestione delle persone. Questo permette di utilizzare strumenti volti a risolvere quei problemi "culturali" che spesso sono presenti e di cui occorre tener conto.

2.3. Performance e conflitti di agenzia: le tipologie di conflitto di agenzia²⁰

La teoria di Jensen e Meckling, elaborata nel 1976,va a definire il rapporto di agenzia che viene a instaurarsi tra due figure: il principale e l'agente. Questi rilevano che: "una relazione di agenzia è un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbligano un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere". Tra il principale e l'agente scaturisce un conflitto d'agenzia qualora gli interessi delle sue parti divergano. Si attesta che eventi di conflitto permangano in tale rapporto. Il principale fruendo di sistemi di incentivazione, limita i comportamenti egoistici dell'agente, sostenendo costi di monitoraggio sulla condotta del suddetto. Si parla di bonding costs qualora l'agente sostenga direttamente gli oneri volti a testimoniare che non adotterà comportamenti opportunistici che ledano gli interessi del principale e assicurandogli un risarcimento qualora questo accada. Nelle relazioni d'agenzia il principale sostiene anche costi di monitoraggio. Jensen e Meckling (1976) individuano i costi di agenzia come la somma dei seguenti costi:

- I costi di monitoraggio sostenuti dal principale;
- I bonding cost sostenuti dall'agente;
- La perdita residuale.

Jensen e Meckling (1976) suddividono i conflitti d'agenzia secondo due conformazioni:

- I conflitti di agenzia del capitale proprio;
- I conflitti di agenzia del capitale di debito.

²⁰ Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria", 2013, Giappichelli Editore, p.74-75.

Si considera una terza componente di conflitti d'agenzia quale i rapporti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

2.3.1 I CONFLITTI DI AGENZIA DEL CAPITALE PROPRIO²¹

Con conflitti di agenzia del capitale proprio si intendono le situazioni di conflitto che emergono tra azionisti (principali) e dirigenti o management (agenti), qualora nelle aziende vi sia distinzione tra funzioni della proprietà, della gestione e del controllo sulla gestione quindi qualora le suddette funzioni vengano esercitate da soggetti differenti con interessi in conflitto.

Tali funzioni sono esplicate dall'assemblea degli azionisti, del management e dall'organo amministrativo. La funzione di proprietà si manifesta tramite l'esercizio dei diritti conferiti dal possesso di azioni, tra i più importanti il diritto di voto. La funzione gestionale è l'attività svolta dal management che collabora per il raggiungimento degli obiettivi aziendali. La funzione di controllo sulla gestione è l'attività di sorveglianza sull'operato del management, svolta dall'organo amministrativo o Consiglio di amministrazione. Al consiglio si attribuisce un'importanza centrale perché diventa l'organo che stabilisce l'equilibrio tra amministrazione e supervisione che costituisce il senso della corporate governance e il luogo dove trovano una composizione le istanze delle varie categorie di portatori di interesse nell'impresa. Tanto più aumenta la separazione della proprietà dal controllo, tanto più aumenteranno i costi di agenzia.

²¹ Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, Torino, pp.74-85.

La natura dei conflitti di agenzia tra proprietà e management dipende dal fatto che i dirigenti non sono possessori totalitari dei diritti sul valore residuo d'impresa, ovvero sul valore rimanente a seguito della remunerazione e il rimborso dei creditori, quindi il management potrebbe perseguire non solo gli interessi degli azionisti ma anche i propri. L'entità di tale atteggiamento opportunistico è tanto maggiore quanto minore è la loro quota proprietaria.

Tale atteggiamento si può manifestare in caso di non possesso di alcuna azione dell'impresa per cui svolgono le loro attività. Altro importante fattore che scaturisce comportamenti contrastanti del management all'interesse degli azionisti è *l'asimmetria informativa* tra i dirigenti e chi esercita le attività di controllo.

Per quanto riguarda i compensi dei dirigenti sono collegati a misure contabili che tendono a favorire la creazione di valore nel breve periodo piuttosto che nel lungo periodo. Le informazioni consone alla creazione dell'input rivolto alla realizzazione del reddito contabile sono soggette a manipolazione dei dirigenti stessi. Sui manager preme il rischio d'impiego non diversificabile minimizzato con azioni opportunistiche. Il rischio d'impiego non diversificabile è costituito da tre elementi:

- Il rischio di danneggiare la propria reputazione professionale;
- Il rischio di perdere il lavoro;
- Il rischio di perdere la ricchezza investita nell'impresa in cui lavorano.

La perdita di valore degli azionisti è conseguenza delle opzioni interessate dei dirigenti, che consistono nella rinuncia a progetti con valore attuale netto maggiore di zero o in comportamenti che riducono il valore attuale netto degli investimenti e nell'accettazione di progetti con valore attuale netto inferiore a

zero. Il management può attuare differenti scelte direzionali a scapito del valore creabile per gli azionisti:

- Riduzione dello sforzo, qualora i dirigenti non impiegassero il loro tempo e capacitò nella ricerca di progetti volti ad incrementare la ricchezza degli azionisti;
- Benefici privati, poiché è dimostrato che i dirigenti siano incentivati dall'opportunità di poter esercitare il proprio lavoro in uffici lussuosi, organizzare meeting in luoghi d'attrazione turistica, utilizzare mezzi per lo spostamento quali aerei privati.

Gli oneri associati ai privilegi citati si riflettono negativamente sul valore azionario;

- Costruzione di imperi: la fama di un'impresa di grandi dimensioni si riflette in benefici di immagine per il management, che proverà ad aumentare i fabbisogni finanziari a prescindere dalla prospettiva di aumento di valore per i proprietari;
- Entrenching investment: alcuni investimenti rispecchiano le competenze appartenenti ai dirigenti, quindi questi possono adottarli anche se ne esistono altri che creino maggior valore, ma richiedano differenti capacità;
- Rinuncia al rischio, qualora la remunerazione dei dirigenti fosse fissa, questi non avranno interesse nell'accettare progetti di investimento rischiosi, ma con sostanziose aspettative circa il valore attuale netto, in quanto non sopporterebbero le conseguenze negative in termini economici, di carriera, di prestigio o il licenziamento, senza poter acquistare la gran parte del valore generato dall'investimento in questione;
- Rinuncia all'aumento del grado di indebitamento, nel caso in cui la maggior ricchezza e il futuro dei dirigenti è collegata all'andamento dell'impresa, essi

eviteranno di finanziare progetti che vadano ad aumentare il leverage, per timore che il fallimento dell'azienda implichi la perdita della loro reputazione, del lavoro e del valore che hanno investito nelle sue azioni;

 Orientamento al reddito contabile, è nelle capacità dei dirigenti poter compiere azioni volte ad aumentare il valore del reddito contabile e la loro retribuzione ad esso associata, compromettendo la generazione di valore per gli shareholders futura.

La sottrazione di valore subita dagli *shareholders* può essere limitata tramite interventi di monitoraggio (controllo), di incentivo (stimolo) e di *bonding* anche se costosi.

Il consiglio assume una rilevanza centrale poiché diventa l'organo incaricato a realizzare quell'equilibrio tra amministrazione e supervisione che costituisce il senso della *corporate governance* e il luogo dove trovano una composizione le istanze delle varie categorie di portatori di interesse nell'impresa²².

Possiamo definire la *corporate governance* di un'impresa come il processo e la struttura impiegati per dirigere e gestire gli affari dell'impresa con la finalità di accrescere la ricchezza e la responsabilità dell'azienda con lo scopo di generare valore azionario di lungo periodo, considerando gli interessi degli *stakeholders*.

Il sistema di *corporate governance* di un'impresa ricopre un sostanziale ruolo nell'attutire i conflitti tra i differenti portatori di interesse. Possiamo classificare le componenti essenziali di un'efficace *corporate governance* in:

- La *trasparenza* concerne la corretta informazione al mercato, dal punto di vista dei tempi e della completezza;

45

²² Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, pp.77-80.

- L'etica attiene la capacità di creazione di valore nell'impresa, considerando la tutela dell'ambiente, i diritti umani, la salute e la sicurezza dei lavoratori;
- L'indipendenza si esprime tramite la presenza di amministratori e sindaci indipendenti garantendo il perseguimento degli interessi degli stakeholders aziendali.

In molti contesti aziendali gli azionisti rinunciano all'esercizio del monitoraggio sull'operato dei dirigenti, poiché non posseggono le competenze tecniche necessarie e poiché ciò comporterebbe un intenso consumo di tempo.

Gli azionisti quindi delegano il controllo sul compiuto dei dirigenti all'organo amministrativo, i cui componenti vengono nominati e revocati dagli *stakeholders*. È compito dell'organo amministrativo scegliere i manager, assegnare loro compiti e responsabilità, li valuta sistematicamente per confermarli o sostituirli.

Il consiglio di amministrazione è costituito da membri *inside, gray* e *outside*. Gli amministratori *inside* si distinguono in dipendenti, ex dipendenti, familiari di dipendenti e qualora i dipendenti siano a loro volta dirigenti dell'impresa che li ha assunti, i conflitti di agenzia non diminuiscono. I *gray directors* comprendono consulenti o imprenditori che instaurano o che vorrebbero instaurare rapporti d'affari con l'impresa, quindi adottano comportamenti volti a compiacerli e non a vantaggio degli azionisti. Gli *outside directors* sono professionisti esterni indipendenti.

Anche questa categoria di manager non sempre attenua i conflitti d'agenzia infatti queste figure indipendenti spesso presenziano in più consigli d'amministrazione e non essendo la loro ricchezza personale profondamente influenzata dalle performance aziendali, potrebbero ridurre il proprio impegno, lo sforzo e quindi i benefici del monitoraggio sull'operato dei dirigenti.

Ulteriore modalità di monitoraggio delle attività dei dirigenti comprendono sistemi di verifica e certificazione esterna e indipendente dei bilanci. Scopo invece dei sistemi di incentivi è quello di incoraggiare i dirigenti alla creazione del valore azionario. Distinguiamo due tipologie di sistemi di incentivi:

- Quelli legati alla performance aziendale, riferendosi al profitto (considerato come superamento di un minimo prefissato calcolato con l'Economic Value Addeed o il Risultato Economico Integrato Residuale) o al valore del capitale economico differenziale, calcolati tramite apposite metodologie. Sovente queste misurazioni possono essere manipolate dai dirigenti;
- Quelli associati al possesso di azioni della società da parte dei dirigenti che si concretizzano tramite l'assegnazione di azioni ai dirigenti e i piani di stock Attraverso l'assegnazione di azioni al management come remunerazione integrativa si riducono i conflitti di agenzia dato che il risultato delle manovre dei dirigenti si ripercuote sulla creazione della loro ricchezza. L'assegnazione ai dirigenti di piani di stock options associate ai dirigenti migliora l'adeguamento di interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti. Le stock options sono operazioni call che permettono ai dirigenti di acquistare azioni dell'impresa ad un prezzo fissato entro un dato periodo o ad una certa data e questa operazione ha valore se e solo se il prezzo di mercato dell'azione, quando l'opzione può essere esercitata, supera il valore di acquisto prestabilito. I dirigenti sono incoraggiati ad aumentare il valore di mercato delle azioni, quindi la ricchezza degli azionisti, per incrementare il risultato economico dell'operazione sullo strumento finanziario derivato. Per contro il valore delle opzioni non è pienamente controllato dal management, infatti questo valore potrebbe avere periodi di crescita o contrazione indipendentemente dal suo operato.

Le attività di *bonding* tendono a ridurre la perdita di valore azionario tramite dei costi sostenuti dall'agente per dimostrare che il suo comportamento è in linea con quello concordato con la proprietà.

Questi costi prevedono risarcimenti qualora venga adottata una cattiva condotta lavorativa o di illeciti dei dirigenti o di limitazione al loro potere decisionale. Le attività di monitoraggio, incentivo e bonding non potranno mai annullare i comportamenti egoistici tenuti dai dirigenti. Esiste un legame tra gli oneri legati alle decisioni egoistiche che avvantaggiano i manager a discapito degli azionisti e quelli concernenti le attività di monitoraggio, incentivo e bonding, in quanto gli aumenti di questi ultimi produce la riduzione dei primi. I costi di agenzia del capitale proprio possono essere classificati come l'insieme di:

- Costi di monitoraggio,
- Costi associati ai presunti incentivi;
- Costi opportunità insiti nelle limitazioni fissate contrattualmente;
- Costi di transazione;
- La perdita di ricchezza residuale, dovuta al comportamento ideale dell'agente.

Qualora la struttura finanziaria sia proiettata a privilegiare l'indebitamento rispetto all'*equity* attenua i costi analizzati attraverso la riduzione del *free cash flow*, ovvero dei flussi di cassa disponibili per i dirigenti.

L'acquisizione del debito indottrina i dirigenti in quanto li impegna a creare i flussi di cassa necessari per la propria remunerazione e per il proprio rimborso evitando il fallimento aziendale e riducendo i motivi di conflitto con gli azionisti.

L'aumento del grado di indebitamento è mal gradito dai dirigenti poiché riduce le loro attività di operazioni opportunistiche e aumenta il loro rischio di impiego non diversificabile.

2.3.2 I CONFLITTI DI AGENZIA DEL CAPITALE DI DEBITO 23

I conflitti di agenzia del capitale di debito si generano tra creditori (principali) e azionisti (agenti) qualora gli azionisti adottino scelte a proprio vantaggio a scapito dei creditori. La probabilità che gli azionisti adottino comportamenti opportunistici è elevata se maggiore è il rischio di dissesto finanziario aziendale poiché gli azionisti avranno meno da perdere e saranno meno interessati alla conservazione della reputazione aziendale e del corretto rapporto con i fornitori di capitale di prestito.

Una prima tipologia di conflitto è stata oggetto di analisi di Jensen e Meckling che sofferma sulle decisioni *over-investment*, generati dalla situazione asimmetrica presente tra creditori e azionisti.

Il valore rimborsato ai creditori non può eccedere quello del debito, gli azionisti si appropriano di tutta la potenziale differenza positiva di valore che l'azienda ha generato attraverso i suoi investimenti. Gli azionisti non saranno limitati nell'intraprendere un investimento rischioso poiché qualora andasse a buon fine

49

²³ Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria", 2013, Giappichelli Editore Torino, pp.81-84.

genererà valore a loro beneficio, in caso di esito negativo inciderà solo sul patrimonio dei creditori.

Tanto maggiore è lo svantaggio per i creditori quanto più elevato è il rischio dell'investimento. Tanto maggiore è il rischio dell'investimento quanto più elevato sarà il ritorno economico degli azionisti. Per quanto riguarda il tema del sotto-investimento, si ha quando una società non investe in attività a basso rischio al fine di massimizzare la propria ricchezza a svantaggio dei possessori dei titoli di debito. Progetti con un limitato grado di rischio offrono maggiore sicurezza a coloro che possiedono il debito dell'azienda poiché si genera un flusso di cassa costante ma tale progetto verrà rifiutato poiché non causerà un incremento del rendimento per gli azionisti. ²⁴Possiamo classificare differenti strategie che gli azionisti possono adottare per soddisfare i propri interessi a svantaggio dei creditori, quali:

- Beneficiare di distribuzione di utili straordinarie con l'intenzione di sottrarre ricchezza ai creditori che in caso di fallimento si ritroverebbero senza capitale;
- Assumere nuovo debito garantito dal patrimonio aziendale con un peggioramento del debito non garantito, in quanto coloro che non hanno privilegi sul patrimonio d'impresa potranno rivalersi, in caso di dissesto, su una minore ricchezza aziendale;
- Ritardare il processo di liquidazione e compromettere le speranze di rimborso dei creditori, tramite azioni di informazione inadatta o politiche contabili che possano migliorare nel breve periodo i risultati economici.

50

²⁴Investopedia, sezione "Under-invstement, Cfr.<u>https://www.investopedia.com/terms/u/underinvestment_problem.asp</u>

Queste operazioni peggiorano il rischio del debito, ovvero un aumento del rendimento richiesto sulle obbligazioni e di conseguenza una contrazione del valore investito dagli obbligazionisti.

I creditori consci dei comportamenti degli azionisti tendono a pagare un prezzo, per il debito emesso dall'azienda, inferiore a quello rimborsabile o tendono ad ottenere tassi di interesse cedolare crescenti.

La gravosità dei comportamenti egoistici degli azionisti grava su loro stessi tramite meccanismi di compensazione utilizzati dai creditori, tra cui le attività di controllo (*monitoring*) e atteggiamenti morali dell'azienda (*bonding*).²⁵

L'attività di monitoraggio utilizzata dai creditori consiste nell'utilizzo di clausole contrattuali che impongano vincoli all'impresa e controlli circa l'importo del debito futuro raggiungibile, il rapporto debito/capitale proprio, la politica di investimento, il livello minimo di liquidità, i dividendi erogabili, gli stipendi direzionali ecc.

L'attività di bonding dell'azienda si concretizza nell' attuazione di specifiche attività che richiedono il sostenimento di costi da parte dell'impresa che incidono sulla ricchezza degli azionisti. Possiamo distinguere questi costi in diretti ed indiretti. Parliamo di costi diretti qualora prevedano clausole dettagliate dei contratti di prestito o le redazioni di documenti finanziari verificati da auditors esterni. Definiamo costi indiretti quei costi che limitano la libertà di azione dell'azienda, quali la rinuncia ad opportunità di crescita a svantaggio degli azionisti o ad una giusta remunerazione per i possessori di azioni e il management, con il rischio, che in futuro sia più difficile assumere dirigenti validi a creare valore azionario. I costi di agenzia di debito possiamo associarli:

-

²⁵ Cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giapichelli Editore, Torino, p. 84.

- All'attività di monitoraggio;
- All'attività di bonding;
- Alla perdita di ricchezza residuale, dovuta al comportamento sub-ottimale dell'azionista (agente).

L'incremento del debito facilita lo incremento dei suddetti costi, poiché rappresenta la disponibilità di risorse che possono essere sottratte al rimborso dei debiti a beneficio degli azionisti tramite ad esempio l'erogazione di dividendi

2.3.3 I CONFLITTI DI AGENZIA TRA AZIONISTI DI MAGGIORANZA E MINORANZA²⁶

I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza (principali) e azionisti di maggioranza (agenti) si generano quando questi ultimi sottraggono valore agli azionisti di minoranza tramite azioni di *tunnelling*. Si considerano due forme di *tunnelling*.

La prima forma concerne il trasferimento di valore aziendale a vantaggio degli azionisti di controllo sia tramite azioni illegali quali il furto o la truffa, sia tramite la stipulazione di contratti a condizioni a favore degli azionisti di maggioranza. Queste attività sottraggono valore all'impresa e agli azionisti di minoranza.

La seconda forma riguarda azioni volte all'aumento della quota di proprietà degli azionisti di controllo, tra cui le manovre che portano gli azionisti di minoranza a vendere le loro partecipazioni (minority freeze-outs), le attività di insider trading e quelle di graduale acquisto di azioni per un lungo periodo (creeping acquisitions). I costi di agenzia aumentano al crescere dell'ownership attraverso l'aumento del capitale proprio in natura o escludendo il diritto di opzione o emettendo debito in

²⁶ Per questa sezione cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, Torino, p.85.

sostituzione di capitale di rischio. Di seguito la formula che esprime il valore totale dell'impresa indebitata:

In presenza di benefici fiscali del debito, di costi del dissesto e di benefici e di costi di agenzia del debito, il valore dell'impresa indebitata (VL) è pari al valore dell'impresa priva di debito (VL), più il valore attuale dei risparmi fiscali del debito (VArfd), meno il valore attuale dei costi diretti e indiretti del dissesto (VAcd/d), più il valore attuale dei benefici di agenzia del debito nell'ambito dei conflitti di agenzia dell'equity (VArad), meno il valore attuale dei costi di agenzia del debito, nelle due componenti che riguardano azionisti e creditori, e azionisti di minoranza e di maggioranza (VAcad).

Per discreti livelli di indebitamento (D/E), al suo aumentare il valore dell'impresa cresce tramite alla rilevanza dei risparmi fiscali e dei benefici di agenzia del debito che riducono gli effetti negativi dei comportamenti opportunistici dei dirigenti. Per contro quando D/E cresce smisuratamente, i benefici fiscali e di agenzia del debito incrementali sono man mano compensati dagli oneri finanziari pagati dai costi del dissesto e dai costi di agenzia del debito, nelle due forme che interessano azionisti e creditori, e azionisti di minoranza e di maggioranza, aggiuntivi. Esiste un indebitamento ottimale, in corrispondenza del quale si concretizza la compensazione tra valore attuale di benefici e costi marginali

53

²⁷ Cfr. O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, Torino, pp. 85-86.

complessivi del crescente valore di D/E, e quindi si massimizza il valore dell'impresa.

Possiamo concludere dicendo che considerando simultaneamente i costi e i benefici dell'acquisizione di fonti di finanziamento di debito consente di individuare una struttura finanziaria ideale e distinta per ogni impresa.

3 Rapporto empirico tra Payout policy e conflitti di agenzia

3.1 Panoramica sulle teorie di remunerazione e sui conflitti di agenzia

Prima di affrontare il tema cardine del lavoro di laurea relativo ai conflitti di agenzia ed agli strumenti di possibile utilizzo per attenuarli, la trattazione affronterà l'argomento relativo alla remunerazione dei manager, per fornire una panoramica più completa del mondo gestionale delle imprese.

Mi sono focalizzato per la stesura di questo paragrafo sull'analisi dell'articolo di T. Barkley e L. Pan (2009), i quali pongono in evidenza la relazione che sussiste tra il compenso manageriale e la tipologia di payout adottata, soprattutto se siamo nei casi di un'azienda con azionariato diffuso: in questo caso svolge un ruolo principale il Consiglio di Amministrazione che stabilisce il livello di retribuzione del top-management, di entità tale da far sì che quest'ultimo agisca nell'interesse degli azionisti. Un buon pacchetto retributivo per il manager può mitigare i cosiddetti costi di agenzia poiché quest'ultimo agirà in modo da incrementare il valore aziendale con conseguente beneficio degli stessi azionisti e non per accrescere la propria reputazione o prestigio.

Inoltre, da uno studio effettuato negli anni 1992-2006 da Barkley e Pan (2009) su un campione di circa 1600 aziende, si è messo in evidenza come i manager ai quali sono assegnate delle opzioni preferirebbero il riacquisto di azioni proprie poiché vi sarà in seguito un apprezzamento del valore azionario e quindi delle stesse suddette.²⁸

Un'altra tematica meritevole di analisi e trattata da Grossman e Hart (1980)²⁹ in un contesto aziendale con azionariato diffuso è quella relativa al problema del free-riding: in questa circostanza gli azionisti essendo numerosi e non in grado di contrastare l'agire del management, potrebbero vendere le proprie azioni ad un soggetto esterno, il cosiddetto "raider". Egli, propenso a rilevare il management attuale, acquista le partecipazioni azionarie minori ad un prezzo basso e attraverso una gestione efficace ed efficiente di essa, potrebbe venderla sul mercato ad un prezzo maggiore. I due autori nel loro articolo mostrano che tale argomentazione

²⁸T. Barkley, L.K. Pan, "Corporate Payout Policy and CEO Compensation Structure", 2009, International Journal of Accounting and Financial Reporting 8(2), pp.2-3.

²⁹Questo concetto viene espresso da S.J. Grossman, O.D. Hart, "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", 1980, The Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1, pp.42-43.

sia falsa: qualsiasi guadagno che un raider può ottenere dall'apprezzamento del prezzo delle azioni che acquista rappresenta un profitto che gli azionisti avrebbero potuto realizzare se non avessero offerto le loro quote al raider. In particolare, se un azionista pensa che il raider avrà successo e che il concorrente migliorerà l'azienda, non offrirà le sue azioni, ma le manterrà invece, perché prevede un profitto dall' apprezzamento del loro prezzo. Di conseguenza, un'offerta pubblica di acquisto potrebbe non essere redditizia anche se l'attuale management non agisce nell'interesse degli azionisti. Solitamente le aziende-target di take-over ostili mostrano minore redditività e peggiori rendimenti azionari a confronto con le aziende concorrenti, ossia sono imprese mal gestite. La minaccia di una scalata ostile è sufficiente per "intimorire" il management e renderlo maggiormente responsabile verso gli azionisti. 30

Un ulteriore pensiero inerente a tale tematica è stato sviluppato da Williamson (1964)³¹: nel suo articolo egli pone enfasi sul concetto di scissione tra proprietà e controllo dell'azienda. L'autore considera la proprietà delle grandi imprese ripartita tra numerosi azionisti i quali non hanno la possibilità di gestirla in modo diretto. Vi sono soggetti esterni che assumeranno il controllo dell'impresa e tali manager potrebbero mostrare interessi assai differenti rispetto a quelli degli azionisti: in conseguenza a ciò si potrebbe creare inefficienza e perdita di valore a discapito degli azionisti poiché non sono in possesso di un bagaglio informativo di uguale entità a quello del manager che a sua volta potrebbe intraprendere comportamenti opportunistici nei loro confronti.

Anche Simon (1959)³² espone il proprio pensiero riguardo il rapporto fra individui e organizzazioni con tale citazione: "The growing separation between ownership and management has directed attention to the motivations of managers and the adequacy of the profit-maximization assumption for business firms. So-called human relations research has raised a variety of issues about the motivation of both executives and employees". In seguito ad una sempre più evidente separazione tra proprietà e controllo, si pone maggiore attenzione al comportamento degli individui che vi operano, soprattutto esplicitare quei motivi che li inducono a tenere un comportamento coerente con gli obiettivi aziendali.

³⁰A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.58.

O. Williamson, "The economist of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm", 1964, Prentice Hall, pp.1040-1042.

³² A. Simon, "Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science", 1959, The American Economic Review, Vol. 49, No. 3, p. 256.

I vari pensieri degli autori citati fin qui mettono in evidenza come la redditività non è un obiettivo primario per il management ma viene vista come un impegno per garantire agli azionisti una giusta remunerazione per il loro apporto di capitale. Per esempio, in caso di dividendi relativamente bassi con diminuzione del valore azionario, l'impresa può essere preda di una possibile scalata ostile con conseguente minaccia per la posizione del manager attuale.

Ulteriori autori come Jensen e Meckling (1976)hanno effettuato studi per evidenziare come in caso di separazione tra proprietà e management, sorgono dei conflitti di interesse tra azionisti e manager. Il contratto di agenzia, già definito nel paragrafo 2.3, è un "contratto in base al quale un soggetto (principale) delega un altro soggetto (l'agente) allo svolgimento di una determinata attività per suo conto" È di notevole importanza che non vi sia divergenza tra gli obiettivi del management e degli azionisti al fine di evitare il sorgere di conflitti di interesse generando di seguito una riduzione del valore dell'impresa.

Coase(1937)³⁴sostiene che il management deve considerare tutte quelle opportunità di investimento con un VAN > 0, ossia quei progetti il cui valore attuale dei flussi di cassa in entrata è maggiore della somma dei valori attuali di tutti i flussi di cassa in uscita: quest'ultimi, relativi ad un investimento, vengono accomunati al concetto di costo di transazione. Esso viene definito come la somma di tutti costi che il soggetto interessato a quel determinato progetto deve sostenere per realizzarlo.

Secondo Williamson (1987)³⁵ tali costi possono essere classificati in:

- razionalità limitata: non è possibile prevedere i vari casi che potrebbero presentarsi e il loro esito;
- asimmetria informativa: gli attori del rapporto contrattuale non possiedono le stesse informazioni. Per quanto riguardo questo concetto, un esplicito esempio può essere dato da un'azienda che decide di rivolgersi ai mercati finanziari: essa possiede un patrimonio informativo maggiore riguardo le proprie prospettive di crescita future rispetto a tali mercati. Un altro esempio sono le

³³M. Jensen, W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", 1976, Journal of Financial Economics, Vol.3, No. 4, p.5.

³⁴ R. Coase, "The nature of the firm", 1937, Economica 4, pp. 393-395.

³⁵ D. Williamson, "Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing", 1987, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 102, No. 1, pp. 135-137.

imprese giovani che mostrano maggiore difficoltà a ricevere capitale dagli obbligazionisti avendo una minore credibilità ai loro occhi;³⁶

- azzardo morale: gli attori del rapporto contrattuale sono inclini a perseguire il proprio interesse anche a danno della controparte.
- investimenti specifici.

A conclusione di tale paragrafo, pongo in evidenza una tematica assai rilevante espressa dagli autori La Porta et al. $(2002)^{37}$. Essi sottolineano come vi siano notevoli differenze riguardo la tutela degli investitori in diversi Paesi nelle società con scissione tra proprietà e management: una tutela non perfetta di essi può far diminuire il valore aziendale, soprattutto in quei Paesi caratterizzati dalla presenza di aziende con una struttura proprietaria concentrata. In questo caso gli azionisti di controllo devono essere controllati affinché agiscano negli interessi di quelli di minoranza e non per propri interessi: ciò è possibile solamente grazie ad un sistema di governance efficace. I principali meccanismi di governance interni sono il Consiglio di Amministrazione e l'Assemblea annuale.

3.2. Il ruolo dei dividendi nel contesto dell'agenzia³⁸

Nell'articolo di Easterbrook (1984) si pone attenzione sulla tematica dei dividendi e su come essi possono ridurre eventuali conflitti di interessi che sussistono tra i vari attori economici interni ed esterni al contesto aziendale. La letteratura economica evidenzia opinioni contrastanti riguardo il manager definendolo allo stesso tempo un agente perfetto o imperfetto. Qualora lo stesso manager agisca nell'interesse degli azionisti, la politica dei dividendi viene intrapresa al fine di ridurre al minimo il capitale a disposizione dell'azienda e i vari costi di tassazione e di agenzia. Lo scopo di questo articolo è di verificare se i dividendi possono essere un metodo per allineare gli interessi tra manager ed investitori. I dividendi generalmente vengono erogati in modo costante e stabile; in alcuni casi il manager decide di incrementare il livello di essi per ridurre la preoccupazione degli stessi investitori. Alcuni manager reputano che dividendi più alti portano ad un

³⁶ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.590.

³⁷ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Investor protection and corporate valutation", 2002, Journal of Finance, 57, pp.1147-1149.

³⁸ Per la stesura di tale paragrafo mi sono basato su:F. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", 1984, pp. 1-11.

incremento del valore azionario. Vi è una stretta relazione tra il livello dei dividendi e le politiche di investimento delle imprese: ciò perché nel caso in cui siamo di fronte ad un'azienda in fase di crescita, quest'ultima preferisce mantenere l'eccesso di liquidità al suo interno per indirizzarla poi verso eventuali progetti. Il dividendo possiede anche un forte potere segnaletico del benessere finanziario dell'azienda.

L'erogazione dei dividendi fa sì che l'impresa abbia la necessità di accedere al mercato dei capitali per raccogliere fondi esterni, dando la possibilità agli investitori esterni di esercitare un controllo sui manager. Al giorno d'oggi non vi è alcun modello teorico che permette di avere un quadro esaustivo riguardo la politica dei dividendi e come essa intervenga nella riduzione dei conflitti di agenzia.

Occorre considerare inoltre anche i riacquisti di azioni, un'alternativa al pagamento dei dividendi. Si nota, tuttavia, che i riacquisti di azioni sono più comuni proprio nei paesi in cui le aziende pagano dividendi elevati, come gli Stati Uniti e il Regno Unito. Ad esempio, tra il giugno 1997 e il giugno 1998 sono stati registrati 1.537 riacquisti di azioni nel mondo dalla Securities Data Corporation, di cui 1.100 negli Stati Uniti. In base al valore di mercato, gli Stati Uniti hanno rappresentato il 72% dei riacquisti di azioni mondiali durante questo periodo e gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Canada e l'Australia hanno rappresentato l'83%. In alcuni paesi in cui è in vigore il diritto civile, i riacquisti di azioni sono persino illegali o pesantemente tassati (The Economist, 15 agosto 1998).

³⁹ R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies",2000, The Journal of Finance, Vol. LV, No.1, p.5.

3.2.1. "Dividendi come risultato o come sostituto della protezione legale degli azionisti" 40

In base alla letteratura riguardante i dividenti, essi possono essere visti come il risultato di un valido sistema di tutela giuridica degli azionisti ('dividendi come risultato della protezione legale degli azionisti') oppure come un efficace sostituto della protezione ('dividendi come sostituto della protezione legale degli azionisti').

Secondo la prima prospettiva, in un sistema efficace, gli azionisti di minoranza usano i loro poteri legali per costringere le società a sborsare denaro, impedendo così ai managers di utilizzare una frazione troppo alta dei guadagni aziendali a proprio vantaggio. Gli azionisti potrebbero farlo votando per amministratori che offrono migliori politiche di dividendi, vendendo azioni a potenziali *raider* ostili che poi acquisiscono il controllo su società che pagano senza dividendi, o citando in giudizio società che spendono troppo generosamente in attività a beneficio solo degli *insider*. Inoltre, una buona protezione degli investitori rende la diversità degli *asset* legalmente più rischiosa e più costosa per gli *insider*, andando ad incrementare così l'attrazione relativa dei dividendi per loro stessi. Maggiori sono i diritti dei soci di minoranza, maggiore è la liquidità che ricavano dalla società, *ceteris paribus*; è importante riconoscere che questo argomento non si basa sul fatto che gli azionisti di minoranza abbiano diritti specifici sui dividendi di per sé, ma, invece, sul fatto che posseggono i diritti di votare per gli amministratori e di protestare contro l'espropriazione di ricchezza.

La seconda prospettiva si basa, invece, sulla necessità per le imprese di rivolgersi ai mercati dei capitali esteri per i fondi, almeno occasionalmente. Per essere in grado di raccogliere fondi esteri a condizioni interessanti, un'azienda deve stabilire una reputazione di moderazione nell'espropriare gli azionisti. Una modalità per stabilire una tale reputazione è pagare i dividendi, la qual cosa riduce ciò che resta da espropriare. Affinché questo meccanismo funzioni, l'impresa non deve mai voler sfruttare la propria reputazione interrompendo il pagamento dei dividendi ed espropriando completamente gli azionisti.

⁴⁰ Questa sezione si basa su: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 2000, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", The Journal of Finance, pp. 5-8 e p. 27.

Ci sono esempi che presi isolatamente convalidano sia l'una che l'altra prospettiva. Tuttavia, secondo la ricerca di La Porta et. al. (2000), è la prima prospettiva che trova una migliore convalida empirica.

3.3. Conflitti di agenzia tra manager e azionisti e come attenuarli

L'obiettivo di massimizzazione del prezzo del titolo azionario può generare una serie di potenziali conflitti di interesse fra diversi gruppi (managers, azionisti, obbligazionisti e società).

La massimizzazione del prezzo azionario è raggiungibile solamente al verificarsi di determinate condizioni⁴¹:

- il management pone in primo piano gli interessi degli azionisti: ciò perché il management ha il timore di perdere il proprio posto di lavoro o perché lo stesso manager possiede un pacchetto azionario rilevante, quindi è anche suo interesse la massimizzazione del patrimonio degli azionisti.
- gli apportatori di capitale (obbligazionisti e altri investitori) sono protetti da eventuali tentativi di espropriazione da parte degli azionisti: in questo caso gli azionisti si astengono da qualsiasi iniziativa che potrebbe ridurre la ricchezza in capo agli altri investitori o gli stessi azionisti sono protetti da eventuali clausole che impediscono all'azienda di intraprendere azioni che portano un danno economico al loro investimento.
- il manager non ha alcuna intenzione di ingannare il mercato finanziario riguardo le prospettive future di crescita aziendale: i mercati in questo caso si mostrano razionali e qualsiasi investitore è in possesso di un bagaglio informativo tale da poter valutare l'operato dell'azienda.
- assenza di costi sociali: tutti i costi per massimizzare il prezzo azionario sono quantificabili.

Tali condizioni non sono sempre verificabili in un contesto reale poiché per esempio, il manager potrebbe prendere iniziative che vanno contro gli interessi

⁴¹ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, pp.15-18.

degli azionisti⁴². Questa tipologia di conflitto è tipicamente presente nelle imprese dove vi è separazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa. Gli azionisti hanno principalmente due strumenti per dimettere il manager qualora quest'ultimo agisca contro i loro interessi, il Consiglio di Amministrazione e l'Assemblea annuale. Tali meccanismi si rivelano nella maggior parte dei casi inefficaci: infatti per quanto riguarda l'Assemblea annuale, soprattutto i piccoli azionisti reputano indifferente la loro partecipazione ritenendo il loro voto privo di alcun significativo impatto o il partecipare per loro sarebbe troppo costoso. L'altro strumento, il C.d.A., ha il compito di verificare che il manager operi nell'interesse degli azionisti anche se in alcune circostanze il potere del C.d.A. è ridotto:

- in alcuni casi i "directors" hanno la propria attenzione verso altri impegni o sono presenti in C.d.A. di altre società;
- gli amministratori non possiedono le competenze necessario per la risoluzione di eventuali problematiche aziendali;
- in alcune aziende una parte del C.d.A. è costituita dai cosiddetti inside directors, i quali difficilmente si oppongono alle decisioni del manager;
- molti membri del C.d.A. possiedono solamente un esiguo numero di azioni.

Gli azionisti possono limitare le decisioni del management in modo diretto o indiretto, in base a come sono distribuiti i diritti di voto fra gli azionisti e chi detiene le quote della società:

- diritto di voto: vi sono società quotate in Borsa che prevedono una sola tipologia di quote azionarie oppure per esempio Google che ha azioni sia ordinarie con diritto di voto che azioni privilegiate, ossia senza diritto di voto.
- fondatori/proprietari: in questo caso il pacchetto di controllo è in possesso dei fondatori dell'impresa che possono riservarsi privilegi nella distribuzione agli utili.

62

⁴² A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, pp. 19-30.

- Investitori passivi vs investitori attivi: i primi (hands off) sono coloro che in caso di mancata soddisfazione dell'operato del manager, vendono le proprie azioni. Gli investitori attivi (hands on) invece sono coloro che partecipano direttamente alla gestione dell'impresa.
- azionisti con interessi contrastanti: "in tal caso è previsto l'obbligo di astensione dal voto in caso di conflitto di interessi (art.2373 c.c.)" ⁴³.
- partecipazioni incrociate: in questa circostanza il principale azionista di un'azienda è un'altra impresa. Tali partecipazioni possono assumere una rilevanza strategico-operativa o per incrementare il proprio potere di esercizio.

Al giorno d'oggi la corporate governance soprattutto per le aziende quotate, assume grande rilievo per contrastare i vari conflitti di interesse tra gli attori economici, in particolar modo si focalizza sull'attività di monitoraggio dei manager.

Qualora la corporate governance⁴⁴ si mostra inefficace nel controllo dell'operato del manager, ovviamente quest'ultimo ne approfitterà a svantaggio degli stessi azionisti. Ci sono vari esempi come bloccare tentativi di scalata ostile (qui il manager cerca di impedire tale manovra poiché va incontro al rischio di perdere il proprio posto di lavoro o addirittura cerca di acquisire le partecipazioni azionarie della potenziale impresa acquirente "greenmail"). Un altro esempio per evitare acquisizioni ostili è il golden parachute, una clausola che permette al manager qualora perda il posto di lavoro di ricevere una somma elevata a seguito dell'acquisizione. Infine, le aziende emettono titoli nominati poison pill per mostrarsi meno attraente agli occhi del potenziale acquirente.

Altri casi in cui il management può arrecare danno agli azionisti possono essere o investire in cattivi progetti o magari pagare un prezzo troppo elevato per acquisire un'altra azienda (over-investment).

⁴³ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.255

⁴⁴ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p. 26-27.

Al fine di ridurre tale tipologia di conflitto di interesse, si possono impiegare una serie di strumenti di incentivazione. L'azienda potrebbe far ricorso ad un maggior livello di debito cosicché il manager è costretto ad impiegare i futuri flussi di cassa per il rimborso di esso e quindi avere una minore discrezionalità nell'impiego di tali risorse. In seguito ad un incremento del livello di indebitamento segue uno spostamento del rischio dei vari investimenti fondamentalmente sui creditori⁴⁵, poiché qualora tali investimenti si rivelino privi di successo, saranno gli stessi creditori a pagarne l'onere. Un'ulteriore tecnica di governance per limitare il comportamento opportunistico del manager sono "le stock option, ossia strumenti finanziari che danno al possessore il diritto, ma non l'obbligo di acquistare azioni di una società a un determinato prezzo di esercizio (strike price)⁴⁶" e far sì che lo stesso manager sia all'interno della compagine azionaria. Tale diritto verrà esercitato qualora il prezzo di esercizio sia inferiore a quello di mercato dell'azione.

Alcune volte tali strumenti vengono assegnati in modo gratuito ai manager con l'obiettivo di incrementarne la loro produttività e di allineare i loro interessi con quelli degli azionisti.

Come abbiamo detto precedentemente, grazie ad un incremento del livello di indebitamento, l'azienda riesce a disciplinare il manager ma vi è anche l'ipotesi in cui lo stesso manager magari investa la liquidità in eccesso in progetti mediocri. In quest'ultimo caso, l'azienda potrebbe spingere per l'erogazione di dividendi con l'obiettivo di ridurre il flusso di cassa libero nelle mani dello stesso manager. È per tale motivo che gli azionisti desiderano che il management eroghi elevati dividendi.

La politica dei dividendi viene influenzata principalmente da due fattori⁴⁷:

- Eccessiva fiducia da parte del management: manager assai fiduciosi oltre a ricorrere al debito, investire in troppi progetti, sovrastimare i futuri flussi di cassa, erogano dividendi bassi.

⁴⁵ O. Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", 2013, Giappichelli Editore, p.81-84.

A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.39.
 A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.652-654.

 Aggressività del management o conservatorismo: i manager conservatori tendono ad erogare dividendi più bassi ed accumulare liquidità rispetto ai manager aggressivi.

3.4. Il conflitto di interesse fra obbligazionisti e azionisti 48

Il conflitto di interesse fra obbligazionista e azionista si manifesta quando vi è un trasferimento di ricchezza dal primo all'ultimo.

L'obbligazionista ha a disposizione una serie di strumenti per tutelarsi da comportamenti opportunistici da parte dell'azionista. Il principale meccanismo di tutela per l'obbligazionista è il "bond covenant", ossia clausole che limitano un trasferimento di ricchezza a loro spese. Tali clausole hanno l'obiettivo di:

- Limitare le politiche di investimento dell'azienda: destinare capitali in business rischiosi provoca un passaggio di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti.
- Limitare le politiche dei dividendi: un aumento del livello dei dividendi genera un incremento del prezzo azionario e una diminuzione del prezzo obbligazionario.
- Limitare le politiche di finanziamento: alcuni contratti obbligazionari richiedono che le imprese abbiano il consenso degli obbligazionisti attuali prima di emettere debito. Tali clausole sono dei costi potenziali per l'impresa in quanto essa potrebbe perdere la possibilità di intraprendere opportuni investimenti.

Un altro strumento a disposizione dell'obbligazionista con l'obiettivo di ridurre il conflitto di interesse è quello di acquistare una quota di partecipazione azionaria nell'impresa. Ciò può essere fatto acquistando azioni tramite denaro o mediante obbligazioni convertibili in azioni.

65

⁴⁸ A. Damodaran, O. Roggi, "Finanza aziendale: Applicazioni per il management", 2015, Maggioli Editore, p.60-61.

3.5. Conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza e come attenuarli⁴⁹

Dagli studi effettuati da Villalonga e Amit (2006), vi è un confronto fra le imprese familiari e le imprese a conduzione non familiare e tali autori hanno voluto mettere in evidenza l'esistenza del cosiddetto "agency problem II", esso sorge quando si ha una struttura proprietaria concentrata ossia nel caso in cui le quote proprietarie si trovano nelle mani di pochi. Gli azionisti di maggioranza possiedono un rilevante potere sulla struttura societaria tale da condizionare le scelte aziendali con l'obiettivo di ricavare benefici privati danneggiando gli azionisti di minoranza.

La teoria espressa dai due autori è basata sulla formulazione di tre domande⁵¹ con l'obiettivo di comprendere se la proprietà, il management familiare o il controllo creino o distruggano valore:

- "does family ownership per se create or destroy value?" Berle e Means (1932)⁵²ritengono che la concentrazione proprietaria dovrebbe avere un effetto positivo sul valore aziendale perché riduce i conflitti di interesse tra proprietari e management. D'altra parte, Demsetz (1983)⁵³ sostiene che la concentrazione della proprietà è il risultato endogeno delle decisioni di massimizzazione del profitto da parte degli azionisti attuali e potenziali, e quindi non dovrebbe avere alcun effetto sul valore dell'impresa.
- "does family control create or destroy value?"Le imprese a controllo individuale e familiare sono il principale esempio della società ideale di

⁴⁹ Per scrivere questa sezione mi sono basato sull'articolo di B. Villalonga, R. Amit, "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of Financial Economics, pp. 385-417.

50 B. Villalonga, R. Amit, "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of

Financial Economics, p.387.

⁵¹B. Villalonga, R. Amit, "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of Financial Economics, p.386.

Berle e Means, 1932. "The Modern Corporation and Private Property", articolo menzionato in B. Villalonga, R. Amit in "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of Financial Economics, p.386.

Demsetz, 1983." The structure of ownership and the theory of the firm", Journal of Law and Economics 26, 375–390 menzionato in B. Villalonga, R. Amit in "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of Financial Economics, p.386.

Shleifer e Vishny (1986)⁵⁴, un'azienda con un grande azionista e un gruppo di piccoli azionisti. In una tale società, il classico conflitto proprietario-manager descritto da Berle e Means (1932) o Jensen e Meckling (1976)⁵⁵ (Agency problem I) è mitigato a causa dei maggiori incentivi dell'azionista di maggioranza a monitorare il manager.

- "does family management create or destroy value?" Poiché la gestione familiare riduce e può persino eliminare l'agency problem I, la teoria dell'agenzia prevede un effetto positivo sul valore della gestione familiare. Tuttavia, tale effetto può essere compensato dai costi della gestione familiare se i professionisti assunti sono manager migliori dei fondatori di famiglie o dei loro eredi (Caselli e Gennaioli, 2002; Burkart et al., 2003)⁵⁶.

Mitton (2004)⁵⁷ nel suo elaborato pone in evidenza come le caratteristiche della corporate governance di un'azienda e l'apparato legale di un Paese hanno la capacità di condizionare i conflitti di interesse e le politiche di dividendo delle aziende; gli azionisti di minoranza possiedono maggiori diritti di protezione in quei Paesi caratterizzati da una struttura legale ben consolidata e in quelle aziende che possiedono una corporate governance ben sviluppata.

L'agency problem II si verifica principalmente in quei Paesi caratterizzati da una legislazione che offre all'azionista di minoranza una minima protezione legale: tale grado di tutela per l'azionista differisce da Paese in Paese. Vi è una notevole differenza tra Paesi Common Law e Civil Law. ⁵⁸

I primi, tipicamente anglosassoni, sono caratterizzati da un maggior livello di tutela dei diritti degli azionisti di minoranza; i secondi, tipicamente europei, provenienti dal diritto romani, mostrano un minore livello di tutela per gli investitori di minoranza. Nei paesi Civil Law vi è una maggiore presenza di

⁵⁵Jensen e Meckling, 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", in Journal of Financial Management, Volume 3, Issue 4, pp.305-360, articolo menzionato in B. Villalonga, R. Amit in "How do family ownership, control and management affect firm value?", (2006), Journal of Financial Economics, p.387.

⁵⁶Caselli e Gennaioli, (2002); Burkart et al., (2003) citati da B. Villalonga, R. Amit in "How do family ownership, control and management affect firm value?", (2006), Journal of Financial Economics, p.387.

⁵⁷T. Mitton, "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", 2004, Emerging markets review, pp. 4-6.

⁵⁸R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Law and Finance", 1998, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, pp. 1115-1118.

⁵⁴Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy 94, pp. 461–488, articolo menzionato in B. Villalonga, R. Amit in "How do family ownership, control and management affect firm value?", 2006, Journal of Financial Economics, p.387.

imprese con un azionariato concentrato che può ridurre i conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e di minoranza: ciò perché quest'ultimi in possesso del diritto di voto, possono influenzare l'operato del management. Di fondamentale importanza è l'adozione di un'ottima governance anche se gli azionisti di maggioranza potrebbero essere contrari all'adozione di essa poiché i costi derivanti dalla sua attuazione risulteranno maggiori rispetto ai benefici riceverebbero.

3.6.Conflitti di agenzia tra Azionisti e Creditori e come attenuarli

Il conflitto di agenzia tra azionisti e creditori è presente nelle imprese che impiegano maggiormente il debito per finanziarsi e in tale ipotesi vi è un allineamento tra gli interessi degli azionisti e dei manager e un incremento di opportunismo di essi nei confronti del potenziale creditore. La politica dei dividendi delle banche ha attirato di recente l'attenzione della Federal Reserve Board (FRB,2011) e del Comitato di Basilea per la supervisione bancaria (BCBS,2011) che sottolineano il bisogno di rafforzare la supervisione dei pagamenti bancari. ⁵⁹

Dallo studio effettuato da Acharya, Kulkarni, Gujral e Shin, (2011)⁶⁰, si è voluto mettere in evidenza come nonostante nel 2007-2008 vi sia stata una profonda crisi finanziaria, le banche hanno erogato elevati livelli di dividendi. In tal caso la banca che distribuisce il proprio utile tramite dividendi, sposta il rischio di insolvenza in capo ai creditori bancari poiché vi è una riduzione del capitale interno disponibile. Come è ben evidente, erogare dividendi conduce ad una riduzione dell'entità del conflitto di agenzia tra azionisti e manager, ma simultaneamente ad un incremento del conflitto tra creditori e azionisti.

Un ulteriore studio inerente a tale tematica è stato eseguito da L. Lepetita, C. Mesliera (2018)⁶¹: le banche possiedono un livello di indebitamento piuttosto

⁵⁹L. Lepetita, C. Meslier, "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", 2018, International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), pages 93.

⁶⁰V. Acharya, I. Gujral, N. Kulkarni, H. Shin, 2011, "Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009", SSRN Electronic Journal, working paper, pp. 6-11, articolo menzionato in L.Lepetita, C. Meslier, "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", 2018, International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), p.93.

⁶¹L. Lepetita, C. Meslier, "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", 2018, International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), pages 93-96.

elevato e i loro debitori possono godere di un sistema di assicurazione dei depositi, diminuendo così eventuali pressioni sui manager delle banche. Qualora gli azionisti manifestino una pressione maggiore rispetto a quella dei creditori, questo fatto spiegherebbe come le banche erogano livelli di dividendi anche in periodi di crisi economica.

Attraverso un'indagine empirica condotta da La Porta et al. (2000)⁶² e Brockman e Unlu (2009)⁶³ su una lista di 1148 banche quotate in 51 Paesi nel periodo 2001-2014 ci si pone l'obiettivo di evidenziare come l'entità del livello dei dividendi delle banche sia condizionata dalla forza dei differenti conflitti di agenzia che si manifestano tra i vari stakeholders, cioè che relazione sussiste tra i conflitti di agenzia tra manager e azionisti e/o tra creditori e azionisti e il livello di dividendi bancari. Da tale ricerca è possibile porre la propria attenzione sul fatto che sia i diritti degli azionisti che quelli dei creditori condizionano in modo rilevante il livello di dividendi bancari. Questo risultato evidenzia i manager che impiegano i dividendi come strumento di governo della società per evidenziare la loro indecisione a ridurre i benefici agli azionisti o creditori nel caso in cui avessero diritti legali deboli. Prendendo in considerazione la pressione che gli azionisti svolgono sui managers, l'ipotesi di sostituzione tra dividendi e diritti degli azionisti deboli è valida senza alcun legame con l'ambiente competitivo, con le caratteristiche del mercato finanziario e con la struttura di finanziamento delle banche.

Infine, si mostra come i dirigenti delle banche conseguono un equilibrio nel livello di dividendi che deriva non solo dall'intensità dei conflitti di agenzia di azionisti e creditori ma da ulteriori fattori bancari, di mercato e istituzionali.

Gli azionisti tendono ad assumere un atteggiamento determinato ad influenzare l'entità di dividendi erogati dalla banca diminuendone l'entità di capitale interno ed un ipotetico passaggio del rischio di insolvenza ai creditori.

⁶³P. Brockman, E. Unlu, "Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt", 2009, Volume 92, pp. 276-299, articolo menzionato in L. Lepetita, C. Meslier, "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", 2018, International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), p.93.

⁶²R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", 2007, pp.1-33, articolo menzionato in L. Lepetita, C. Meslier, "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", 2018, International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), p.93.

Conclusioni

L'oggetto di studio di tale tesi è la descrizione delle varie tipologie di conflitti di agenzia all'interno dell'azienda, ossia quelli che sussistono tra azionisti e manager, tra azionisti di maggioranza e minoranza e tra azionisti e creditori.

Tali conflitti emergono soprattutto nei casi in cui vi è una netta scissione tra proprietà e controllo dell'azienda, ossia una profonda divergenza tra gli interessi degli azionisti e quelli del manager.

All'interno di questo elaborato ho analizzato i vari strumenti e meccanismi che possono essere impiegati al fine di ridurre le varie tipologie di conflitti: a ciascuna tipologia di conflitto ho descritto le varie misure che gli attori economici possono intraprendere con la finalità di diminuirne l'entità.

I conflitti di agenzia del capitale proprio (azionisti-manager) possono essere ridotti per esempio attraverso una politica di dividendi e conseguente riduzione del flusso di cassa a disposizione del manager o ricorrendo all'indebitamento cosicché lo stesso manager allinea i propri interessi a quelli aziendali con il principale obiettivo di massimizzare il valore azionario dell'impresa nel lungo termine. In queste circostanze svolge un ruolo primario la corporate governance ossia quell'insieme di processi adottati per gestire l'impresa e cercare di generare valore azionario di lungo periodo. Un altro strumento a disposizione della proprietà per monitorare l'attività del manager è il sistema di incentivo: esso consiste nell'assegnazione di azioni ai manager o piani di stock options. Una seconda tipologia di conflitto di interesse è quella che si viene a creare tra gli azionisti e i creditori: in questo caso per ridurre l'entità di tale conflitto i creditori possono intraprendere attività di monitoring o di bonding. Nel primo caso i

creditori impongono vincoli (ammontare del debito, dividendi erogabili, politica di investimento, rapporto debito/capitale proprio) all'azienda attraverso clausole contrattuali; per quanto riguarda l'attività di bonding svolta dall'azienda consiste nella redazione di documenti finanziari e in questo caso l'impresa sosterrà un costo. Per quanto riguarda la terza tipologia dei conflitti, ovvero quelli che sussistono tra azionisti di maggioranza e di minoranza: in questo caso l'intensità di tale conflitto è direttamente proporzionale all'aumentare dell'ownership.

In conclusione, la riduzione dell'entità di questi conflitti di agenzia è resa possibile sia dalla tipologia di retribuzione del management, sia dalle payout policy intraprese ma non da dimenticare anche i vari strumenti a sostegno degli azionisti come il Consiglio di Amministrazione o l'Assemblea annuale.

Bibliografia

Abor J. e Bokpin G. (2010) Investment opportunities, corporate finance and dividend payout policy, pp. 180-191.

Acharya V., Gujral I., Kulkarni N., Shin H., (2011), "Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009", SSRN Electronic Journal, working paper.

ASSONEBB (2019), Dizionario di Banca, Borsa e Finanza, bankpedia.org ⁶⁴

Brockamn P., Unlu E., (2009), "Dividend policy, creditor rights and the agency cost of debt", Journal of Financial Economics, vol. 92, issue 2, 276-299

Barkley T., L.H. Pan, (2009) "Corporate payout policy and CEO compensation structure", working paper.

Berle A., Means G.,(1932), "The modern Corporation and private property", Macmillan, New York, pp.1-24

Borsa Italiana (2021), Glossario Finanziario, borsa italiana.it/borsa/glossario.html (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html) 66.

Coase R., "The nature of the firm", 1937, Economica 4

Damodaran A., Roggi O. (2015) "Finanza aziendale: applicazioni per il management", 4° edizione, Apogeo Education, Maggioli Editore.

De Toni A. F. (2010), Teoria della complessità e implicazioni manageriali: verso l'auto-organizzazione, Sinergie, vol. 81, pp. 77-96.

Domenichelli O., (2013), Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", Giappichelli Editore Torino.

Easterbrook F.H., (1984), "Two agency costs explanation of dividends", American economic review, 4, pp. 650-659

E. Cervellati, (2017), "Pianificazione e contabilità mentale del cliente", PF Academy.

Fama E., Jensen M.C., (1983) "Agency problems and residual claims", Journal of Law and Economics, pp.327-349.

_

⁶⁴ Si è fatto riferimento ad alcune voci del dizionario.

⁶⁵ Si è fatto riferimento ad alcune voci del glossario.

⁶⁶ Si è fatto riferimento ad alcune voci del glossario.

Filomia D. (2018), *L'importanza della politica dei dividendi*, startingfinance.com, (https://www.startingfinance.com/approfondimenti/importanza-politica-dividendi/)

Investopedia (2021), Dictionary (https://www.investopedia.com/financial-term-dictionary-4769738)https://www.investopedia.com/financial-term-dictionary-4769738)<a href="https://www.investopedia.com/financial-term-dictionary-4769738)

Jensen M. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review, Vol.76, No.2, pp.323-329.

Jensen M., Meckling W., (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", in Journal of Financial Management, Volume 3, Issue 4, pp.305-360

La Porta R., Lopez de Salines F., Shleifer A., Vishny R., (2000), "Investor protection and corporate governance", v.58, n.3, pp. 3-27.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Vishny R., (2007), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", The Journal of Finance 55, pp. 1-33

La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Shleifer A., Vishny R., (2002), "Investor protection and corporate valutaion", Journal of Finance, 57, pp.1147-1170.

Lepetita L., Meslier C., (2018), "Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights,", International Review of Financial Analysis, vol. 56(C), pages 93-111.

Manelli A. – R. Pace (2007), *Il riacquisto di azioni proprie. Teorie ed evidenze empiriche*, Pitagora editrice., Bologna.

Marris R., (1964), "The economic history of managerial capitalism", Macmillan and company, Londra.

_

⁶⁷ Si è fatto riferimento ad alcune voci del dizionario.

⁶⁸ Si è fatto riferimento ad alcune voci del dizionario.

Mitton T. (2004), "Corporate governance and dividend policy in emerging markets", Emerging markets review, pp.409-426.

Modigliani F. – Miller (1961), *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, Journal of Business, Vol. 34, pp. 411-435.

IlSole24Ore (2021), Parole chiave, (https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave.html)⁷⁰.

Jara-Bertin M., Lopez-Iturriaga F., Lopez-de-Foronda O., (2008) "The contest to the control in european family firms: how others shareholders affect firm value", The authors journal compilation, vol.16 n.3, pp.156-159.

A. Simon, "Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science", 1959, The American Economic Review, Vol. 49, No. 3.

Villalonga B., Amit R., (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", Journal of Financial Economics, pp. 385-417.

Williamson D, "Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing", 1987, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 102, No. 1.

Williamson O., (1964), "The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm", Prentice Hall, pp.421-424.

⁶⁹ Si è fatto riferimento ad alcune delle parole spiegate da Il Sole 24 Ore.

⁷⁰ Si è fatto riferimento ad alcune delle parole spiegate da Il Sole 24 Ore.