OSSERVATORIO
DEI BILANCI

L'IMPATTO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI NOMINATI DAGLI AZIONISTI DI MINORANZA SULLA TRASPARENZA DELL'INFORMATIVA IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: UN'ANALISI EMPIRICA

Cappellieri, F
Università degli Studi Suor Orsola Benincasa

Vinciguerra, R., Pizzo, M.
Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli

Ricciardi, A..
Università della Calabria

INDICE

Executive Summary 4

1. **Le operazioni con parti correlate: inquadramento teorico** 5

2. **Framework normativo in materia di operazioni con parti correlate** 6
2.1. IAS 24 "Related Party Disclosures" 7
2.2. Regolamento operazioni con parti correlate 8
2.2.1. Vincoli procedurali 10
2.2.2. Obblighi informativi 13

3. **Sviluppo dell'obiettivo di ricerca** 17

4. **Metodologia** 21
4.1. Selezione del campione e raccolta dei dati 21
4.2. Valutazione della trasparenza della risk disclosure: una content analysis 24
4.3. Modello e descrizione delle variabili 25

5. **Risultati** 32
5.1. Statistiche descrittive 32
5.2. Analisi univariata e correlazione Pairwise 33
5.3. Risultati della regressione 35

6. **Conclusioni** 38

Executive Summary

Il presente studio intende testare se la rappresentanza degli azionisti di minoranza in seno al Consiglio di amministrazione, rafforzando la solidità della struttura di governance aziendale, è in grado di migliorare la trasparenza dell'informativa societaria in materia di operazioni con parti correlate.

Per perseguire tale obiettivo, la ricerca analizza il grado di trasparenza della disclosure veicolata dalle società nei documenti informativi emessi a seguito dell'approvazione delle operazioni che superino le soglie di significatività (di maggiore rilevanza). Il contenuto del documento informativo relativo alle operazioni con parti correlate è disciplinato dalla normativa vigente, sebbene in modo parziale e non esaustivo. Questa regolamentazione incompleta ne riduce l'efficacia, offrendo ai manager un margine di discrezionalità nella selezione e nella presentazione delle informazioni divulgate. Di conseguenza, il documento può diventare uno strumento per influenzare la percezione degli stakeholder attraverso strategie di impression management, potenzialmente compromettendo la trasparenza e la qualità dell'informazione fornita al mercato.

L'indagine sarà condotta su un campione di 67 società italiane quotate non finanziarie che, nel periodo compreso tra il 2011 e il 2019, hanno effettuato operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. Nel complesso, verranno esaminati 160 documenti informativi, ciascuno relativo a una specifica operazione con parti correlate.

Dal punto di vista metodologico, gli strumenti qualitativi e quantitativi saranno utilizzati in modo trasversale e talvolta congiunto nel raggiungimento dell'obiettivo di ricerca.

Sarà condotta un'analisi del contenuto sulle sezioni del documento informativo dedicate alla descrizione dei rischi associati ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione, adottando un approccio dictionary-based. Le sezioni relative al rischio nelle operazioni con parti correlate saranno elaborate per generare misure di conteggio che consentano una quantificazione oggettiva dell'informativa sul rischio, fornendo così una base empirica per la valutazione della qualità della comunicazione. Successivamente, un'analisi di regressione sarà impiegata per testare l'esistenza di una relazione positiva tra la rappresentanza degli azionisti di minoranza e il livello di trasparenza nella comunicazione dei rischi connessi alle operazioni con parti correlate.

1. Le operazioni con parti correlate: inquadramento teorico

Il ruolo delle operazioni con parti correlate rappresenta un tema di rilievo nel dibattito accademico, soprattutto alla luce delle difficoltà concettuali legate alla loro definizione e alla valutazione delle relative implicazioni. I numerosi scandali societari verificatisi a partire dagli anni 2000, sia in Italia che nel contesto internazionale (Parmalat, Enron, Barro, Marcilli, Adelphia, Worldcom) hanno sottolineato il ruolo critico delle operazioni con parti correlate nei processi di espropriazione del valore aziendale da parte del corporate controller e di occultamento della reale situazione economico-finanziaria delle società coinvolte. Tali eventi hanno rivelato la vulnerabilità dei meccanismi di controllo societario - facilmente eludibili - portando alla luce significative lacune nel quadro normativo e regolamentare.
Di conseguenza, un fenomeno a lungo trascurato ha suscitato un rinnovato interesse tra studiosi e operatori del settore, sollecitando un approfondimento delle sue implicazioni sulla governance aziendale.
Nel tempo, numerosi studi hanno approfondito la natura e le finalità di tali operazioni, evidenziando una pluralità di interpretazioni teoriche. In particolare, la letteratura non offre un consenso univoco riguardo al perimetro definitorio della fattispecie, delineando tre principali prospettive interpretative, ognuna delle quali propone un quadro teorico differenziato in relazione alle motivazioni sottostanti e alle implicazioni derivanti dalle operazioni con parti correlate: 1) prospettiva del conflitto di interesse; 2) prospettiva della transazione efficiente; 3) prospettiva della contingenza.
La prima visione interpretativa si inserisce nel filone teorico dei problemi di agenzia (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), evidenziando come le operazioni con parti correlate possano rappresentare un canale attraverso cui gli insider dirottano risorse aziendali a proprio vantaggio, a detrimento della società e dei suoi stakeholder. In tale quadro, le operazioni con parti correlate possono configurarsi sia come uno strumento di abuso da parte del management a danno della proprietà (conflitto di agenzia del primo tipo), sia come veicolo attraverso il quale gli azionisti di maggioranza espropriano ricchezza a scapito degli azionisti di minoranza (conflitto di agenzia del secondo tipo) (Bava, 2015).
In contrasto con l'interpretazione delle operazioni con parti correlate come strumento di espropriazione della ricchezza aziendale, il secondo filone suggerisce che tali operazioni non siano intrinsecamente dannose, ma possano rispondere a logiche di efficienza economica. Secondo questa prospettiva, le operazioni con parti correlate possono rappresentare un meccanismo per ridurre i costi di transazione, ottimizzare l'allocazione delle risorse aziendali e favorire una più efficace condivisione di conoscenze

e competenze, mitigando al contempo le asimmetrie informative tra le parti coinvolte (Kohlbeck & Mayhew, 2010; Coase, 1937; Williamson, 1985).
Infine, la teoria della contingenza rappresenta un'evoluzione rispetto agli approcci tradizionali allo studio delle operazioni con parti correlate, che tendono a esaminare il fenomeno in maniera astratta, senza tenere conto delle specificità dei contesti istituzionali e organizzativi. L'adozione di questa prospettiva consente di interpretare le operazioni con parti correlate attraverso la lente dei fattori contingenti, come il contesto normativo, la struttura proprietaria e i meccanismi di governance adottati dall'impresa (Pizzo, 2013).
Tale approccio riconosce che le operazioni con parti correlate possono, a seconda delle circostanze, rispondere a esigenze aziendali legittime o, al contrario, perseguire finalità opportunistiche o fraudolente. Pizzo (2013) dimostra, infatti, che, mentre la selezione di un approccio teorico rigido e predeterminato rischia di produrre interpretazioni distorte e soluzioni di monitoraggio inefficaci, l'adozione di un quadro teorico più flessibile permette di cogliere le diverse sfumature che le operazioni con parti correlate possono assumere.

2. Framework normativo in materia di operazioni con parti correlate

Considerata la natura controversa delle operazioni con parti correlate, l'ordinamento giuridico italiano – in coerenza con la maggior parte degli altri ordinamenti internazionali – non mira a inibire l'esecuzione di tali transazioni, ma piuttosto a garantirne la correttezza sostanziale e procedurale. In questo contesto, l'ordinamento giuridico intende altresì favorire una maggiore trasparenza su quelle operazioni, che a causa della loro natura intrinseca, potrebbero veicolare una potenziale espropriazione di valore aziendale a danno della società e dei suoi stakeholder. Tale approccio ha l'obiettivo di prevenire che tali operazioni vengano utilizzate in modo opportunistico per deviare risorse aziendali a favore di interessi particolari, non in linea con il bene comune dell'impresa, e di garantire che la gestione aziendale avvenga in modo equo e in conformità con gli interessi generali della società.
Più precisamente, il legislatore italiano ha cercato di potenziare il contenuto informativo del bilancio attraverso disposizioni in materia di trasparenza, che impongono all'organo amministrativo l'obbligo di rendicontare le operazioni effettuate in presenza di interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.) e, in via più generale, con parti correlate (art. 2391-bis c.c.). In particolare, l'art. 2391-bis[1] c.c. delega alla Consob il compito di dettare i principi ai quali gli organi di amministrazione delle società, che fanno ricorso al mercato

[1]L'articolo 2391 bis prevede che: "Gli organi di amministrazione delle società con azioni quotate in mercati regolamentati adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione"

del capitale di rischio, devono ispirarsi per regolare l'effettuazione di operazioni con parti correlate. In ottemperanza al mandato ricevuto dal legislatore, la Consob, avvalendosi dell'impianto definitorio e dei vincoli di disclosure previsti dallo IAS 24 "Related Party Disclosures", è intervenuta per introdurre:

- procedure di correttezza quali regole da seguire nel processo decisionale degli organi competenti (correttezza sostanziale e procedurale);
- obblighi di trasparenza, ovvero di comunicazione che la società è chiamata ad adempiere periodicamente o in maniera immediata, per tramettere al mercato tutte le informazioni necessarie ad una chiara comprensione della convenienza, dell'impatto e dei rischi connessi all'attuazione dell'operazione (trasparenza).

Nel prosieguo della trattazione, si procederà alla descrizione del disposto del principio contabile internazionale IAS 24 e dei vincoli procedurali ed informativi introdotti dal Regolamento emesso dalla Consob in materia di operazioni con parti correlate.

2.1. IAS 24 "Related Party Disclosures"

Lo IAS 24 scioglie il groviglio interpretativo in merito alla definizione di "parte correlate" e di "operazioni con parti correlate". Più precisamente al paragrafo 9 precisa che un'operazione tra parti correlate rappresenta «un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo»[2] (IAS 24, par. 9).
Sebbene il principio contabile in esame sia dotato di un disposto definitorio che, consente l'identificazione delle parti che possono definirsi in qualche misura correlate e delle operazioni tra le stesse intercorse, esso si occupa sostanzialmente della fattispecie sotto il profilo informativo.
In particolare, la finalità del presente principio è quella di «garantire che i bilanci di un'entità contengano le informazioni necessarie per richiamare l'attenzione sulla possibilità che la sua situazione patrimoniale-finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati influenzati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni» (IAS 24 par. 1)[3]. In altri termini, lo standard non disciplina la valutazione della correttezza sostanziale dell'operazione né le modalità della sua realizzazione, bensì definisce i requisiti minimi di informativa che le parti sono tenute a fornire. In particolare, tali requisiti includono: la natura del rapporto con la parte correlata, l'ammontare dell'operazione, l'ammontare dei saldi in essere, inclusi gli impegni, le loro condizioni ed i termini contrattuali, incluse eventuali garanzie esistenti e la natura del corrispettivo da riconoscere al momento del regolamento, dettagli di qualsiasi garanzia fornita o ricevuta, accantonamenti per crediti dubbi relativi all'ammontare dei saldi in essere, la perdita rilevata nell'esercizio relativa ai crediti inesigibili o dubbi dovuti da parti correlate, le spese sostenute dall'entità

[2] A related party transaction is a transfer of resources, services or obligations between a reporting entity and a related party, regardless of whether a price is charged.
[3] The objective of this Standard is to ensure that an entity's financial statements contain the disclosures necessary to draw attention to the possibility that its financial position and profit or loss may have been affected by the existence of related parties and by transactions and outstanding balances, including commitments, with such parties.

per la prestazione dei servizi di direzione con responsabilità strategiche forniti da un'entità dirigente separata devono essere indicate (IAS 24 par.17-18). La logica ispiratrice di tale disposto è quella di favorire l'interpretazione delle operazioni in questione da parte dei soggetti esterni, agevolare l'analisi delle ragioni che hanno condotto alla loro realizzazione, e la valutazione del loro impatto sulla situazione economico-finanziaria e patrimoniale della reporting entity[4].

2.2. Regolamento operazioni con parti correlate

Adempiendo al mandato conferito dal legislatore italiano, la Consob ha emanato il Regolamento approvato con Delibera n. 17721 (2010)[5], che ha riformato in maniera sostanziale la disciplina delle operazioni con parti correlate, con l'intento di rafforzare i requisiti procedurali e gli obblighi informativi per le società che accedono al mercato del capitale di rischio.
Oltre a fornire un quadro definitorio relativo alle nozioni di "parte correlata" e di "operazione con parte correlata" sulla base del disposto dello IAS 24, scopo primario del Regolamento è quello di predisporre un insieme organico di norme contenenti:

- i principi procedurali che le società devono adottare per assicurare condizioni di correttezza nell'intero iter di approvazione delle operazioni con parti correlate attribuendo un ruolo centrale al comitato di amministratori indipendenti (regole procedurali);
- gli obblighi informativi (regole di trasparenza) relativi a ciascun flusso intrasocietario che abbia come destinatari soggetti terzi sul mercato.

Adottando un approccio proporzionale, tale insieme di norme ha introdotto requisiti procedurali e obblighi informativi modulati sulla base della rilevanza dell'operazione (operazione di maggiore, minore rilevanza, di importo esiguo). A tal proposito, il Regolamento indentifica gli indici di rilevanza che discriminano la tipologia di operazione.
In particolare, le operazioni sono definite di maggiore rilevanza se almeno uno dei seguenti indici, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5%:

- *Indice di rilevanza del controvalore*: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria

[4]Per i soggetti non IAS/IFRS adopter, l'art. 2427 - 22-bis del Codice Civile (e art. 38, lett. quinquies del D.Lgs. n. 127/1991 / D.Lgs. n. 173/2008) ha richiesto l'indicazione delle operazioni con parti correlate nella Nota Integrativa solo quando sussistono contemporaneamente due requisiti:
i) l'operazione deve essere significativa e
ii) l'operazione deve essere eseguita non a condizioni di libera concorrenza
Coerentemente con l'intento primario, tutte le disposizioni italiane mirano a garantire una maggiore trasparenza informativa e a potenziare le procedure di valutazione del rischio nei processi decisionali.
[5]Delibera n.17221 del 12.03.2010 (aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n.22144 del 22.12.21) in vigore dal 31 dicembre del 2021.

annuale o semestrale o informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ove redatte). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza. Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è: i) per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale; ii) per le componenti costituite da strumenti finanziari, il fair value determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati con Regolamento (CE) n.1606/2002; iii) per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile. Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo.

- *Indice di rilevanza dell'attivo:* è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione. Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è: i) in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente; ii) in caso di cessioni, il corrispettivo dell'attività ceduta. Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è: i) in caso di acquisizioni, il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività; ii) in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.

- *Indice di rilevanza delle passività:* è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

Sebbene la disciplina fissi una soglia del 5%, le società possono valutare se individuare livelli di rilevanza inferiori per le operazioni che possono incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente. In deroga al principio generale, è prevista una riduzione delle soglie al 2,5% nei rapporti con la società controllante o società ad essa collegate al fine di limitare maggiori incentivi ad un opportunistico di tali operazioni.

2.2.1. Vincoli procedurali

Alla luce delle precedenti riflessioni, risulta essenziale una corretta qualificazione della rilevanza dell'operazione, poiché l'applicazione della disciplina varia in base alla categoria di riferimento, con significative differenze in termini di obblighi e procedure. In particolare, il Regolamento distingue quattro procedure principali:

1. una *generale,* per le operazioni di minore rilevanza con parti correlate, applicabile quando il valore dell'operazione non supera le soglie di rilevanza precedentemente definite e non rientra nella categoria delle operazioni di importo esiguo. Sono infatti previste specifiche ipotesi di esenzione, applicabili a operazioni di importo esiguo, operazioni ordinarie (c.d. ordinary business) o operazioni caratterizzate da urgenza.
2. una *speciale*, per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, da attuare quando il valore dell'operazione eccede le soglie di rilevanza.
3. una *agevolata*, riservata alle società con azioni diffuse, alle società di minori dimensioni e alle società neo-quotate, al fine di semplificare l'adempimento degli obblighi previsti.
4. una per *operazioni oggetto di delibera quadro*, volta a snellire i processi decisionali nell'attuazione di operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlate.

In via trasversale, la disciplina del Regolamento Consob attribuisce un ruolo centrale agli amministratori indipendenti[6] nelle diverse procedure, per garantire che le operazioni siano effettuate nell'interesse della società. Gli amministratori indipendenti chiamati a esprimere il proprio parere dovranno effettuare la valutazione sulla convenienza dell'operazione (in seno al Comitato per le operazioni con parti correlate) da rendere pubblica nel verbale di approvazione della stessa. Il loro compito è vigilare sul raggiungimento dell'interesse sociale, prevenendo eventuali comportamenti opportunistici che possano arrecare danno alla società e ai suoi azionisti. Di norma, sono esenti da responsabilità gli amministratori indipendenti che esprimono parere consultivo seguendo diligentemente la disciplina in materia. Diversamente, sono personalmente responsabili del danno cagionato alla società e ai soci, nell'ipotesi in cui assumano arbitrariamente comportamenti ostruzionistici. L'esistenza di un mero parere favorevole degli amministratori indipendenti non esonera l'organo deliberante dalla sua responsabilità.

[6]Si riconosce qualifica di "amministratore indipendente" a chi possiede i requisiti di indipendenza stabiliti dall'art. 148 del TUF – ossia l'assenza di cause di ineleggibilità e incompatibilità

Nel prosieguo della trattazione, saranno analizzate in maniera approfondita le diverse procedure delineate dal Regolamento Consob, con particolare attenzione ai meccanismi di governance ed i presidi predisposti a tutela della trasparenza e dell'equità, definiti con un approccio modulato sulla base della natura e della rilevanza dell'operazione.

Procedura generale

La procedura generale relativa all'approvazione delle operazioni di minore rilevanza tra parti correlate è disciplinata dall'articolo 7 del Regolamento Consob.

In particolare, ferma la facoltà di applicare quanto previsto per le operazioni di maggiore rilevanza tra parti correlate (procedura speciale), il Regolamento prevede che, prima dell'approvazione dell'operazione di minore rilevanza, un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Tale comitato ha la facoltà i farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta avendo verificato preventivamente l'indipendenza di tali soggetti.

Il Regolamento prevede l'obbligo di fornire, con un adeguato margine temporale, un set informativo completo e dettagliato sia all'organo deliberante sia al comitato preposto alla valutazione della convenienza economica e della correttezza procedurale dell'operazione.

Nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, qualora l'operazione sia di competenza del Consiglio di amministrazione, gli amministratori coinvolti nell'operazione devono astenersi dalla votazione sulla stessa. Inoltre, in mancanza di almeno due amministratori indipendenti non correlati, specifici presidi equivalenti, a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione dovranno essere istituiti.

Procedura speciale

La procedura speciale relativa all'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate è disciplinata dall'articolo 8 del Regolamento Consob.

Con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, le procedure prevedono che stante la riserva di competenza a deliberare in capo al Consiglio di amministrazione, un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati, siano coinvolti

tempestivamente nella fase delle trattative e nella fase istruttoria.
A tal fine, il Regolamento stabilisce l'obbligo di garantire un flusso informativo completo, aggiornato e tempestivo, riconoscendo al comitato la facoltà di richiedere informazioni integrative, qualora fosse necessario. Questo meccanismo informativo è finalizzato a consentire al comitato di esprimere osservazioni motivate agli organi delegati e ai soggetti responsabili della conduzione delle trattative e dell'istruttoria, assicurando così un processo decisionale maggiormente trasparente e conforme ai principi di correttezza e tutela degli interessi degli stakeholder. La disciplina in materia prevede, inoltre, che l'approvazione dell'operazione da parte del Consiglio di amministrazione sia subordinata all'acquisizione di un parere motivato e favorevole da parte del comitato competente, il quale è chiamato a valutare l'interesse della società alla realizzazione dell'operazione, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.
In alternativa, è possibile adottare procedure decisionali diverse, purché venga garantito il coinvolgimento della maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati, al fine di assicurare l'imparzialità e l'equità dell'intero processo deliberativo.
Qualora non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati, saranno istituiti specifici presidi equivalenti a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione.
Le procedure possono prevedere, ferme le previsioni statutarie richieste dalla legge, che il Consiglio di amministrazione possa approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, sottoponendo all'assemblea la decisione finale di approvazione. Le speciali norme procedurali introducono un nuovo meccanismo di tutela degli azionisti (c.d. meccanismo di whitewash) per impedire il completamento dell'operazione se la maggioranza degli azionisti indipendenti votanti vota contro l'approvazione. A tutela dei soci, le procedure "[...] devono contenere norme dirette a impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci votanti non correlati -che rappresenti almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento - voti contro l'operazione".

La disciplina agevolata
L'articolo 10 del Regolamento riconosce, per le società quotate di minori dimensioni, società di recente quotazione e quelle con azioni diffuse tra il pubblico in misure rilevante, la possibilità di applicare la procedura generale di cui all'art. 7 del Regolamento anche nel caso in cui vengano

realizzate operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, altrimenti riconducibili alla disciplina speciale. Di fatto, in considerazione dell'impatto limitato che, tali società possono esercitare sul mercato, è stata predisposta una procedura meno stringente sebbene nel rispetto dei principi generali dettati in tema di informazione e pubblicità.
L'unica eccezione, ex art. 10 del Regolamento, è predisposta per le società controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati, per cui continuano a valere gli artt. 7 e 8 dello stesso Regolamento a seconda della minore o maggiore rilevanza dell'operazione.

Le delibere quadro
Al fine di evitare l'adozione di delibere seriali in merito ad operazioni simili o tra loro collegate, l'articolo 12 del Regolamento consente di adottare delle delibere quadro. Per tali delibere, non si applicano le previsioni della disciplina ordinaria o speciale precedentemente richiamate.
Queste specifiche operazioni non possono avere una durata superiore ad un anno e devono avere ad oggetto operazioni sufficientemente determinate. È infatti richiesta l'indicazione dell'ammontare massimo prevedibile delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento, nonché le motivazioni delle condizioni previste.

2.2.2. Obblighi informativi
L'intervento della Consob in materia di operazioni con parti correlate non si è limitato alla ridefinizione dell'iter procedurale relativo alla loro corretta implementazione, ma è stato altresì rivolto a rafforzarne la trasparenza nella comunicazione.
Tali operazioni sono, infatti, soggette ad un pregnante sistema pubblicitario volto alla tutela non solo degli azionisti (siano essi di minoranza o di maggioranza), ma anche del mercato e degli stakeholder nel loro complesso. Il Regolamento Consob si configura, pertanto, come uno strumento normativo organico e unitario, destinato a disciplinare gli obblighi informativi ai quali le società quotate devono conformarsi per garantire condizioni di equità e correttezza nell'intero processo di comunicazione delle operazioni con parti correlate.
L'inasprimento degli obblighi informativi, introdotto dal Regolamento, risponde all'esigenza di potenziare i flussi comunicativi a livello endosocietario ed extra-societario, al fine di contrastare le pratiche di mala gestio da parte degli organi amministrativi.
In relazione alla comunicazione esterna, sono stati definiti regimi di trasparenza differenziati, modulati sulla base degli impatti potenziali

che tali operazioni sono in grado di produrre sul bilancio societario. Questo approccio mira a bilanciare la necessità di tutelare il mercato, assicurando un adeguato flusso informativo, con l'esigenza di evitare un onere eccessivo per le imprese in termini di obblighi di disclosure.
Più precisamente, il superamento di predefinite soglie di rilevanza determina l'applicazione di un regime di trasparenza specifico a cui tale transazione deve essere assoggettata.
Le operazioni di minore rilevanza restano sottoposte all'applicazione di quanto disposto nell'articolo 114 del Testo Unico della Finanza (TUF) ferma restando la disciplina c.d. price sensitive. Per queste ultime, infatti, è previsto l'obbligo di garantire al pubblico una dettagliata informativa trimestrale da veicolare nell'ipotesi in cui tali operazioni siano approvate dall'assemblea nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti, con contestuale pubblicazione del loro parere negativo e/o delle motivazioni che giustificherebbero la loro scelta.
Diversamente, il Regolamento introduce per le operazioni di maggiore rilevanza tra parti correlate un duplice regime di trasparenza. Rispetto alla disciplina previgente (ex articolo 71-bis del Regolamento Consob in materia di Emittenti), tali operazioni diventano oggetto di un'informativa immediata e periodica nei confronti del mercato, indipendentemente dal fatto che siano realizzate direttamente dalla società madre o da società controllate, siano esse italiane o estere.
Nella sezione finale del paragrafo, verranno analizzati in dettaglio i due distinti regimi di informativa previsti dalla disciplina relativa alle operazioni con parti correlate.

Informativa immediata
In conformità a quanto disposto dall'articolo 5 del Regolamento, nell'ipotesi di approvazione di operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, le società sono tenute a predisporre un documento informativo, al cui interno dovranno essere riportate le seguenti informazioni (definite in funzione dell'Allegato 4 del Regolamento):

- i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata descritta nel documento informativo;
- la descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione;
- l'indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione;
- l'indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione, e qualora l'operazione sia stata approvata in presenza

di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso;

- la modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari;
- l'illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili;
- se l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione, dettagliate indicazioni di tali variazioni;
- nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, le informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie;
- l'indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti, ove presenti.

Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.
Ai sensi della disciplina vigente, la pubblicazione del documento informativo relativo alle operazioni con parti correlate deve avvenire entro il termine di sette giorni dall'approvazione dell'operazione ovvero dalla stipulazione del contratto (informativa immediata). Qualora il contratto assuma natura preliminare o venga formulata una proposta contrattuale, l'obbligo di pubblicazione sorge al momento della sua conclusione. Il documento deve essere reso accessibile al pubblico presso la sede sociale e secondo le modalità previste dagli articoli 65 e seguenti del Regolamento Emittenti.
Le società sono tenute a rendere disponibili al pubblico, nei termini precedentemente indicati, eventuali pareri espressi da amministratori indipendenti o esperti esterni, allegandoli al documento informativo o pubblicandoli sul proprio sito internet.
Il Regolamento Consob si prefigge l'obiettivo di garantire che le trattative e le operazioni con parti correlate siano condotte secondo principi di correttezza e trasparenza, in modo analogo alle operazioni di natura similare concluse sul mercato tra soggetti non correlati.
Inoltre, le operazioni realizzate con la medesima parte correlata, che nel loro

complesso superino la soglia di rilevanza, sono soggette agli obblighi informativi previsti dal Regolamento esclusivamente quando presentano omogeneità o concorrono alla realizzazione di un progetto unitario. In caso di cumulo di più operazioni riconducibili a un medesimo documento informativo unitario, il termine per la pubblicazione è prorogato fino a quindici giorni dalla data di approvazione dell'operazione o dalla conclusione del contratto che determina il superamento della soglia di rilevanza. Sebbene l'Allegato 4 al documento stabilisca i requisiti minimi dell'informativa e i termini di pubblicazione, lascia tuttavia agli amministratori un significativo margine di discrezionalità nella determinazione degli elementi specifici da includere o da omettere nella comunicazione.
La struttura flessibile di tali previsioni potrebbe costituire un significativo incentivo per i dirigenti a modulare strategicamente le informazioni rese pubbliche, con il rischio di comprometterne la qualità dell'informativa. Tale considerazione evidenzia come la divulgazione immediata delle operazioni con parti correlate possa trasformarsi in un potenziale strumento di impression management. In particolare, il management potrebbe influenzare la percezione generale dell'operazione enfatizzandone gli aspetti favorevoli o, al contrario, offuscando le potenziali implicazioni negativi ed i rischi connessi all'operazione. La scelta di attribuire maggiore rilievo a determinati elementi a scapito di altri potrebbe, pertanto, incidere sulla rappresentazione complessiva dell'operazione, alterando la percezione del lettore in merito alla sua natura e finalità.

Informativa periodica
Oltre all'informativa immediata è comunque prevista una informativa periodica disciplinata dal Regolamento all'art. 5, comma 8, il cui contenuto riproduce sostanzialmente quello dell'art. 81 del Regolamento Emittenti (anch'esso abrogato contestualmente all'adozione del Regolamento Consob). La suddetta disciplina prevede che, qualora l'operazione sia compiuta da una società emittente avente l'Italia come stato membro d'origine, si debba garantire, ai sensi dell'art. 154-ter del TUF, l'inserimento nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale di una serie di informazioni, quali:

- le singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento (art. 5, comma 8, lett. a);
- altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. b);
- qualsiasi modifica, o sviluppo, delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. c).

3. Sviluppo dell'obiettivo di ricerca

Le argomentazioni sviluppate nelle sezioni precedenti offrono un quadro analitico approfondito del fenomeno delle operazioni con parti correlate, esaminando sia le motivazioni economiche sottostanti – incluse le forze incentivanti e disincentivanti alla loro implementazione – sia il quadro normativo di riferimento.

Nello scenario italiano, le specificità strutturali del mercato e i modelli di governance prevalenti concorrono a intensificare il rischio che le operazioni con parti correlate possano essere adottate in modo opportunistico per espropriare valore aziendale a beneficio di soggetti specifici, determinando alterazioni nei meccanismi di allocazione efficiente delle risorse.

L'assetto proprietario prevalente del tessuto aziendale italiano è, infatti, tendenzialmente ad elevata concentrazione proprietaria, caratterizzato mediamente dalla presenza di un azionista dominante (blockholder) in grado di esercitare un controllo significativo sulle decisioni strategiche e operative del management (Melis, 2000; Volpin, 2002; Barucci e Falini, 2005).

Questa configurazione proprietaria, combinata con l'inefficacia dei meccanismi di enforcement e la diffusa adozione di strumenti di rafforzamento del controllo –come piramidi societarie, patti parasociali e/o azioni a doppia classe –esacerba il rischio che azionisti di maggioranza possano attuare operazioni con parti correlate opportunistiche (c.d. "self-dealing") al fine di espropriare valore a danno della società e degli azionisti di minoranza (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 2000). L'appropriazione indebita di risorse aziendali attraverso l'attuazione di queste operazioni (tunneling) costituisce un fenomeno consolidato e una problematica endemica nel contesto istituzionale italiano, riflettendo la vulnerabilità sistemica propria dei modelli di governance prevalenti (Belcredi et al., 2014).

Al fine di garantire la correttezza sia procedurale sia sostanziale nel processo di approvazione delle operazioni con parti correlate, il Regolamento Consob in materia assegna agli amministratori indipendenti un ruolo di vigilanza e controllo sulla correttezza sostanziale e procedurale. In particolare, essi sono incaricati di valutare la convenienza economica e l'adeguatezza dell'operazione per la società, nonché di monitorare e, se necessario, contrastare l'attuazione di operazioni con parti correlate prive di un fondamento economico.

La letteratura ci suggerisce tuttavia che in un contesto ad elevata concentrazione proprietaria – come quello italiano – la forte influenza dell'azionista di controllo attenua il ruolo degli amministratori indipendenti e ne mina la reale indipendenza, rendendoli amministratori affiliati o cosiddetti "grigi" (Yeh e Woidtke, 2005; Dong-Song e Zootae, 2007; Gutierrez e Saez, 2013; Pizzo, 2013).

In linea generale, Gutiérrez e Sáez (2013) evidenziano i tre problemi principali che indeboliscono il ruolo di monitoraggio degli indipendenti per le aziende

con strutture proprietarie concentrate. Innanzitutto, le definizioni esistenti di indipendenza (assenza di legami familiari o di business con gli addetti ai lavori, i manager o i blockholder) non catturano tutte le potenziali condizioni capaci di influenzare il comportamento di un amministratore. Inoltre, il sistema di selezione e nomina dovrebbe garantire che gli amministratori eletti siano realmente indipendenti dal corporate controller e che siano responsabili nei confronti degli azionisti esterni. Tuttavia, in tali circostanze, l'amministratore, sebbene formalmente indipendente, risulta nominato su proposta dei soggetti su cui è chiamato ad esercitare il controllo. Infine, è importante individuare i principali incentivi che dovrebbero motivare gli amministratori indipendenti a svolgere efficacemente le loro funzioni.

Di conseguenza, l'attuale enfasi da parte dei regolatori e dei codici di best practice sull'empowerment degli amministratori indipendenti risulta una misura inefficace. Gli Autori suggeriscono che le imprese operanti in contesti istituzionali caratterizzati da un'elevata concentrazione della proprietà, dovrebbero valutare l'adozione della figura dei minority directors, ossia amministratori indipendenti designati direttamente dalle minoranze azionarie, al fine di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, migliorare la trasparenza delle decisioni aziendali e contribuire a mitigare i conflitti di interesse nelle operazioni con parti correlate (Gutiérrez e Sáez, 2013, p. 63). L'attribuzione agli azionisti di minoranza del diritto di nominare almeno un membro del Consiglio di amministrazione, introdotto in Italia dal c.d. voto di lista[7], costituisce un efficace strumento di governance aziendale per attenuare il conflitto di agenzia di secondo tipo (principal-principal), migliorando la supervisione e la trasparenza nelle decisioni societarie.

Secondo Pacces (2018), gli amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di minoranza ("non di controllo") assumono un ruolo cruciale nell'attività di monitoraggio e screening procedurale delle operazioni con parti correlate al fine di mitigare il rischio di espropriazione di valore a danno degli azionisti di minoranza, contribuendo a garantire un processo decisionale più equo e trasparente.

[7]Tuttavia, negli ultimi quindici anni, l'assetto istituzionale italiano è stato interessato da importanti riforme legislative volte ad aumentare la responsabilità dei blockholder (Enriques, 2009; Belcredi e Enriques, 2014). In tale contesto, il voto di lista è una caratteristica peculiare dell'attuale disciplina italiana di corporate governance che attribuisce agli azionisti di minoranza il potere di nomina (De Poli e De Gioia Carabellese, 2017; Bianchi et al., 2018). Con il D.Lgs. n. 58/1998, la procedura di voto è diventata obbligatoria prima per l'elezione dei sindaci di tutte le società quotate in Borsa Italiana, e nel 2005 (Legge n. 262/2005 – Legge sul risparmio) il legislatore italiano ha incoraggiato tutte le società quotate ad adottare il sistema del voto di lista per l'elezione degli amministratori effettivi, al fine di prevenire possibili abusi da parte del blockholder a danno degli azionisti di minoranza. Dal 30 giugno 2007, poi, il sistema del voto di lista è diventato obbligatorio per tutte le società quotate: riconoscendo agli azionisti di minoranza il diritto di nominare almeno un membro del Consiglio di amministrazione. Gli azionisti di minoranza, però, hanno comunque la facoltà di scegliere se esercitare o meno i propri diritti di voto e presentare una lista di propri candidati.

Più in generale, per quanto riguarda il rapporto tra amministratori di minoranza e performance della corporate governance, Bianchi, Ciavarella, Novembre e Signoretti (2011) rilevano che l'effettivo livello di adesione al Codice di Autodisciplina per le società quotate italiane è sistematicamente più elevato nelle imprese in cui gli azionisti di minoranza hanno nominato uno o più amministratori. Questi risultati sono anche coerenti con le evidenze di Bianchi, Ciaravella, Enriques, Novembre e Signoretti (2014) che mostrano una relazione diretta tra la rappresentanza degli azionisti di minoranza all'interno del consiglio e procedure interne più rigorose per l'individuazione e approvazione di operazioni con parti correlate. In particolare, le imprese che presentano almeno un amministratore espressione degli azionisti di minoranza all'interno del consiglio di amministrazione mostrano una maggiore propensione a: 1) scegliere soglie inferiori a quelle definite dal Regolamento operazioni con parti correlate Consob per identificare le transazioni materiali tra parti correlate; 2) assumere scelte più rigorose sull'importo de minimis (sia in termini assoluti che relativi) al di sotto del quale una transazione è qualificata come operazioni con parti correlate 'piccola' con conseguente full opt-out completo dal regolamento; 3) definire una percentuale inferiore di azionisti non interessati affinché l'approvazione dell'assemblea generale per il veto degli azionisti indipendenti sia efficace in caso di procedura di 'whitewash'; 4) fissare limiti di budget più elevati per il parere di congruità che gli amministratori indipendenti potrebbero richiedere per le transazioni al di sotto della soglia di materialità; 5) stabilire regole più severe in merito alle eventuali deroghe al regime procedurale in caso di urgenza (ad esempio, in caso di difficoltà finanziarie).

In effetti, le evidenze empiriche finora raccolte confermano per lo più l'impatto positivo degli amministratori di minoranza sulla governance aziendale e sulla performance finanziaria (Moscariello et. al 2018) nonché sulla trasparenza informativa della corporate disclosure (Marchetti et al., 2018). Gli amministratori di minoranza, infatti, agiscono come un canale di informazione verso il mercato facilitando un ulteriore coinvolgimento degli azionisti attivi, promuovendo una migliore comunicazione e riducendo la manipolazione della divulgazione (Cornett et al., 2008; Fera et al., 2021a).

In particolare, Marchetti, Siciliano e Ventoruzzo (2017) documentano che gli amministratori nominati dagli azionisti di minoranza hanno maggiori probabilità di dissentire e che i prezzi di mercato reagiscono leggermente negativamente quando un amministratore nominato dalla minoranza vota contro la maggioranza. Questi risultati suggeriscono un certo grado di fiducia del mercato negli amministratori nominati dalle minoranze (Bianchi et al., 2011).

Assumendo il ruolo positivo che gli amministratori di minoranza esercitano sulla qualità della comunicazione aziendale e nel monitoraggio delle

procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate, il presente studio propone un'indagine critica testando se la rappresentanza degli azionisti di minoranza, rafforzando la solidità della governance aziendale, possa migliorare la qualità e la trasparenza dell'informativa societaria in materia di operazioni con parti correlate. L'indagine si propone di valutare il grado di trasparenza della disclosure veicolata dalle società nei documenti informativi emessi a seguito dell'approvazione delle operazioni che superino le soglie di significatività (di maggiore rilevanza) redatti in conformità all'Allegato 4 del Regolamento Consob. Il contenuto del documento informativo relativo alle operazioni con parti correlate è disciplinato dalla normativa vigente, sebbene in modo parziale e non esaustivo. Questa regolamentazione incompleta ne riduce l'efficacia, offrendo ai manager un margine di discrezionalità nella selezione e nella presentazione delle informazioni divulgate. Di conseguenza, il documento può diventare uno strumento per influenzare la percezione degli stakeholder attraverso strategie di impression management, potenzialmente compromettendo la trasparenza e la qualità dell'informazione fornita al mercato.
Al fine di garantire l'accuratezza e l'affidabilità dei risultati, l'analisi si è focalizzata esclusivamente sulla sezione del documento informativo dedicata alla descrizione dei "rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata". Questa sezione consente, infatti, di esaminare le modalità attraverso cui l'operazione potrebbe determinare vantaggi selettivi per alcune parti a discapito della società o degli azionisti di minoranza.
Alla luce di queste riflessioni, l'indagine sarà sviluppata nelle pagine che seguono per testare la seguente ipotesi:

Hp: la rappresentanza degli azionisti di minoranza in seno al Consiglio di amministrazione migliora la trasparenza nella comunicazione dei rischi connessi alle operazioni con parti correlate.

4. Metodologia

4.1. Selezione del campione e raccolta dei dati

Per verificare l'ipotesi di ricerca presentata, verrà condotta un'analisi su un campione di società quotate sul mercato borsistico italiano che, nel periodo 2011-2019, abbiano realizzato operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. La Tavola 1 illustra in dettaglio le diverse fasi del processo di selezione del campione.

Popolazione delle aziende non finanziarie	**228**
(-) Aziende per cui non sono rilevate operazioni di maggiore rilevanza tra parti correlate	(104)
(-) Aziende per cui i dati finanziari e contabili non sono disponibili	(33)
(-) Aziende per cui i dati di corporate governance non sono disponibili	(24)
Campione	**67**

Tavola 1 – Processo di selezione del campione

La popolazione iniziale oggetto di analisi comprende 228 aziende quotate presso la Borsa Valori di Milano appartenenti a settori non finanziari[8]. In primo luogo, sono state escluse le società che, nel periodo di riferimento, non hanno effettuato operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate (104). Successivamente, sono state eliminate 33 aziende a causa della mancata disponibilità di dati finanziari e contabili e ulteriori 24 per l'assenza di informazioni relative alla corporate governance. L'applicazione di tali criteri di selezione ha condotto all'individuazione di un campione finale di 67 aziende, utilizzato per l'analisi empirica. Questa procedura di selezione garantisce che il campione sia adeguato a testare la relazione tra la rappresentatività degli azionisti di minoranza e la trasparenza della divulgazione dei rischi connessi ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Le 67 aziende incluse nel campione hanno realizzato, nell'arco temporale di riferimento, 160 operazioni con parti correlate che superano la soglia di significatività imposta dal Regolamento Consob, rendendo obbligatoria la pubblicazione del relativo documento informativo.

[8]Sono state infatti escluse, le aziende operanti nel comparto finanziario ed assicurativo (GICS 40 e GICS 60) per le loro caratteristiche peculiari.

La Tavola 2 mostra la distribuzione settoriale delle aziende del campione e delle relative operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate espresse in valore assoluto e percentuale.

Classe settoriale	No. Aziende	% Aziende sul totale	No. OPC	% OPC sul totale
Consumer Cyclicals	27	40%	66	41%
Utilities	7	10%	10	6%
Energy	3	4%	5	3%
Technology	6	9%	14	9%
Industrials	14	21%	36	23%
Consumer Non-Cyclicals	3	4%	5	3%
Healthcare	3	4%	16	10%
Basic Materials	2	3%	3	2%
Telecommunications Services	2	3%	5	3%
Totale	**67**	**100%**	**160**	**100%**

Tavola 2 – Distribuzione per classe settoriale

La Tavola 3 presenta la distribuzione delle aziende del campione e delle relative operazioni in funzione degli indici rappresentativi del mercato borsistico italiano.

Indice del mercato borsistico	No. Aziende	% Aziende sul totale	No. OPC	% OPC sul totale
Small Cap	25	37%	80	50%
Mid Cap	10	15%	16	10%
FTSE MIB	12	18%	27	17%
STAR	20	30%	37	23%
Totale	**67**	**100%**	**160**	**100%**

Tavola 3 – Distribuzione per Indici rappresentativi del mercato borsistico italiano

La Tavola 4 illustra la distribuzione delle aziende del campione e delle relative operazioni di maggiore rilevanza nell'intervallo temporale di indagine (2011-2019).

Anno	No. Aziende	% Aziende sul totale	No. OPC	% OPC sul totale
2011	10	15%	10	6%
2012	9	13%	14	9%
2013	13	19%	32	20%
2014	6	9%	15	9%
2015	9	13%	23	14%
2016	7	10%	19	12%
2017	4	6%	21	13%
2018	7	10%	17	11%
2019	2	3%	9	6%
Totale	**67**	**100%**	**160**	**100%**

Tavola 4 – Distribuzione temporale

Prevedendo la ricerca l'impiego di diverse metodologie di analisi con approcci e finalità eterogenei, i dati quantitativi e qualitativi sono stati raccolti da una pluralità di fonti. Tutti i documenti informativi - relativi alle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate - pubblicati nel periodo di riferimento, sono stati raccolti attraverso un processo sistematico di consultazione delle piattaforme 1INFO SDIR & STORAGE ed E-Market Storage che rappresentano dei sistemi riconosciuti di diffusione e stoccaggio delle Informazioni Regolamentate. Secondariamente, per garantire l'acquisizione dei documenti non reperibili tramite queste piattaforme, è stata condotta un'ulteriore ricerca sui siti web ufficiali delle società quotate italiane (consultando la sezione Investor Relation). Questo approccio ha assicurato una copertura completa dei documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati dalle imprese quotate nell'orizzonte temporale di riferimento.
I dati di natura finanziaria e contabile relativi alle società del campione sono stati estratti dalle banche dati Thomson Reuters Datastream ed AIDA. I dati di corporate governance sono stati invece selezionati manualmente attraverso la consultazione del database online della Consob, nonché delle relazioni annuali sulla governance societaria e sulla struttura proprietaria delle aziende analizzate.

4.2. Valutazione della trasparenza della risk disclosure: una content analysis

Per valutare il livello di trasparenza della risk disclosure, è stata condotta una meaning and form-oriented content analysis. L'analisi si è concentrata esclusivamente sulla sezione del Documento Informativo dedicata alla descrizione dei rischi di conflitto di interesse associati all'implementazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza.

La scelta metodologica di focalizzarsi su questa specifica sezione è motivata dalla sua funzione cruciale nel delineare le possibili criticità e implicazioni negative dell'operazione, rendendo il paragrafo potenzialmente più esposto ad essere oggetto di manipolazione. Difatti, sebbene il Regolamento definisca la struttura complessiva del prospetto informativo (Appendice 4), la sezione dedicata ai rischi si configura come un segmento testuale non strutturato, caratterizzato da un elevato grado di discrezionalità nella sua redazione.

In linea con lo studio di Li (2008), l'analisi testuale è stata condotta attraverso il conteggio delle occorrenze delle parole chiave relative al rischio e all'incertezza presenti all'interno di questa sezione, al fine di quantificare il livello di dettaglio informativo e di valutare il grado di trasparenza della comunicazione aziendale. È stato adottato un approccio che si avvale di dizionari predefiniti per valutare l'orientamento semantico, basandosi sulla frequenza delle parole che esprimono uno specifico sentiment. In particolare, per valutare la percentuale di parole con orientamento rischioso e incerto presenti all'interno della sezione oggetto di analisi, sono stati utilizzati rispettivamente:

- Il Risk Dictionary sviluppato da Campbell (2014) per misurare la frequenza delle parole connotate da un orientamento al rischio. Questo dizionario classifica i termini relativi al rischio in cinque categorie principali: finanziario, legale e normativo, fiscale, altri rischi sistematici e altri rischi idiosincratici. In particolare, è stata utilizzata la tassonomia proposta da Campbell per quantificare le occorrenze lessicali associate a ciascuna delle suddette sottocategorie di rischio. L'impiego di questa classificazione ha permesso non solo di effettuare un'analisi quantitativa della frequenza dei termini, ma anche di condurre un'analisi del contenuto sul significato, al fine di identificare le tipologie di rischio maggiormente divulgate nei documenti analizzati;
- La lista di keywords con direzione incerta prelevata dal sentiment dictionary di Loughran e McDonald del 2018.

L'intero set iniziale di parole chiave (seed words) con orientamento rischioso ed incerto è stato tradotto dall'inglese all'italiano, poiché i documenti informativi richiesti dalla Consob risultavano redatti prevalentemente solo in lingua italiana. Inoltre, il numero di parole chiave è stato ampliato tenendo conto delle variazioni morfologiche dell'idioma, includendo le differenti desinenze per genere (maschile e femminile) e numero (singolare e plurale), al fine di

garantire una copertura linguistica più completa nell'analisi testuale. Al termine del processo di classificazione e traduzione, il numero totale di parole connotate da un orientamento incerto ammontava a 359, mentre il numero complessivo di termini associati al rischio risultava pari a 423 (rischio finanziario, 69; rischio legale e normativo, 75; rischio fiscale, 32; rischi sistematici, 109; rischio idiosincratico, 138).
Più nello specifico, l'analisi del contenuto è stata condotta adottando il software LIWC (Linguistic Inquiry and Word Count), uno strumento ampiamente utilizzato nella ricerca linguistica e testuale per l'elaborazione automatizzata dei testi. LIWC è progettato per identificare e quantificare la presenza di specifiche categorie semantiche all'interno di un corpus testuale, risultando particolarmente adatto per studi basati su assegnazione tematica e analisi lessicale avanzata. Parallelamente, è stata eseguita un'analisi manuale del contenuto su un sottocampione pari al 20% dei documenti analizzati, con l'obiettivo di validare i risultati generati dall'indagine computerizzata, verificare l'accuratezza del processo di classificazione automatica e individuare eventuali discrepanze interpretative. In questo studio, l'analisi manuale è stata impiegata in modo complementare all'analisi computerizzata, al fine di migliorare la robustezza metodologica e garantire una maggiore affidabilità dei risultati.

4.3. Modello e descrizione delle variabili

Per testare la sussistenza di una relazione tra la rappresentanza degli azionisti di minoranza in seno al Consiglio di amministrazione e la trasparenza nella divulgazione dei fattori di rischio e incertezza associati all'attuazione di un'operazione significativa con parti correlate, è stato sviluppato il seguente modello econometrico:

$$
\begin{aligned}
Risk\ sentiment_{it} = {} & \beta_0 + \beta_1 BoD_Dummy_Minority_{it} + \beta_2 Perc_BoD_Indep_Mag_{it} \\
& + \beta_3 BoD_Size_{it} + \beta_4 CEO_Duality_{it} + \beta_5 AC_Dummy_Minority_{it} \\
& + \beta_6 Own_Conc_{it} + \beta_7 Strongly_Controlled_{it} + \beta_8 State_Own_{it} \\
& + \beta_9 Inst_Investors_{it} + \beta_{10} Revenue_ln + \beta_{11} ROA + \sum(Year_Effects)_{it} \\
& + \sum(Industry_Effects)_{it} + \sum(Market_Index_Effects)_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
$$

dove i rappresenta la specifica impresa, t indica l'anno ed ε rappresenta l'errore di regressione.

La variabile dipendente del modello è costituita dal livello di trasparenza nella comunicazione dei rischi, indicato come Risk sentiment. Questa proxy è calcolata come la percentuale di parole con connotazione di rischio e incertezza rispetto al totale delle parole presenti nella sezione del documento informativo

dedicata ai potenziali rischi di conflitto di interesse connessi all'attuazione di un'operazione con parti correlate.
La rappresentatività dei minority (BoD_Dummy_Minority) è operazionalizzata mediante una variabile dummy che assume valore pari ad 1 se almeno un amministratore indipendente eletto dagli azionisti di minoranza siede nel Consiglio di amministrazione, 0 nel caso opposto.
L'inclusione di variabili di controllo nel modello ha consentito di isolare gli effetti specifici della variabile indipendente principale, garantendo una maggiore accuratezza e robustezza dei risultati. In particolare, sono stati integrati due gruppi di variabili di controllo: uno relativo alle caratteristiche di corporate governance e l'altro agli attributi economico-finanziari.

Variabili di corporate governance
Nel modello di analisi, la percentuale di amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di maggioranza (Perc_BoD_Indep_Mag) rappresenta una delle variabili di corporate governance incluse a fini di controllo.
La letteratura esistente suggerisce che la presenza di amministratori indipendenti all'interno del Consiglio di amministrazione, in particolare nei comitati chiave, possa contribuire alla tutela degli interessi degli investitori, con effetti positivi sul valore dell'impresa e una riduzione del rischio di irregolarità contabili e frodi aziendali (Bebchuk e Hamdani, 2009; Dahya et al., 2009; Black et al., 2005; Smaili e Labelle, 2009; Klein, 2006; Nguyen e Nielsen, 2009). In linea con tali evidenze, ulteriori studi sottolineano il ruolo degli amministratori indipendenti nel rafforzare le funzioni di monitoraggio del consiglio, riducendo l'incidenza di pratiche di rendicontazione aggressiva (Peasnell et al., 2005).
Queste conclusioni sono coerenti con il quadro teorico di Williamson (1984), che mette in evidenza la relazione tra l'efficacia del monitoraggio del consiglio e la sua composizione. In termini di trasparenza informativa, numerosi studi riscontrano un'associazione positiva tra l'indipendenza del consiglio e i livelli di divulgazione volontaria (Chen e Jaggi, 2000) o di divulgazione obbligatoria (Leung e Horwitz, 2004).
Al contrario, altri studi offrono una prospettiva critica sul ruolo degli amministratori indipendenti, presentando risultati controintuitivi e inaspettati. Ad esempio, Ho e Wong (2001), non rilevano alcuna relazione significativa tra il livello di divulgazione volontaria e l'indipendenza del consiglio. Allo stesso modo, Forker (1992) non trova una relazione significativa tra la qualità della divulgazione obbligatoria delle stock option e la percentuale di amministratori non esecutivi. Eng e Mak (2003) evidenziano una relazione significativamente negativa tra la percentuale di amministratori indipendenti e la qualità della divulgazione non obbligatoria. Analogamente, Gul e Leung (2004) documentano una significativa associazione negativa tra la presenza di amministratori non esecutivi "esperti" (definiti dal numero di incarichi ricoperti

in altri consigli) e i livelli di divulgazione volontaria. Questi risultati si pongono in contrasto con la teoria di Williamson (1984) e con la relativa idea secondo cui una maggiore indipendenza del Consiglio di amministrazione sia associata ad una maggiore trasparenza. In un contesto ad elevata concentrazione proprietaria, la forte influenza dell'azionista di controllo attenua il ruolo degli amministratori indipendenti e ne mina la reale indipendenza, rendendoli amministratori affiliati o cosiddetti “grigi” (Yeh e Woidtke, 2005; Dong-Song e Zootae, 2007; Gutierrez e Saez, 2013; Pizzo, 2013). Tali risultati controversi potrebbero essere dovuti, in particolare, al fatto che, nella prevalenza degli studi, gli amministratori indipendenti sono complessivamente consideranti senza distinguere tra coloro che sono espressione diretta delle minoranze azionarie e coloro che vengono invece proposti e nominati grazie al contributo dei corporate controller. In tal caso, infatti, le evidenze risultano senza dubbio inquinate da quello che potrebbe essere l’effetto trainante dei minority director indistintamente considerati insieme agli altri indipendenti espressione della maggioranza azionaria. Queste considerazioni hanno quindi condotto all’introduzione di una proxy per la quota di amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di maggioranza, neutralizzando l’eventuale impatto che potrebbero avere gli amministratori eletti dagli azionisti di minoranza nella relazione. Questa variabile permette di verificare se l'indipendenza apparente di tali amministratori sia effettivamente riscontrabile nella pratica, o se, al contrario, essi manifestano tratti riconducibili ai cosiddetti "amministratori grigi", influenzando le dinamiche di monitoraggio e trasparenza in modi complessi e talvolta imprevedibili.
Un’ulteriore variabile di corporate governance inclusa nel modello è rappresentata dal numero di componenti del Consiglio di amministrazione adottata come proxy della dimensione del consiglio stesso (BoD_Size). La letteratura esistente fornisce risultati contrastanti riguardo al ruolo delle dimensioni del consiglio nelle dinamiche di governance aziendale. John e Senbet (1998) evidenziano come un aumento del numero di membri possa potenziare le capacità di monitoraggio del consiglio, grazie a una maggiore diversità di competenze e prospettive. Tuttavia, tale beneficio può essere controbilanciato dal costo incrementale di una comunicazione più scadente e di inefficienze decisionali, problematiche tipicamente associate ai gruppi di grandi dimensioni. Ulteriori studi sottolineano che i consigli sovradimensionati tendono a risultare meno efficienti nello svolgimento delle proprie funzioni di controllo e supervisione, a causa delle criticità legate al coordinamento interno e ad una minore coesione tra i membri (Lipton e Lorsch, 1992). In tali contesti, opinioni frammentate e visioni divergenti possono compromettere la capacità del Consiglio di esercitare un monitoraggio efficace sulla gestione aziendale. In merito alla verifica della trasparenza informativa, molte ricerche non rilevano un’associazione significativa tra le dimensioni del consiglio

ed il livello di divulgazione delle informazioni. Cheng (2006), ad esempio, suggerisce che la dimensione del Consiglio non influisce in modo sistematico sui comportamenti di trasparenza aziendale. Alla luce delle diverse evidenze sul tema, non è possibile predire in modo univoco la relazione tra la dimensione del Consiglio di amministrazione e i livelli di divulgazione informativa. Di conseguenza, l'inclusione di questa variabile nell'analisi consentirà di esplorare ulteriormente una questione ancora aperta nel dibattito accademico.
Inoltre, l'inclusione della proxy CEO_Duality nel modello è stata volta ad esaminare l'impatto della concentrazione del potere esecutivo e di sorveglianza nelle mani di un singolo individuo sulla comunicazione aziendale. Più precisamente, la variabile dummy esprime la possibilità che in capo alla medesima persona siano rinvenibili sia l'incarico di amministratore delegato, sia quello di presidente del Consiglio di amministrazione, prevedendo che la variabile assuma valore 1 nel caso in cui tale condizione sia verificata (AD=Presidente) e 0 nel caso opposto (CEO_Duality). La letteratura esistente suggerisce risultati eterogenei riguardo agli effetti di tale condizione sulla governance e sulla qualità delle informazioni divulgate. Mather e Ramsay (2007) rilevano che la concentrazione dei ruoli di Amministratore Delegato e Presidente del Consiglio di amministrazione nella stessa persona è associata a una maggiore selettività nei processi decisionali, influenzando negativamente l'imparzialità delle decisioni aziendali. In generale, la letteratura suggerisce che i Consigli di amministrazione tendono a essere più indipendenti ed efficienti quando la funzione di Presidente è separata da quella di Amministratore delegato, favorendo un più efficace equilibrio dei poteri e una supervisione più rigorosa. Diversi studi confermano che la presenza di un Amministratore Delegato che ricopre contestualmente la carica di Presidente è generalmente associata a una riduzione della capacità di monitoraggio del consiglio, compromettendo la qualità della governance (Andersen, Deli e Gillan, 2003; Dechow, Sloan e Sweeney, 1996; Goyal e Park, 2002). Nonostante ciò, le evidenze empiriche relative all'impatto della CEO_Duality sulla comunicazione aziendale sono tutt'altro che univoche. Forker (1992) ha identificato un'associazione negativa tra la CEO duality e la qualità della divulgazione, suggerendo che la concentrazione del potere decisionale è in grado di compromettere la trasparenza informativa. Al contrario, Ho e Wong (2001) non hanno rilevato alcuna relazione significativa tra la CEO duality e la propensione alla divulgazione volontaria. Al contrario, Gul e Leung (2004) documentano una relazione negativa e statisticamente significativa tra la CEO duality e i livelli di divulgazione volontaria, corroborando l'ipotesi secondo cui la concentrazione del potere esecutivo possa limitare la trasparenza aziendale. Alla luce di queste evidenze discordanti, non è possibile formulare un'ipotesi a priori sulla direzione dell'associazione tra questa proxy e la qualità della divulgazione.
È stata, inoltre, inserita nel modello la variabile AC_Dummy_Minority che

esprime la possibilità che un sindaco indipendente nominato dalla minoranza venga eletto nel Collegio sindacale, prevedendo che la variabile assuma valore 1 nel caso in cui tale condizione sia verificata e 0 nel caso opposto.
Al fine di preservare la robustezza dei risultati, si considera il livello di concentrazione della proprietà quale variabile di controllo, in quanto risulta determinante nell'influenzare sia l'estensione sia la qualità della disclosure (Own_Conc). La variabile che esprime la concentrazione proprietaria è stata calcolata come la somma di tutte le quote di partecipazione possedute direttamente, indirettamente, o per mezzo di patti parasociali, dai corporate controller (detentori di una percentuale superiore al 2% del capitale della società).
La letteratura esistente fornisce evidenze contrastanti in merito agli effetti di tale concentrazione sulla comunicazione aziendale. Yassel (2014) dimostra un'associazione negativa tra la concentrazione proprietaria e la qualità della rendicontazione finanziaria, suggerendo che un'elevata concentrazione possa limitare la trasparenza informativa.
Un ampio corpus di studi (Gelb, 2000; Arcay e Vasquez, 2005; Ali et al., 2007) evidenzia come una maggiore concentrazione della proprietà stimoli i proprietari a esercitare un controllo diretto sulla gestione aziendale, riducendo l'estensione della divulgazione finanziaria. Al contrario, le imprese con una struttura proprietaria più frammentata sono portate a adottare pratiche di comunicazione più trasparenti, al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra il management e gli azionisti. Queste evidenze suggeriscono che un'elevata concentrazione della proprietà possa scoraggiare la trasparenza nella comunicazione aziendale (Claessens et al., 2000; Fan e Wong, 2002). Tuttavia, gli studi sul tema forniscono evidenze contrastanti. Wang (2006), ad esempio, sostiene che una struttura proprietaria concentrata possa favorire una maggiore trasparenza finanziaria, al fine di preservare la reputazione aziendale, la ricchezza degli azionisti e le performance di lungo periodo. Alla luce di tali considerazioni, si può concludere che l'impatto della concentrazione proprietaria sulla comunicazione finanziaria può essere duplice: essa può influenzare positivamente la trasparenza qualora generi un effetto di allineamento tra interessi degli azionisti e del management, oppure negativamente quando prevalgono dinamiche di radicamento del potere a favore degli azionisti di controllo.
Nel modello di analisi si considera tra le variabili di controllo anche una variabile dummy che assume valore pari a 1 quando l'azionista di controllo detiene una quota superiore al 50% del capitale azionario, e 0 nel caso opposto (Strongly_Controlled).
Si tiene inoltre conto della presenza di un ente pubblico con interessi significativi nel capitale azionario, rappresentata dalla variabile dummy (State_Own) che esprime la possibilità che la società sia controllata da un ente pubblico statale

o parastatale, prevedendo che la variabile assuma valore pari ad 1 nel caso in cui tale condizione sia verificata e 0 nel caso opposto.
Inoltre, si considera anche l'impatto della presenza di investitori istituzionali nella compagine azionaria, sintetizzata da una variabile dummy (Inst_Investors) che assume valore 1 se è presente un investitore istituzionale con interessi significativi (una quota di partecipazione almeno pari al 2% del capitale) e 0 nel caso opposto.
A tal proposito, lo studio di Shleifer e Vishny (1986) dimostra che i grandi investitori istituzionali contribuiscono a ridurre i problemi di agenzia assumendo un ruolo attivo nel processo di governance. Le evidenze fornite da García Osma et al. (2007) suggeriscono che la loro presenza nel consiglio sia associata a una migliore comunicazione finanziaria. Sulla base di queste evidenze, si ipotizza che tali investitori possano esercitare altresì un'influenza positiva sulla qualità della divulgazione analizzata.

Variabili economico-finanziarie
Relativamente alle caratteristiche economico-finanziarie, il modello prevede l'inclusione di due variabili che si assume possano influenzare la trasparenza della comunicazione dei rischi connessi alle operazioni con parti correlate. In particolare, controlliamo la funzione logaritmica delle vendite annuali totali (Revenue_ln) come proxy della dimensione aziendale ed il rendimento delle attività, definito come il rapporto tra il reddito operativo ed il totale delle attività (ROA) come indice di redditività aziendale.
Con riferimento alla dimensione aziendale, le imprese di maggiori dimensioni tendono a essere maggiormente esposte a un'ampia platea di investitori, il che le induce a fornire un livello di disclosure più esteso rispetto alle aziende di minori dimensioni (Lang e Lundholm, 1996).
Numerosi studi hanno dimostrato la sussistenza di una relazione positiva tra la dimensione aziendale e la qualità della comunicazione (Cooke, 1989; Botosan, 1997; Camfferman e Cooke, 2002; Premuroso e Bhattacharya; 2008). Tale evidenza può essere riconducile a diverse ragioni: 1) in primo luogo, una maggiore trasparenza e un più ampio livello di divulgazione informativa consentono alle imprese di dimensioni maggiori di beneficiare di un costo del capitale inferiore (Singvhi e Desai, 1971); 2) in secondo luogo, le grandi aziende sono soggette a un monitoraggio più intenso da parte degli investitori rispetto alle imprese di minori dimensioni, il che induce a fornire un livello informativo più elevato; 3) infine, le imprese di maggiori dimensioni dispongono di una dotazione di risorse più solida, inclusa quella finanziaria, che facilita sia la produzione sia la diffusione delle informazioni (Botosan, 1997).
La letteratura ha inoltre evidenziato come il costo di raccolta e preparazione delle informazioni finanziarie tenda a ridursi nelle imprese di maggiori

dimensioni (Ball e Foster, 1982; Arcay e Vasquez, 2005). Sulla base di queste considerazioni, si prevede che le aziende di dimensioni più grandi abbiano un incentivo maggiore a divulgare informazioni relative alle operazioni con parti correlate, in quanto sottoposte a un monitoraggio più stringente da parte di analisti finanziari e investitori (Hossain et al., 1995; Gul e Leung, 2004; Kohlbeck e Mayhew, 2004; Gordon et al., 2004).
Per quanto riguarda la redditività aziendale, sebbene essa rappresenti una variabile di interesse all'interno del modello, la letteratura esistente non fornisce indicazioni univoche circa il suo effetto sulla qualità della, rendendo pertanto impossibile formulare previsioni ex ante sulla direzione della relazione.

Infine, sono incluse nel modello un set di variabili dicotomiche che consentono di controllare i c.d. effetti fissi legati all'inclusione di una determinata azienda in uno specifico mercato di scambio borsistico (Market_Effects) e all'appartenenza ad uno specifico settore di attività (Industry_Effects), nonché i macro-effetti legati al periodo di riferimento analizzato (Year_Effetcs).

5. Risultati

5.1. Statistiche descrittive

Questa sezione fornisce un'analisi descrittiva dei risultati emersi dall'indagine. Più precisamente, la Tavola 5 presenta le statistiche descrittive relative al risk sentiment dei documenti informativi. In media il 6% del totale di parole incluse nella sezione del documento informativo relativo ai rischi di conflitto di interesse sono rappresentati da parole con orientamento rischioso o incerto.

	Min	Max	Mean	Median	Dev st
Risk sentiment	1%	23%	6%	5%	4

Tavola 5 – Statistiche descrittive del risk sentiment

La maggior parte delle parole chiave identificate è associata al rischio legale e normativo, con una frequenza media pari al 1,58%. In particolare, si osserva una bassa incidenza di termini riferiti ad altri rischi idiosincratici (0,29%), rischi sistematici (0,33%), fiscali (0,11%) e finanziari (0,13%). In questi ultimi casi, il valore mediano risulta costantemente pari a zero (Tavola 6).

	Min	Max	Mean	Median	Dev st
Finanziario	0,00	2,41	0,13	0,00	0,35
Idiosincratico	0,00	3,60	0,29	0,00	0,56
Legale e normativo	0,00	4,78	1,59	1,39	1,22
Sistematico	0,00	3,61	0,33	0,00	0,59
Fiscale	0,00	1,69	0,11	0,00	0,27

Tavola 6 – Statistiche descrittive della proporzione di "risk related words" classificate per tipologia di rischio

La Tavola 7 presenta le statistiche descrittive delle variabili di corporate governance ed economico finanziarie incluse nel modello di indagine (escludendo le variabili dummy).
Più in dettaglio, l'evidenza mostra che il Consiglio di amministrazione ha una dimensione media di 9 membri, con una quota di amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di controllo (Perc_BoD_Indep_Mag) di 0,37 (molto vicina al valore mediano che è di circa 0,38). Per quanto riguarda la dispersione della proprietà, le aziende sono caratterizzate da una Own_Concentration media di 0,65 (la mediana è di circa 0,68). La dimensione media delle aziende (definita dalla funzione logaritmica delle vendite) ammonta a 19,10.

	Min	Max	Mean	Median	Dev.st
Perc_BoD_Indep_Mag	0,00	0,67	0,37	0,38	0,13
BoD_Size	5,00	20,00	8,99	8,00	3,08
Own_Conc	0,27	0,99	0,65	0,68	0,18
Revenue_ln	13,28	25,57	19,10	18,95	2,29
ROA	-0,37	0,17	0,00	0,02	0,09

Tavola 7– Statistiche descrittive delle variabili di corporate governance ed economico-finanziarie

5.2. Analisi univariata e correlazione Pairwise

In fase preliminare alla valutazione dei risultati ottenuti dal modello precedentemente illustrato, si procede con un'analisi delle correlazioni univariate tra le variabili definite. In questo modo sarà possibile fornire un quadro concettuale delle relazioni tra gli aspetti che le variabili rappresentano, nonché identificare potenziali relazioni di collinearità tali da minare l'affidabilità complessiva del modello.

Da un punto di vista tecnico-metodologico, è possibile osservare che nessuno dei coefficienti di correlazione univariata è superiore o vicino alla soglia dello 0.8, escludendo una possibile relazione di collinearità tra le variabili inserite nel modello (Hair, Anderson, Tatham e Black, 1998; Gujarati, 2004). Pertanto, è improbabile che i problemi di collinearità minaccino l'accuratezza delle relazioni stimate.

Per quanto riguarda il segno e la significatività dei coefficienti di correlazione, i risultati dell'analisi univariata evidenziano che la percentuale di parole incerte e di rischio incluse nella sezione del rischio (Risk sentiment) è significativamente e negativamente correlata alla redditività aziendale (ROA) e alla presenza di amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di maggioranza (Perc_ BoD_Indep_Mag). Totalmente in contrasto con il ruolo ad essi attribuito dalla normativa vigente, gli amministratori indipendenti quando eletti dalla maggioranza sembrerebbero in grado di influenzare negativamente la trasparenza in materia di rischio nei documenti analizzati.

Pertanto, alla luce delle principali criticità associate al ruolo degli amministratori indipendenti, precedentemente discusse, il risultato emerso in relazione agli amministratori indipendenti non direttamente nominati dalle minoranze azionarie risulta coerente con le aspettative. In un contesto caratterizzato da un'elevata concentrazione proprietaria, questi soggetti tendono infatti a risentire in misura significativa delle problematiche tipiche di tale assetto, con potenziali implicazioni sulla loro effettiva indipendenza e capacità di monitoraggio.

Altre relazioni interessanti, ed in linea con il quadro teorico di riferimento, che possono ricavarsi dall'esame delle correlazioni univariate sono relative alla maggiore probabilità di nomina di minority director nelle società in cui

la compagine proprietaria include la presenza di enti statali o para-statali, suggerendo un potenziale legame tra la natura dell'azionista di riferimento e le dinamiche di governance aziendale. Inoltre, la probabilità di individuare almeno un amministratore di minoranza risulta positivamente influenzata dalla presenza di almeno un revisore contabile designato dagli azionisti di minoranza, evidenziando un possibile effetto di complementarità nei meccanismi di governance.
Inoltre, la nomina di almeno un amministratore indipendente espressione delle minoranze azionarie risulta significativamente e negativamente correlata con una struttura proprietaria ad elevata concentrazione (Strongly_Controlled), confermando che le aziende caratterizzate da un assetto proprietario fortemente accentrato tendono a limitare tale rappresentanza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Risk sentiment	1,0000						
BoD_Dummy_Minority	0,0454	1,0000					
Perc_BoD_Indep_Mag	-0,216*	-0,323*	1,0000				
BoD_Size	0,1287	0,0324	0,0750	1,0000			
CEO_Duality	0,0865	-0,0690	-0,0679	-0,1107	1,0000		
AC_Dummy_Minority	-0,0436	0,6923*	-0,310*	0,0779	-0,220*	1,0000	
Own_Conc	0,0479	-0,1114	-0,1395	-0,178*	0,1419	-0,0172	1,0000
Strongly_Controlled	0,0528	-0,225*	-0,0418	-0,1057	0,1683*	-0,0746	0,7034*
State_Own	-0,0663	0,1970*	0,0966	-0,0335	-0,170*	0,1185	-0,281*
Inst_Investors	0,1194	0,1429	-0,231*	0,1705*	0,0617	0,1333	0,0075
Revenue_ln	-0,0181	0,1244	0,0997	0,4561*	-0,0841	0,1544	-0,253*
ROA	-0,209*	0,1074	-0,0019	0,1036	0,0074	0,1267	0,1562*

	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Strongly_Controlled	1,0000				
State_Own	-0,1443	1,0000			
Inst_Investors	-0,0359	0,0875	1,0000		
Revenue_ln	-0,1497	0,3583*	0,3740*	1,0000	
ROA	0,1109	0,2218*	0,2577*	0,4685*	1,0000

**Significance at the 0.05*

Tavola 8 - Matrice di correlazione Pairwise

5.3. Risultati della regressione

I risultati delle stime del modello di regressione sono riportati nella Tavola 9, illustrando l'impatto delle variabili indipendenti sulla trasparenza e l'informatività della risk disclosure delle operazioni con parti correlate.

Coerentemente con le evidenze emerse dall'analisi univariata, il modello econometrico conferma l'esistenza di una relazione negativa e statisticamente significativa tra la percentuale di amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di maggioranza e il livello di dettaglio informativo nella comunicazione dei rischi connessi alle operazioni con parti correlate (|t| = –0.05, p-value = 0.03). Questo risultato suggerisce che, nonostante il loro status formale di indipendenza, tali amministratori possano essere meno incentivati a promuovere una disclosure trasparente e dettagliata sui potenziali conflitti di interesse e rischi dell'operazione, presumibilmente a causa di un allineamento più stretto con gli interessi della proprietà dominante. In un contesto di elevata concentrazione proprietaria, questa dinamica potrebbe riflettere un fenomeno di "captive independence", in cui l'indipendenza nominale non si traduce in una reale funzione di monitoraggio e tutela degli azionisti di minoranza. Pertanto, la composizione del consiglio e le modalità di nomina degli amministratori indipendenti emergono come fattori determinanti nel plasmare il livello di trasparenza della risk disclosure aziendale. L'analisi del modello fornisce ulteriore evidenza empirica a supporto di una relazione negativa e statisticamente significativa tra la redditività aziendale, misurata tramite il Return on Assets (ROA), e l'intensità del risk sentiment (|t| = –0.16; p-value = 0.00). Tale evidenza suggerisce che le aziende con una redditività più elevata tendano a ridurre la loro enfasi comunicativa sui potenziali elementi di incertezza e rischio naturalmente intrinseci all'operazione con parti correlate.

I risultati empirici evidenziano, inoltre, un effetto positivo e statisticamente significativo della forte concentrazione proprietaria (Strongly_controlled) sul livello di trasparenza dell'informativa relativa ai rischi delle operazioni con parti correlate (|t| = 0.018, p-value = 0.01). Tale evidenza potrebbe riflettere, altresì, la necessità per queste imprese di conformarsi a pressioni normative e di mercato, adottando strategie di comunicazione trasparente per preservare la fiducia degli stakeholder e mitigare il rischio di contenziosi o interventi regolatori.

Con riferimento alla dimensione del Consiglio di amministrazione, dalla Tavola 9 emerge che una numerosità più elevata dei membri dell'organo deliberante possa favorire una maggiore diffusione di informazioni sui rischi associati alle operazioni con parti correlate, potenzialmente in virtù di una più ampia diversificazione delle competenze, di una maggiore rappresentatività degli interessi degli stakeholder e di un rafforzamento dei meccanismi di monitoraggio interno (|t| = 0.002, p-value = 0.04). Un board di dimensioni più estese potrebbe infatti facilitare il dibattito ed il confronto tra amministratori, incentivando una disclosure più dettagliata e riducendo il rischio di problematiche di asimmetria

informativa.
La relazione positiva e significativa tra Bod_dummy minority e Risk sentiment (|t| = 0,015, p-value = 0,09) supporta l'idea che la rappresentanza degli azionisti di minoranza all'interno degli organi decisionali, sia associata a una maggiore trasparenza nella comunicazione dei rischi connessi alle operazioni con parti correlate.
In un contesto di governance caratterizzato da una forte concentrazione proprietaria, la presenza di una rappresentanza effettiva delle minoranze risulta fondamentale per garantire l'equilibrio tra gli interessi degli azionisti di maggioranza e quelli della società nel suo complesso, rappresentando un meccanismo di corporate governance di controllo in grado di ridurre l'informativa opportunistica in materia di operazioni con parti correlate. Questo risultato rafforza la teoria secondo cui una governance inclusiva, che consente una maggiore influenza degli azionisti di minoranza, è un elemento chiave nel migliorare la qualità delle pratiche di corporate disclosure, contribuendo così a una gestione più trasparente, orientata alla protezione degli interessi di tutti gli azionisti.
Ciò posto, quindi, la presente analisi porta ad accettare l'ipotesi proposta secondo cui gli amministratori che sono espressione diretta delle minoranze azionarie sono direttamene correlati al livello di informatività in tema di rischi connessi all'attuazione di operazioni con parti correlate. Pertanto, essi rappresentano uno strumento efficace per una piena e stringete adozione della normativa vigente a tutela degli azionisti di minoranza dell'azienda e dei suoi stakeholder. Per ciò che concerne le altre variabili di controllo, non si rilevano ulteriori relazioni significative.

Variabile dipendente: Risk sentiment	Coefficients	t-stat	P > |t|
Intercept	-0,0006394	-0,01	0,98
BoD_Dummy_Minority	0,0157178*	1,69	0,09
Perc_BoD_Indep_Mag	-0,0524176*	-2,11	0,03
BoD_Size	0,0022568*	2,00	0,04
CEO_Duality	0,0064377	0,67	0,50
AC_Dummy_Minority	-0,0102311	-1,26	0,20
Own_Conc	6,77E-08	0,29	0,77
Strongly_Controlled	0,018889*	2,58	0,01
State_Own	0,0194945	1,51	0,13
Inst_Investors	0,0105709	1,25	0,21
Revenue_ln	0,0017017	0,79	0,43
ROA	-0,1656371*	-2,83	0,00
Year Effects	*Included*		
Industry Effects	*Included*		
Market Index Effects	*Included*		
R^2	0,3334		
F value	2,5		
Prob.> F/Chi²	0,000		
Root MSE	0,03661		
N. of Obs	160		

Significance at 0.10

Tavola 9 – Risultati della regressione

6. Conclusioni

I risultati della presente indagine evidenziano il ruolo cruciale svolto dagli amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di minoranza nel rafforzare i meccanismi di governance aziendale, contribuendo significativamente a limitare pratiche di divulgazione opportunistiche e potenzialmente distorsive nella rendicontazione dei rischi legati alle operazioni con parti correlate. Confermando l'ipotesi di partenza, si dimostra che tali amministratori possano costituire un presidio efficace per la tutela degli azionisti di minoranza e per il miglioramento della trasparenza informativa nel contesto delle operazioni con parti correlate.

L'evidenza emersa dallo studio suggerisce una tendenza forte e meritevole di attenzione, particolarmente in contesti ad alta concentrazione proprietaria, dove le operazioni con parti correlate possono comportare rischi significativi di espropriazione. In tal senso, la ricerca si inserisce in un più ampio dibattito sulla protezione degli azionisti di minoranza come strumento di governance che promuove una gestione aziendale responsabile e informata.

Di contro, emergono evidenze che gli amministratori indipendenti nominati dagli azionisti di maggioranza, spesso legati agli stessi soggetti dominanti nell'ambito di un contesto fortemente concentrato, tendano a ridurre il livello di trasparenza nell'informativa dei rischi connessi ad operazioni con parti correlate.

I risultati ottenuti corroborano la tesi secondo cui il potere di nomina degli amministratori indipendenti da parte degli azionisti di controllo può compromettere la loro effettiva autonomia, limitando la funzione di monitoraggio che tali soggetti dovrebbero esercitare in conformità con la normativa vigente.

Sebbene le recenti evoluzioni normative abbiano rafforzato il quadro regolatorio sul ruolo degli amministratori indipendenti, i risultati suggeriscono l'opportunità di una riflessione più approfondita sulla capacità della rappresentanza delle minoranze di accrescere le tutele legali per gli azionisti di minoranza. L'efficacia di tali meccanismi potrebbe rappresentare un elemento chiave per mitigare l'asimmetria informativa e prevenire condotte opportunistiche, rendendo necessario un ulteriore sviluppo delle politiche di corporate governance orientate a garantire un bilanciamento tra le diverse componenti dell'azionariato.

In prospettiva futura, ulteriori ricerche potrebbero approfondire il ruolo degli amministratori indipendenti in diversi contesti istituzionali e normativi, valutando l'impatto di modelli alternativi di selezione e nomina. Un confronto su scala internazionale potrebbe fornire spunti significativi per un miglioramento del quadro regolatorio, contribuendo a una maggiore efficacia dei meccanismi di governance a protezione degli azionisti.

Bibliografia

- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. Journal of accounting and economics, 44(1-2), 238-286.

- Anderson, K. L., Gillan, S., & Deli, D. N. (2003). Boards of directors, audit committees, and the information content of earnings (Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper no. 2003-04).

- Arcay, M. R. B., & Vázquez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. Advances in Accounting, 21, 299-331.

- Ball, R., & Foster, G. (1982). Corporate financial reporting: A methodological review of empirical research. Journal of accounting Research, 161-234.

- Barucci E.-Falini J., Determinants Of Corporate Governance In The Italian Financial Market, In Economic Notes, 34, 2005.

- Bava F.-Di Trana M.G., Disclosure On Related Party Transactions: Evidence From Ita- Lian Listed Companies, In Accounting, Economics And Law: A Convivium, 6(2), 2016.

- Belcredi M.-Bozzi S.-Ciavarella A.-Novembre V., Say-On-Pay In A Context Of Con- Centrated Ownership: Evidence From Italy, In Co.N.So.B. Working Paper, N. 76, 2014.

- Berle, A., & Means, G. (1932). The modern corporation and private property. New York: Macmillan.

- Bianchi M.-Ciavarella A.-Enriques L.-Novembre V.-Signoretti R., Regulation And Self-Regulation Of Related Party Transactions In Italy. An Empirical Analysis, In European Corporate Governance Institute (Ecgi), Finance Working Paper, 2014.

- Bianchi M.-Ciavarella A.-Novembre V.-Signoretti R. (2011) Comply Or Explain: Investor Protection Through The Italian Corporate Governance Code, In Journal Of Applied Corporate Finance, 23(1).

- Bianchi, M., Enriques, L., & Milic, M. (2018). Enforcing Rules On Related Party Transactions In Italy: One Securities Regulator's Challenge. European Corporate Governance Institute (Ecgi) – Law Working Paper No. 409.

- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence From Korea. The Journal Of Law, Economics, And Organization, 22(2), 366–413.

- Botosan C.A. (1997). Disclosure Level And The Cost Of Equity Capital. The Accounting Review, 72 (3), 323-349.

- Camfferman, K., & Cooke, T. E. (2002). An analysis of disclosure in the annual reports of UK and Dutch companies. Journal of international accounting research, 1(1), 3-30.

- Campbell J.L., Chen H.C., Dhaliwal D.S., Lu H.M., & Steele L.B. (2014). The Information Content Of Mandatory Risk Factor Disclosures In Corporate Filings. Review Of Accounting Studies, 19(1), 396–455.

- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. Journal of accounting and public policy, 19, 285-310.

- Chen, K. C., & Yuan, H. (2004). Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues. The accounting review, 79(3), 645-665.

- Cheng, E.C.M., & Courtenay, S.M. (2006). Board Composition, Regulatory Regime And Voluntary Disclosure. The International Journal Of Accounting, 41, 262–289.

- Claessens S., Djankov S. & Lang L. (2000). The Separation Of Ownership And Control In East Asian Corporations. Journal Of Financial Economics, 58, 1-2, 81-112.

- Consob, Regolamento n. 17221 del 12.03.2010, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n.22144 del 22.12.21

- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. readings in price theory. Economica, New 136 Series, 4 (16), 386-405.

- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. Accounting and business research, 19(74), 113-124.

- Cornett, M., Marcus, A., & Tehranian, H. (2008). Corporate Governance And Pay-For Performance: The Impact Of Earnings Management. Journal Of Financial Economics, 87, 357-373.

- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2009). Does board independence matter in companies with a controlling shareholders? Journal of Applied Corporate Finance, 21(1), 67-78.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A. (1996). Causes And Consequences Of Earnings Manipulation: An Analysis Of Firms Subject To Enforcement Actions By The Sec. Contemporary. Accounting Research, 13, 1-36. .

- Dong-Song, C., & Zootae, J. (2007). Outside Directors, Ownership Structure And Firm Profitability In Korea. Corporate Governance, 15(2), 239-250.

- Eng L.L., & Mak Y.T. (2003). Corporate Governance And Voluntary Disclosure. Journal Of Accounting And Public Policy, 22(4), 325-345.

- Fan, J.P.H., Wong, T.J. (2005). Do External Auditors Perform A Corporate Governance Role In Emerging Markets? Evidence From East Asia. Journal Of Accounting Research, 43(1), 35–72.

- Forker J.J. (1992). Corporate Governance And Disclosure Quality. Accounting And Business Research, 22, (86), 111-124.

- García Lara, J. M., Osma, B. G., & Penalva, F. (2007). Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. European Accounting Review, 16(4), 727-755.

- Gelb, D. S. (2000). Managerial ownership and accounting disclosures: An empirical study. Review of Quantitative Finance and Accounting, 15, 169-185.

- Gordon, E.A. Henry, E., & Palia, D. (2004) Related Party Transactions: Associations With Corporate Governance And Firm Value.

- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. Journal of Corporate finance, 8(1), 49-66.

- Gujarati, D. N. (2004). Basic Econometrics (4th Ed.). Boston, Ma: Mcgraw Hill.

- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. Journal of Accounting and public Policy, 23(5), 351-379.

- Gutiérrez M.-Sáez M., Deconstructing Independent Directors. Journal Of Corporate Law Studies, 13(1), 2013.

- Hair, J. F. J., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). Multivariate Data Analysis (5th Ed.). Upper Saddle River, Nj: Prenticehall.

- Hamdani A.-Bebchuk L.-Magazine F.-Deal D., Independent Directors And Control- Ling Shareholders, In University Of Pennsylvania Law Review, 165, 2009.

- Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 10(2), 139-156.

- Hossain, M., Tan, M. L., & Adams, M. B. (1994). Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the KLSE. The international journal of accounting, 29(4), 334-351.

- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360.

- John, Kose and Senbet, Lemma W., (1998), Corporate governance and board effectiveness1, Journal of Banking & Finance, 22, 4, 371-403.

- Johnson S.-La Porta R.-Lopez-De-Silanes F.-Shleifer A., Tunneling, The American Economic Review, 90(2), 2000.

- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board Of Director Characteristics, And Earnings Management. Journal Of Accounting And Economics, 33 (3), 375-400.

- Kohlbeck M.J.-Mayhew B.W., Related Party Transactions, Aaa 2005 Fars Meeting Paper, 2004.

- Kothari, S.P., Li, X., Short, J.E. (2009). The Effect Of Disclosures By Management, Analysts, And Business Press On Cost Of Capital, Return Volatility, And Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. The Accounting Review, 84(5),1639–167.

- Lang, M. & Lundholm, R. (1996) Corporate Disclosure Policy and Analysts Behaviour. The Accounting Review, 71, 467-492.

- Leung, S., & Horwitz, B. (2004). Director ownership and voluntary segment disclosure: Hong Kong evidence. Journal of international financial management and accounting, 15(3), 235-260.

- Li, F. (2008). Do Stock Market Investors Understand The Risk Sentiment Of Corporate Annual Reports?. Ssrn Electronic Journal.

- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. The Business Lawyer, 48(1), 59–77.
- Liu, Q., & Lu, Z. (2007). Corporate Governance And Earnings Management In The Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective. Journal Of Corporate Finance, 13(5), 881–809.

- Loughran, T., & Mcdonald, B. (2011). When Is A Liability Not A Liability? Textual Analysis, Dictionaries, And 10-Ks. Journal Of Finance, 66(1), 35-65.

- Maglio R.-Rey A.-Agliata F.-Lombardi R., Exploring Sustainable Governance: Compliance With The Italian Related Party Transactions Regulation For The Legal Pro- Tection Of Minority Shareholders, Corporate Social Responsibility And Environmental Management, 27(1), 2020.

- Marchetti P.-Siciliano G.-Ventoruzzo M., Dissenting Directors, Ecgi Law WorkIng Paper, N. 332, 2017.

- Marchetti, P., Siciliano, G., & Ventoruzzo, M. (2018). Disclosing Directors. Ecgi, Law Working Papers No. 420.

- Mather, P., & Ramsay, A. (2007). Do board characteristics influence impression management through graph selectivity around CEO changes?. Australian Accounting Review, 17(42), 84-95.

- Melis A., Corporate Governance In Italy, Corporate Governance: An International Review, 8(4), 2000.

- Moscariello N., Pizzo M., Govorun D., Kostyuk A., Independent Minority Directors And Firm Value In A Principal-Principal Agency Setting: Evidence From Italy, Journal Of Management And Governance, 23(1), 2019.

- Nguyen B.D.-Nielsen K.M., The Value Of Independent Directors: Evidence From Sud- Den Deaths, Journal Of Financial Economics, 98(3), 2010.

- Pacces, A. (2018). Procedural And Substantive Review Of Related Party Transactions (Rpts): The Case For Non-Controlling Shareholder-Dependent (Ncs-Dependent) Directors. Ecgi, Law Working Paper No. 399.

- Peasnell K., Pope P, Young S (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?. J. Bus. Financ. Account., 32: 1311-1346.

- Pizzo M., Related Party Transactions Under A Contingency Perspective, In Journal Of Management and Governance, 17(2), 2013.

- Premuroso, R. F., & Bhattacharya, S. (2008). Do early and voluntary filers of financial information in XBRL format signal superior corporate governance and operating performance?. International Journal of Accounting Information Systems, 9(1), 1-20.

- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey Of Corporate Governance. Journal Of Finance, 52, 737–783.

- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. The Accounting Review, 46(1), 129–138.

- Smaili, N., & Labelle, R. (2009). Preventing and detecting accounting irregularities: The role of corporate governance. Available at SSRN 1324143.

- Smith M., Taffler R. (2000). The Chairman's Statement - A Content Analysis Of Discretionary Narrative Disclosures. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 13 (5), 624-646.

- Volpin P., Governance With Poor Investor Protection: Evidence From Top Executive Turnover In Italy, Journal Of Financial Economics, 64, 2002.

- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. Journal of accounting research, 44(3), 619-656.

- Williamson, O. (1985). The Economic Institutions Of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting.

- Yeh, Y.H., & Woidtke, T. (2005). Commitment Or Entrenchment? Controlling Shareholders And Board Composition. Journal Of Banking And Finance, 29(7), 1857- 1885.

**OSSERVATORIO DEI BILANCI
E DELLA COMUNICAZIONE
ECONOMICO – FINANZIARIA**

PIAZZA DELLA REPUBBLICA N. 59
00185 ROMA (RM)
E-MAIL: INFO@OSSERVATORIOSUIBILANCI.IT
WWW.OSSERVATORIOSUIBILANCI.IT

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
SUOR ORSOLA
BENINCASA

Università
degli Studi
della Campania
Luigi Vanvitelli

UNIVERSITÀ
DELLA CALABRIA

ISBN: 978-88-946669-7-7