

Proprietà e controllo nelle imprese di servizi pubblici locali. Il caso Italiano¹

Mariateresa Torchia
Andrea Calabrò

Sommario: 1. Inquadramento del tema e prospettiva di analisi - 2. Proprietà e controllo - 2.1. Azionista di maggioranza vs. azionisti di minoranza: Agency Problem II - 2.2. Composizione del CdA e indipendenza - 3. Linee metodologiche - 4. I principali risultati emersi - 4.1. La struttura proprietaria e la composizione del CdA - 4.2. L'indipendenza degli amministratori - 5. Discussione dei risultati dell'indagine - 6. Problemi aperti e linee future di ricerca - 7. Bibliografia

Abstract

Through the lens of agency theory, this article examines governance mechanisms within Local Public Utilities (LPU) in order to identify potential conflicts of interest that may arise among majority and minority shareholders (Agency Problem II). To this aim we summarize the main results of a multiple case study analysis on 10 Italian listed LPUs. An Agency Problem II exists between majority and minority shareholders. Although governance mechanisms (e.g., the board of directors) have different roles and functions and may prevent and mitigate such conflicts, our findings suggest that there are several problematic issues. First, the effects of ownership structure on board composition and functioning. Second, higher numbers of independent directors do not necessarily mean "actual" board independence. The article contributes to the debate on conflicts of interests and governance mechanisms in LPUs suggesting possible developments of agency theory and discussing implications for further research.

¹La ricerca è il risultato della riflessione congiunta dei due autori. Tuttavia, in fase di stesura dell'articolo, sono da attribuirsi a Mariateresa Torchia i paragrafi 2, 3 e 4, a Andrea Calabrò i paragrafi 1 e 5. Il paragrafo 6 è frutto del lavoro congiunto degli autori.

1. Inquadramento del tema e prospettiva di analisi

Lo scenario italiano e comunitario dei servizi pubblici locali è stato caratterizzato negli ultimi anni da un vasto processo di cambiamenti che ha reso di estrema attualità l'analisi delle strutture di *governance* (Osborne e Brown, 2005) delle imprese di servizi pubblici locali (*local utilities*). Di particolare rilievo risulta essere in tale contesto l'attuale esigenza di ricercare nuovi equilibri tra proprietà pubblica, interesse pubblico e autonomia imprenditoriale (Cerrato, 2006; Elefanti, 2006). A seguito della trasformazione delle imprese a proprietà pubblica (Aziende Speciali) in società per azioni (S.p.A.), avvenuta a partire dagli anni '90, la struttura proprietaria e i meccanismi di *governance* delle *local utilities* (LU) italiane hanno subito notevoli cambiamenti (Grossi, 2007; Grossi e Mussari, 2004; Ricci e Landi, 2009).

Questa situazione è stata determinata da molteplici fattori quali: (i) le numerose riforme legislative (Garlatti, 2001; Grossi, 2001; Valotti, 2006) basate sul presupposto della supremazia delle logiche del settore privato rispetto a quelle del settore pubblico (Grossi e Reichard, 2008); (ii) l'imponente tensione ai risultati dovuta alla crescente attenzione posta dai governi sui risultati finanziari delle LU, vista la precedente inefficienza del settore pubblico (Bognetti e Robotti, 2007); (iii) la pressione da parte delle numerose direttive europee che hanno introdotto riforme al fine di liberalizzare il settore e costituire dei mercati concorrenziali (Garlatti, 2001).

Tale processo di cambiamento ha maggiormente interessato le LU quotate che si trovano a dover affrontare uno scenario nel quale, a fronte del peso ancora significativo degli Enti locali, la numerosità degli attori coinvolti nella gestione aziendale è maggiore (Elefanti e Cerrato, 2009) e diventa sempre più importante il dibattito sul coordinamento e la gestione delle risorse e sulla "*corporate governance pubblica*" (Ruter et al., 2005).

Infatti, nonostante il radicale processo di riforma, i governi locali hanno da sempre manifestato la volontà di mantenere il controllo sulla fornitura dei servizi pubblici al fine di poter scegliere il modo e il modello di fornitura degli stessi (Bognetti e Robotti, 2007).

A fronte di questi cambiamenti che hanno interessato le LU si è assistito ad un crescente interesse nel tema della *governance*, inteso come l'insieme delle regole e dei meccanismi atti a garantire l'equilibrio tra gli interessi dei vari soggetti coinvolti nella vita delle imprese (Airoldi, 2006).

Tuttavia, la *corporate governance* del settore pubblico si distingue da quella del settore privato per la notevole diversità di obiettivi e di forme gestionali che caratterizzano il primo (Hodges et al., 1996). Infatti, mentre il governo societario nelle imprese private si concentra principalmente sul consiglio di amministrazione (CdA) e sulle *performance* aziendali, la *governance* nel settore pubblico deve tener conto anche, e soprattutto, degli aspetti legati alla presenza di diversi interessi coinvolti nella gestione aziendale (Meneguzzo, 1999). Dunque, diviene fondamentale l'identificazione dei diversi *stakeholder* (cittadini, azionisti, manager, ecc.) e la progettazione di strutture di *governance* adeguate alle

caratteristiche delle LU (Grossi e Reichard, 2008) che siano adeguate a contemperare gli interessi e le aspettative dei diversi stakeholders coinvolti nel sistema aziendale.

Gli studi dei meccanismi di *corporate governance* si focalizzano tradizionalmente sulla composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione (CdA) e hanno come *framework* teorico di riferimento la teoria dell'agenzia (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling 1976).

Partendo da tale *framework* teorico, il presente articolo si propone di illustrare, attraverso l'analisi di un *case study* multiplo sui dieci LU italiane quotate, i sistemi di *governance* adottati dalle stesse, le caratteristiche della proprietà, la composizione del CdA e la sua indipendenza, al fine di identificare possibili situazioni critiche per l'equilibrio degli interessi dei diversi attori coinvolti nella gestione aziendale. Principalmente l'attenzione si focalizzerà sui rapporti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, sulla composizione e indipendenza del CdA quale meccanismo di *governance* volto a mitigare eventuali problemi di agenzia tra tali soggetti.

I risultati emersi dell'analisi rilevano l'esistenza di problemi controversi nei sistemi di *governance* delle LU. In primo luogo, l'analisi della struttura proprietaria mostra l'esistenza di una potenziale situazione di conflitto tra i diversi azionisti delle LU (*Agency Problem II*) (Cascino et al., 2010; Stulz, 1988). In secondo luogo il CdA non sempre rappresenta il luogo di tutela di tutti gli interessi coinvolti nella gestione aziendale poiché risulta difficile verificare la reale indipendenza dei suoi membri.

L'articolo, dunque, si inserisce tra gli studi della *governance* delle LU, contribuendo in vari modi all'avanzamento teorico in tale campo di studi.

In *primis*, contribuisce al dibattito sulla *corporate governance* nelle LU (Hodges et al., 1996) sottolineando l'importanza dell'analisi dei sistemi di *governance* delle LU ai fini della comprensione delle logiche di governo di tali imprese e dei rapporti tra i vari stakeholders, partecipanti alla gestione aziendale. Inoltre, l'articolo mostra come le prescrizioni della teoria dell'agenzia (il CdA come luogo di salvaguardia degli interessi coinvolti) potrebbero non essere compatibili con la complessità che caratterizza le LU suggerendo un differente angolo di analisi. In secondo luogo, si cercherà di colmare la lacuna esistente in letteratura che suggerisce la necessità di studi più focalizzati sui meccanismi di *governance* delle LU (Farrell, 2005; Grossi e Reichard, 2008).

Il lavoro si articola nei seguenti paragrafi. Il paragrafo successivo si concentra sul dibattito concernente i meccanismi di *governance* nelle LU formulando alcune proposizioni teoriche di ricerca. Nel terzo paragrafo viene presentato il disegno di ricerca utilizzato. Il paragrafo quarto presenta i principali risultati dell'analisi che verranno poi discussi nel quinto paragrafo. Infine, nell'ultimo paragrafo vengono delineate le principali conclusioni e gli spunti per ricerche future sul tema.

2. Proprietà e controllo

Nel settore pubblico, la rilevanza del tema della *corporate governance* si può far risalire alla diffusione del *New Public Management* (Hood, 1995) negli anni '80 e '90.

Le tematiche relative alla *corporate governance* nelle LU sono estremamente complesse (Mulazzani, 2009). Tale complessità origina dal fatto che i governi locali possono scegliere modi diversi per produrre e/o fornire servizi pubblici locali per i cittadini (Collin, 2007; Cristofoli e Zerbini, 2002). Possono, ad esempio, produrre e/o fornire i servizi pubblici locali *in-house* o in *outsourcing* o attraverso società di proprietà del Comune (Grossi e Reichard, 2008).

In molti Paesi europei (ad esempio, Italia, Germania, ecc.), la gestione dei servizi pubblici avviene tramite forme private di imprese (società per azioni, ecc.) (Cafferata, 1993) anche se i proprietari delle imprese restano sempre i governi locali (Grossi e Reichard, 2008).

Dunque diventa fondamentale il ruolo dell'Ente locale che deve valorizzare l'autonomia gestionale della LU, deve altresì avere un ruolo attivo nel garantire la tutela dell'interesse pubblico (Elefanti e Cerrato, 2009) e al tempo stesso tendere verso obiettivi sociali o politici essendo responsabile nei confronti dei cittadini.

Tuttavia, poiché le LU sono gestite attraverso forme private di imprese, il dibattito sulla *governance* e sui CdA di tali imprese ha qualche parallelo con quello delle imprese private (Clatworthy et al., 2000).

Tenendo conto della complessità che caratterizza le LU appare fondamentale indagare i meccanismi di *governance* delle stesse tenendo presente le specificità di queste imprese e prestando una particolare attenzione al valore e all'interesse pubblico (Borgonovi, 1996; Bozeman, 2007).

2.1. Azionista di maggioranza vs. azionisti di minoranza: Agency Problem

Le prescrizioni della teoria dell'agenzia spesso fanno riferimento alle società di grandi dimensioni con proprietà diffusa in cui il principale problema che si configura è il conflitto di interessi tra *manager* ed azionisti (Berle e Means, 1932; Jensen e Meckling, 1976). Anche nelle LU è possibile identificare il classico rapporto di agenzia tra l'azionista di riferimento ed i *manager* o gli altri produttori/fornitori di servizio.

Tuttavia, in molti Paesi europei, nelle imprese quotate e non quotate l'azionista di maggioranza è un individuo, una famiglia o lo Stato (Di Pietra, et al. 2008; La Porta et al., 1999; Shleifer e Vishny, 1997). Tali Paesi sono caratterizzati da un'elevata concentrazione della proprietà e da meccanismi di *governance* volti a ridurre il conflitto di interessi tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza (Shleifer e Vishny, 1997). Questo conflitto genera un

nuovo problema di agenzia, poiché l'interesse del socio di controllo non è sempre perfettamente allineato con quello delle minoranze, soprattutto in caso di elevato grado di separazione tra proprietà e controllo (Claessens et al., 2002). La forte presenza di un azionista di controllo nelle LU pone l'accento sul conflitto di interesse che può sorgere tra azionista di controllo e azionisti di minoranza, definito in letteratura come *Agency Problem II* (Cascino et al., 2010; Stulz, 1988)

Nei contesti caratterizzati da un'elevata concentrazione proprietaria, quale quello oggetto d'analisi, il rischio maggiore riguarda, dunque, l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di maggioranza che può avvenire tramite l'influenza esercitata dall'azionista di controllo sul processo decisionale del CdA (Dharwadkar et al., 2000; Young et al., 2008).

Nel caso delle LU l'Ente locale è l'azionista di riferimento mentre i soggetti privati sono gli azionisti di minoranza (Argento et al., 2010). In tali imprese, spesso la maggioranza è espressa tramite degli *shareholder agreements* (patti parasociali) siglati tra più Enti locali che hanno in molti casi per oggetto, la composizione degli organi sociali, la regolamentazione dell'esercizio del diritto di voto, limiti al trasferimento delle azioni della società o in altre partecipazioni, l'esercizio di una influenza dominante. In pratica, attraverso la stipulazione dei patti parasociali gli Enti locali aderenti si accordano su come esercitare i propri diritti sociali e decidono se, come e a chi cedere le proprie partecipazioni sociali, al fine di realizzare la stabilizzazione degli assetti societari e del governo della società.

Ciò porta a formulare la prima proposizione teorica:

Proposizione 1 – Nelle LU italiane il rischio di conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza (Agency Problem II) è molto elevato.

2.2. Composizione del CdA e indipendenza

Come indicato in precedenza, la teoria dell'agenzia è il paradigma dominante negli studi di *corporate governance*, ma ha trovato anche recente applicazione in alcuni studi volti a comprendere i rapporti di agenzia tra i vari attori coinvolti nella produzione e/o fornitura di servizi pubblici (Lane, 2005). Nella prospettiva della teoria dell'agenzia, il compito principale del CdA è quello di controllo o di monitoraggio, al fine di risolvere i problemi di agenzia esistenti (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976). La teoria dell'agenzia, infatti, muove dalla constatazione che vi sia un conflitto di interessi tra la proprietà e la *management* e che il CdA rappresenta il luogo di salvaguardia degli interessi della proprietà.

È possibile traslare tali considerazioni al contesto specifico delle LU?

Nella proposizione 1, abbiamo individuato la situazione di conflitto di interesse tra gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza (*Agency Problem II*).

È stato, infatti, precedentemente argomentato che nelle LU gli azionisti di minoranza sono soggetti sottoposti al rischio di espropriazione da parte degli

azionisti di maggioranza che possono influenzare le decisioni prese nel CdA attraverso la nomina diretta degli amministratori.

Considerato che il CdA rappresenta la principale arena decisionale nelle imprese, sembra importante capire se ed in che misura questo meccanismo di *governance* è efficace. Questo è importante perché il CdA come arena di negoziazione (Ravasi e Zattoni, 2006) deve riflettere e ponderare i diversi interessi coinvolti nel sistema di *governance* delle LU. Per rilevare potenziali espropri a danno degli azionisti di minoranza è possibile esaminare la struttura e la composizione del CdA. Infatti, l'azionista di controllo esercita una pressione diretta sul CdA; i rappresentanti degli Enti locali con la loro pressione politica possono far prevalere gli interessi dell'azionista di maggioranza a scapito di quello delle minoranze che non hanno simili livelli di influenza (Collin 2007). Dunque la causa principale di espropriazione degli azionisti di minoranza in questo contesto è la capacità degli azionisti di maggioranza di influenzare direttamente la composizione del CdA con la nomina di amministratori che rappresentano i loro interessi strategici piuttosto che gli interessi degli azionisti di minoranza e dei cittadini (Su et al., 2008). Inoltre, gli azionisti di maggioranza possono nominare amministratori che sono in sintonia con gli obiettivi politici e strategici dello Stato (Collin, 2007). Queste riflessioni ci portano a formulare la seguente proposizione:

Proposizione 2 – Nelle LU la composizione del CdA riflette la struttura proprietaria delle stesse imprese.

In tale contesto il CdA è visto come un meccanismo di *governance* che allevia i problemi di agenzia esistenti tra gli azionisti di minoranza e gli azionisti di maggioranza, e diventa fondamentale capire il grado di indipendenza del CdA stesso visto come arena di negoziazione (Ravasi e Zattoni, 2006) volto a tutelare i vari interessi coinvolti nel sistema di *governance* delle LU. L'indipendenza del CdA nelle LU dovrebbe essere più accentuata rispetto alle imprese private, soprattutto per la delicatezza degli interessi coinvolti. Tuttavia, anche se gli amministratori indipendenti rispettano i requisiti formali contenuti nelle linee guida di *corporate governance*, i requisiti sostanziali devono essere costantemente verificati.

Inoltre, gli amministratori indipendenti, potrebbero essere affiliati ai politici (Judge e Zeithaml, 1992) e dunque all'azionista di controllo (Dahya et al., 2008), dando prevalenza agli interessi dell'azionista di maggioranza a discapito degli interessi dei cittadini e degli azionisti di minoranza.

Diventa fondamentale la comprensione delle caratteristiche degli amministratori (Dalton et al., 1998) anche tramite l'analisi dei CV pubblicati sul sito web dell'impresa. Un maggior grado di trasparenza in tal senso riduce l'asimmetria informativa (Linck et al., 2008) e dà ai cittadini e alle minoranze la possibilità di capire se gli amministratori sono stati nominati per la loro esperienza professionale e per le loro competenze o per altri motivi (politici).

Convenzionalmente, la ricerca ha trattato l'indipendenza del CdA come una soluzione ai problemi di agenzia (Dalton et al., 1999). Le imprese con un più

elevato numero di amministratori indipendenti tradizionalmente dovrebbero avere meno problemi di agenzia (Peng, 2004) anche se i recenti scandali societari hanno suggerito che l'indipendenza reale del CdA sia particolarmente difficile da raggiungere (Shen, 2005). Anche nelle LU la questione di quanto "indipendenti" siano i consiglieri indipendenti è critica, soprattutto se si tiene conto che la maggioranza dei membri del consiglio sono di solito nominati dall'azionista pubblico di riferimento (Collin, 2007) in misura proporzionale alla partecipazione dell'Ente locale al capitale sociale (Grossi, 2007; Grossi e Reichard, 2008). L'azionista di maggioranza, infatti, esercita una certa pressione nella nomina di amministratori che sono politicamente affiliati facendo prevalere i propri interessi a discapito degli interessi delle minoranza (Collin, 2007).

Questo processo di nomina può generare diversi problemi per la credibilità degli amministratori indipendenti. In effetti, la principale preoccupazione è che anche se gli amministratori sono considerati indipendenti (Shen, 2005), essi possano essere collegati ai politici, influenzando così negativamente l'efficacia del consiglio di amministrazione. Sulla base di questo ragionamento si suggerisce la seguente proposizione:

Proposizione 3 - Un elevato numero di amministratori indipendenti non implica l'indipendenza effettiva del CdA e non comporta necessariamente la risoluzione dei problemi di agenzia tra azionista di maggioranza e azionisti di minoranza nelle LU.

3. Linee metodologiche

L'articolo si basa su un'analisi approfondita di un *case study* multiplo (Yin, 2003) su 10 LU italiane quotate in Borsa al 2008. E' importante chiarire che in Borsa Italiana nel 2008 risultavano quotate 17 aziende incluse nel "settore dei servizi pubblici". Tuttavia, la nostra attenzione è rivolta principalmente ai servizi pubblici che operano a livello territoriale locale. Dunque, abbiamo deciso di selezionare solo i casi in cui l'Ente locale (il Comune/i) detiene quote, escludendo quindi le società che operano a livello nazionale. In 3 casi il governo centrale (attraverso il Ministero dell'Economia e delle Finanze) è l'azionista di riferimento, in 4 casi invece le LU sono a capitale completamente privato. Per questo motivo ci siamo concentrati su 10 LU (A2A, Acea, Acegas-Aps, Acque Potabili, ACSM Agam, Ascopiave, Edison, Enia, Hera, Iride) che operano nei seguenti settori: acqua, gas, energia elettrica, igiene ambientale, trasporto locale.

I dati oggetto di analisi sono stati raccolti da diverse fonti: relazioni annuali, codici di *corporate governance*, statuti societari, liste dei candidati del CdA, curricula degli amministratori.

Il *case study* multiplo è stato sviluppato lungo due direttrici principali:

1. Raccolta di relazioni annuali, codici di *corporate governance*, statuti societari e liste dei candidati al CdA da siti web delle società (anno 2008) al fine di analizzare la struttura di proprietà e la composizione del CdA.

2. Analisi dell'indipendenza del CdA. Tenendo in considerazione il nostro obiettivo, abbiamo analizzato i codici di *corporate governance* e gli statuti societari al fine di comprendere il processo di nomina degli amministratori. Sono stati raccolti i CV degli amministratori indipendenti disponibili sul sito web aziendale al momento dell'analisi.

L'analisi dei CV degli amministratori indipendenti è stata effettuata attraverso la metodologia della *content analysis* (Krippendorff, 1980). Questa metodologia è ampiamente usata in letteratura, in particolare negli studi volti a misurare il livello di *disclosure* fornito dalle imprese (Guthrie e Parker, 1990). La *content analysis* esamina oggettivamente e quantitativamente le comunicazioni scritte o orali (Riffe et al., 1998; Holst, 1981).

Un protocollo di analisi è stato identificato al fine di analizzare i CV. Il protocollo è stato pre-testato su due sotto-campioni di CV. Dopo questo test, due ricercatori hanno raggiunto un accordo circa il set finale di informazioni da analizzare e su come codificare le informazioni contenute nei documenti (Pugliese et al., 2009). Pertanto, le informazioni da analizzare sono state definite nel modo più preciso possibile (Ingram e Frazier, 1990). Inoltre, seguendo precedenti studi che hanno utilizzato la stessa metodologia (Ingram e Frazier, 1990), due ricercatori indipendenti sono stati invitati ad assegnare un punteggio (da 1 a 5) per ogni informazione contenuta nei CV analizzati attraverso il protocollo di ricerca identificato. Il punteggio finale è la sintesi dei punteggi assegnati dai due ricercatori. Qualsiasi istanza di disaccordo è stata discussa tra i due ricercatori al fine di risolvere (Ryan e Ng, 2000) e trovare un accordo.

Quattro dimensioni sono state utilizzate per analizzare i CV: aspetti demografici, istruzione, precedenti esperienze di lavoro e grado di coinvolgimento nella vita politica. Inoltre, come indicato in precedenza, è stato assegnato un punteggio (da 1 a 5) alla reperibilità dei CV (è stato facile trovare il CV?) e all'eshaustività degli stessi (in base alla lunghezza in numero di pagine dei CV e al grado di dettaglio delle informazioni in essi contenute). I CV sono un'utile fonte di dati. Diversi studi hanno utilizzato i dati dei CV per differenti scopi (Gaughan e Bozeman, 2002).

4. I principali risultati emersi

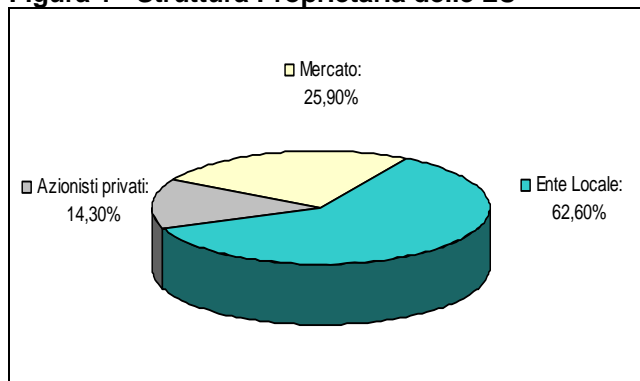
In questo paragrafo, sono presentati i principali risultati del *case study* multiplo lungo due direttrici. In primo luogo, si illustrano le evidenze che emergono dall'analisi volta a verificare la relazione tra la struttura proprietaria e la composizione del CdA nelle *local utilities*. In secondo luogo vengono presentati i risultati emersi dalla *content analysis* dei CV degli amministratori indipendenti.

4.1. La struttura proprietaria e la composizione del CdA

Dall'analisi delle strutture di *governance* delle LU incluse nel campione emerge che il 90,0% delle *local utilities* ha adottato un sistema di *governance* tradizionale caratterizzato dalla suddivisione delle funzioni su tre organi sociali: l'assemblea degli azionisti, il CdA e il collegio sindacale. Solo una LU ha adottato un sistema di *governance* dualistico, caratterizzato dalla presenza (al di là dell'assemblea degli azionisti) di un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza.

In tutte le LU analizzate il governo locale detiene la maggioranza del capitale (i diversi Comuni detengono almeno il 50,0% del capitale). In media, la partecipazione dei governi locali nel 2008 è del 62,6%. La partecipazione degli azionisti di minoranza è in media pari al 14,3%. Infine, la quota di flottante è in media pari al 25,9% del capitale totale (Figura 1).

Figura 1 - Struttura Proprietaria delle LU



Fonte: Elaborazione propria

Gli statuti societari delle LU analizzate impongono dei limiti massimi alla partecipazione di tutti i soggetti diversi dagli Enti locali. Pertanto, la struttura proprietaria delle LU è sostanzialmente influenzata dalle prescrizioni contenute nello statuto.

Nella maggior parte dei casi (9) gli Enti locali detengono quote congiuntamente. Ciò accade quando i Comuni si trovano nella stessa provincia o in province territorialmente contigue. Inoltre, la proprietà comune è garantita da patti parasociali che vengono stipulati tra i Comuni (*shareholders agreement*). Tali patti sono stipulati tra i Comuni al fine di definire un assetto societario "solido", prevedendo l'inalienabilità delle azioni in mano privata per un periodo di tempo consistente. Tali patti, inoltre, hanno in molti casi per oggetto la composizione del CdA e la regolamentazione dell'esercizio del diritto di voto.

Per quanto riguarda la composizione del CdA delle LU analizzate, la dimensione media è di 11 amministratori (il numero di amministratori delle LU nel campione va da un massimo di 18 ad un minimo 5). In media il 72,6% degli

amministratori è stato nominato dal socio di maggioranza attraverso un'attribuzione legale di poteri diretti di nomina così come previsto dall'articolo 2449 del codice civile. L'articolo 2449 indica che se lo Stato o un Ente pubblico detiene azioni di una società per azioni (S.p.A.), ha il diritto di nominare uno o più amministratori direttamente, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al capitale, violando così il principio di parità di trattamento tra tutti gli azionisti.

Il resto degli amministratori viene nominato tramite il sistema elettorale del "voto di lista". In base a questo sistema elettorale, gli amministratori sono nominati dall'assemblea dei soci sulla base di liste presentate dagli azionisti. Solo i soci che, da soli o insieme ad altri azionisti, rappresentino almeno l'1,0% delle azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie hanno il diritto di presentare le liste. La lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti eleggerà una certa percentuale di amministratori. I restanti amministratori saranno selezionati da altre liste.

4.2. L'indipendenza degli amministratori

In questo paragrafo vengono presentati i risultati dell'analisi dell'indipendenza dei membri del CdA. L'*outsider ratio* [numero di amministratori indipendenti sul numero totale degli amministratori (Daily e Dalton, 1992)] è in media del 63,0%. Questo significa che nelle LU i CdA hanno un numero relativamente elevato di amministratori indipendenti. Per verificare la reale indipendenza del CdA sono stati analizzati i CV degli amministratori indipendenti, facendo una *content analysis* (Tabella 1 e Tabella 2). 8 LU rendono disponibile i CV sul sito web aziendale.

Tra i 75 amministratori indipendenti, 59 sono di sesso maschile. La loro età media è di 59 anni. In 54 CV sono presenti informazioni sulla carriera scolastica degli amministratori. In 47 CV viene espressamente indicato che l'amministratore ha conseguito la laurea (solo 2 amministratori hanno anche un dottorato di ricerca), mentre 7 amministratori hanno il diploma di maturità come più elevato grado di istruzione. 56 amministratori hanno avuto almeno una precedente carica come amministratore. Tra questi, 43 hanno avuto una posizione di amministratore in una LU. In soli 23 CV viene espressamente indicato che l'amministratore ha, o ha avuto, qualche impegno in campo politico. Tra questi, 15 amministratori sono attualmente coinvolti in attività politiche (nella maggior parte dei casi, a livello locale).

Tabella 1 - Content analysis CV: informazioni generali

	CV contenenti informazioni sull'educazione	Amministratori con precedenti esperienze	Amministratori con precedenti esperienze in LU	Amministratori con impegni politici
Numero medio	54	56	43	23

Fonte: Elaborazione propria

Il punteggio medio assegnato alla reperibilità dei CV è di 4,7. Ciò indica che molte LU rendono disponibili i CV dei propri amministratori indipendenti sul sito web aziendale o nella relazione di *corporate governance*.

All'eshaustività dei CV è stato assegnato un punteggio medio di 2,6. Dunque, il grado di completezza dei CV, non è particolarmente elevato. La lunghezza è in media di 1,2 pagine (in alcuni CV vi erano solo poche frasi, in altri il numero massimo di pagine arrivava a 4).

Tabella 2 - Content analysis CV: reperibilità ed esaustività dei CV

	Lunghezza in pagine	Esaustività	Reperibilità
Punteggio medio	1,2	2,6	4,7

Fonte: Elaborazione propria

5. Discussione dei risultati dell'indagine

La grande enfasi posta sull'efficienza e sulle logiche di gestione derivanti dal settore privato (NPM), hanno reso di estrema attualità le tematiche della *governance* delle LU. In Italia, come argomentato in precedenza, nonostante i grandi cambiamenti avvenuti negli ultimi decenni, i Comuni sono ancora oggi i principali azionisti delle LU. Lo scenario attuale si caratterizza per la presenza di numerosi interessi coinvolti nella gestione delle LU e diventa cruciale la ricerca di nuovi equilibri tra proprietà pubblica, interesse pubblico e autonomia imprenditoriale (Cerrato, 2006; Elefanti, 2006). I Comuni, quali azionisti di riferimento delle LU, si ritrovano a svolgere il ruolo fondamentale di equilibrare questi molteplici interessi coinvolti (Kickert et al., 1997). L'appropriata implementazione dei sistemi di *governance* può aiutare le LU nonché gli Enti locali a svolgere questo compito (Grossi, 2007; Walsh, 1994).

Un approccio di tipo principale-agente (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976) è stato adottato per esaminare il sistema di *governance* delle LU mostrando l'esistenza di un problema di agenzia tra l'azionista di maggioranza e

gli azionisti di minoranza delle LU. Il dibattito teorico sui sistemi di *governance* delle LU ci ha portato alla formulazione di tre proposizioni di ricerca.

La **proposizione 1** suggerisce che nelle LU italiane analizzate [caratterizzate da proprietà concentrata e dal ruolo dominante dello Stato (La Porta et al., 1999)], esistono conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza [*Agency Problem II* (Cascino et al., 2010; Stulz, 1988)]. I risultati dell'analisi confermano quanto suggerito dalla Proposizione 1, considerando che nei casi analizzati, gli Enti locali detengono in media il 62,6% del capitale mentre gli azionisti di minoranza detengono in media il 14,3% (Figura 1)].

La compagine societaria delle LU, soprattutto se quotate, si articola, dunque, in un insieme ampio ed eterogeneo di soci aventi caratteristiche, finalità e peso assai differenti.

Infatti, se da una parte l'Ente locale ha come obiettivo principale la massimizzazione del valore pubblico, gli azionisti di minoranza perseguono logiche di valorizzazione dell'investimento e sono conseguentemente interessati alla produzione e distribuzione di dividendi oltre che all'incremento di valore delle azioni possedute (Bozeman, 2009).

Tuttavia, non va sottovalutata l'importanza strategica delle minoranze nel correggere l'inefficienza del settore pubblico in modo da garantire l'efficienza nella produzione/fornitura dei servizi pubblici locali. Spesso, infatti, i soci privati posseggono il *know-how* di cui le LU necessitano per fornire servizi più rispondenti alle esigenze dei cittadini.

In tale contesto assume un ruolo fondamentale l'Ente locale che nel perseguire l'interesse pubblico dovrebbe evitare eventuali comportamenti opportunistici da parte degli azionisti privati orientati solo alla massimizzazione del proprio profitto (Bognetti e Robotti, 2007; Wettenhall, 1985).

Tuttavia, una situazione problematica si presenta quando gli Enti locali sono mossi dal desiderio di mantenere un forte controllo sulle LU al fine di tutelare non solo l'interesse pubblico, ma soprattutto il loro potere politico (Zajac e Westphal 1996). In tali situazioni si configura quello che in letteratura viene definito come *Agency Problem II* (Cascino et al., 2010; Stulz, 1988). Tale problema di agenzia si configura quando la proprietà delle imprese è molto concentrata (come nelle LU oggetto d'indagine) e dove il problema principale è correlato al rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza. Infatti gli scenari dell'assetto proprietario descritti si riflettono anche a livello di potere di rappresentanza nel CdA delle LU, essendo questi ultimi spesso composti da membri, direttamente o indirettamente affiliati politicamente con l'Ente locale stesso (Kilpatrick e Lapsley, 1996). In questi casi (come spiegato meglio nelle altre proposizioni) è importante evitare che la composizione del CdA sia a senso unico, dominata dai politici (Collin, 2007).

Il ruolo degli Enti locali diventa ancor più critico nel modello emergente pluralista di produzione e fornitura del servizio attraverso la logica del *network* [partenariato pubblico-privato; partenariato pubblico-pubblico; partecipazione dei cittadini; coinvolgimento degli attori privati, ecc. (Rhodes, 2007)]. In queste situazioni il ruolo degli Enti locali è quello di orientare tutti gli interessi dei soggetti coinvolti a vario livello nel sistema di *governance* delle LU. L'introduzione di

questi elementi di innovazione (Moore e Hartley, 2008) nel sistema di *governance* delle LU può in parte alleviare i problemi derivanti dall'*Agency Problem II*.

La **proposizione 2** indica che la struttura proprietaria influenza la composizione del CdA. I risultati dell'analisi del *case study* multiplo confermano quanto indicato nella proposizione suggerendo che gli Enti locali influenzano il processo decisionale attraverso la nomina diretta degli amministratori. Infatti, il 72,6% degli amministratori è nominato dal socio di maggioranza attraverso un'attribuzione legale dei poteri diretti di nomina che riflette il disposto dell'articolo 2449 del codice civile. Pertanto, se lo Stato o un Ente pubblico detiene azioni di una S.p.A., essi hanno il diritto di nominare uno o più amministratori direttamente. Questa affermazione è in contrasto con uno dei principi OCSE che contempla che gli azionisti di minoranza hanno gli stessi diritti e meritano pari considerazione agli azionisti di maggioranza (OCSE, 1999). Inoltre, un parere espresso dalla Corte di giustizia europea in una decisione del 2007, rappresenta una tappa fondamentale di un lungo dibattito sull'articolo 2449 del codice civile italiano. La Corte di giustizia europea ribadisce che tali disposizioni applicate ad una S.p.A. ingiustamente limitano la capacità degli azionisti di minoranza a partecipare effettivamente alla gestione di una società, scoraggiando gli investitori stranieri ad acquistare azioni di una società che è in parte di proprietà dello Stato.

Anche nei casi di proprietà congiunta tra più Enti locali il loro potere di nomina è garantito da accordi tra i Comuni (*shareholder agreements*). Inoltre la maggior parte dei Comuni, quali azionisti di controllo, hanno previsto regole statutarie o accordi parasociali tali da garantire il mantenimento del diritto a nominare la maggior parte dei componenti del CdA delle imprese in oggetto. Dunque, il potere degli azionisti di controllo, rafforzato dagli accordi tra i Comuni e dalle varie previsioni statutarie, è uno strumento che evidenzia la scarsa protezione degli azionisti di minoranza (La Porta et al., 1999) nelle LU. Di conseguenza, il potere di nomina diretta da parte dell'Ente locale annulla efficacemente la capacità del CdA di monitorare gli azionisti di controllo (Young et al., 2008). Gli Enti locali, inoltre, hanno la possibilità di nominare amministratori che sono in linea con i loro obiettivi politici e strategici (Claessens et al., 2002). In particolare, gli amministratori che sono nominati dagli Enti locali, spesso interpretano il loro interesse, piuttosto che gli interessi di tutti gli altri *stakeholder* (minoranze, cittadini, ecc.) (Collin, 2007). A differenza di un socio privato, l'Ente locale potrebbe acquisire il diritto di esercitare una certa influenza sulla gestione della LU al di là della percentuale di partecipazione al capitale della stessa.

Si deve però tenere presente che le LU che si affacciano al mercato finanziario, al fine di attirare l'attenzione degli operatori delle borse sul proprio titolo azionario, non solo dovrebbero essere in grado di generare risultati soddisfacenti, ma dovrebbero anche prevedere forme di rappresentanza e meccanismi di funzionamento del CdA tali da coniugare le esigenze di indirizzo e di controllo degli enti locali con le attese e gli interessi degli altri azionisti.

La questione dell'indipendenza del CdA diventa critica ed è stata discussa nella **proposizione 3**. Il CdA, infatti, è visto come un meccanismo di *governance*

che allevia i problemi di agenzia esistenti tra gli azionisti di minoranza e gli azionisti di maggioranza, e diventa fondamentale capire il grado di indipendenza del CdA stesso visto come arena di negoziazione (Ravasi e Zattoni, 2006) volto a tutelare i vari interessi coinvolti nel sistema di *governance* delle LU. Al fine di verificare l'effettiva indipendenza del CdA, sono stati analizzati i CV dei membri indipendenti del CdA.

I risultati della *content analysis* dei CV mostrano alcune perplessità circa i requisiti formali che gli amministratori indipendenti dovrebbero avere per poter essere nominati nelle LU. In particolare, la tabella 6 mostra che le informazioni sull'educazione, sulle esperienze precedenti e sull'affiliazione politica non sono ben divulgate. Questo è parzialmente dovuto al fatto che l'eshaustività e la reperibilità dei CV non seguono *standard* elevati di qualità. Questa mancanza di informazioni pone in dubbio l'effettiva indipendenza degli amministratori indipendenti. Pertanto, la domanda su quanto "indipendenti" siano gli amministratori indipendenti diventa fondamentale. Secondo la teoria dell'agenzia, gli amministratori indipendenti hanno un ruolo di controllo e monitoraggio fondamentale (Pearce e Zahra, 2007; Zahra e Pearce, 1989) al fine di tutelare gli azionisti di minoranza ed evitare così l'insorgere di situazioni di conflitti di interesse (Fama e Jensen, 1983). Tuttavia, la nostra discussione teorica ha sottolineato che nelle LU l'indipendenza dei membri del CdA dal *management* non è sufficiente. In effetti, anche se gli amministratori indipendenti sono indipendenti dal *management* non è detto che lo siano anche dagli azionisti di controllo (Mallin, 2002). Infatti, seguendo le linee guida dei codici di *corporate governance* essi possono essere considerati come indipendenti anche se sono affiliati politicamente. Questo è particolarmente evidente nelle LU caratterizzate da una forte impronta politica in cui vengono nominati amministratori solo perché affiliati ad un certo schieramento politico facendo emergere una mancanza di professionalità degli amministratori. Pertanto, al fine di rendere il CdA un meccanismo di *governance* efficace per proteggere tutti gli interessi coinvolti nelle LU vi è la necessità che ci sia una doppia indipendenza degli amministratori (dal *management* e dagli azionisti di controllo) (Huse, 2007). Inoltre, un meccanismo di selezione più trasparente, e basato sulle competenze degli amministratori, garantisce dei processi di nomina più coerenti (OCSE, 1999). I nuovi requisiti stabiliti dalla Legge 34/2008 sembrano essere in linea con queste aspettative fornendo molti elementi di innovazione nel processo di nomina proiettati verso una maggiore trasparenza ed *accountability*. Questa rappresenta una sfida per il futuro ed una condizione essenziale per responsabilizzare i CdA delle LU in modo da consentire il loro operato secondo logiche realmente oggettive ed indipendenti.

6. Problemi aperti e linee future di ricerca

Il presente contributo esamina la *corporate governance* delle LU con particolare riferimento alla struttura proprietaria, alla composizione e all'indipendenza del CdA.

La teoria dell'agenzia (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976) è il *framework* teorico di riferimento per indagare l'esistenza di complesse relazioni di agenzia nel sistema di *governance* delle LU. Seguendo questo approccio teorico sono state formulate tre proposizioni teoriche che sono poi state discusse attraverso l'analisi di un *case study* multiplo su 10 LU italiane quotate. L'articolo contribuisce in vari modi alla ricerca sui sistemi di *governance* delle LU.

In primo luogo, contribuisce al dibattito sulla *corporate governance* delle LU (Hodges et al., 1996) utilizzando la teoria dell'agenzia come quadro di riferimento per identificare i conflitti di interesse esistenti tra azionati di maggioranza e azionisti di minoranza [*Agency Problem II* (Cascino et al., 2010; Stulz, 1988)].

In secondo luogo, si vuole colmare la lacuna nella letteratura che mostra la necessità di ulteriori studi sui meccanismi di *governance* delle LU (Farrell, 2005; Grossi e Reichard, 2008). L'articolo si propone di aggiungere nuove ed interessanti evidenze agli studi del *Public Administration and Management* (PAM), che muove dal vecchio modello burocratico della Pubblica Amministrazione (PA) al *New Public Management* (NPM), fino al mondo pluralista della *New Public Governance* (NPG) (Osborne, 2006).

Inoltre, l'articolo, attraverso la comprensione dei sistemi di *governance* delle LU (la struttura proprietaria, la composizione e l'indipendenza del CdA) e proponendo nuove prospettive teoriche, fornisce spunti interessanti per migliorare la fornitura di servizi pubblici, mantenendo una maggiore attenzione sugli interessi di tutti gli azionisti delle LU.

Infine è da rilevare che anche se diversi studi analizzano i meccanismi di *governance* delle LU sussiste la necessità di un maggior *focus* sui processi decisionali e sulle dinamiche interne agli organi decisionali. La sfida consiste nel concentrarsi sui meccanismi di *governance* interni e sulle dinamiche decisionali interne alle LU al fine di configurare interessanti prospettive di miglioramento dei servizi pubblici.

Bibliografia

- Airoldi G. (2006), *La Corporate Governance*, in Zattoni A. (a cura di), *Corporate Governance*, Egea, Milano.
- Argento D., Grossi G., Tagesson T., Collin S.O. (2010), "The externalisation of local public service delivery: experience in Italy and Sweden", *International Journal of Public Policy*, vol. 5, n. 1, pp. 41-56.
- Berle A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.

- Bognetti G., Robotti L. (2007), "The Provision of Local Public Services Through Mixed Enterprises: The Italian Case", *Annals of Public and Cooperative Economics*, vol. 78, n. 3, pp. 415-437.
- Borgonovi E. (1996), "Le nuove frontiere dei servizi pubblici tra soddisfazione dell'utente e tutela dell'interesse pubblico", *Sinergie*, vol. 14, n. 41, pp. 3-14.
- Bozeman B. (2009), "Public values theory: three big questions", *International Journal of Public Policy*, vol. 4, n. 5, pp. 369-375.
- Bozeman B. (2007), *Public Values and Public Interest: Counterbalancing Economic Individualism*, Georgetown University Press, Washington.
- Cafferata R. (1993), *La società per azioni pubblica. Equilibrio economico e strategie di transizione*, Franco Angeli, Milano.
- Cascino S., Pugliese A., Mussolino D., Sansone C. (2010), "The influence of family ownership on the quality of accounting information", *Family Business Review*, vol. 23, pp. 246-265.
- Cerrato D. (2006), *L'evoluzione del ruolo dell'ente locale nella gestione dei servizi pubblici*, in Mele R e Storlazzi A. (a cura di), *Aspetti strategici della gestione delle aziende e delle amministrazioni pubbliche*, Cedam, Padova.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H., Lang H.P. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding", *Journal of Finance*, vol. 57, n. 6, pp. 2741-2771.
- Clatworthy M., Mellett H., Peel M. (2000), "Corporate Governance under 'New Public Management': an exemplification", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 8, n. 2, pp. 166-176.
- Dalton D., Daily C., Johnson J., Ellstrand A. (1999), "Number of directors and financial performance: a meta-analysis", *Academy of Management Journal*, vol. 42, n. 6, pp. 674-684.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. (1998), "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, n. 3, pp. 269-290.
- Collin S.O. (2007), "Governance strategy: a property right approach turning governance into action", *Journal of Management and Governance*, vol. 11, n. 3, pp. 215-237.
- Cristofoli D., Zerbini, F. (2002), "Network e Governance. Un'analisi del nuovo testo di legge sui servizi pubblici locali", «Azienda Pubblica», vol. 1/2., pp. 13-40
- Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J. (2008), "Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n. 1, pp. 73-100.
- Daily C., Dalton D. (1992), "Officer and director stock ownership and firm performance in the publicly traded small corporation", *Journal of Business Strategies*, vol. 9, n. 2, pp. 101-113.
- Dharwadkar R., George G., Brandes P. (2000), "Privatization in emerging economies: an agency theory perspective", *Academy of Management Review*, vol. 25, n. 3, pp. 650-669.
- Di Pietra R., Grambovas C.A., Raonic I., Riccaboni A. (2008), "The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies", *Journal of Management and Governance*, vol. 12, n. 1, pp. 73-91.
- Elefanti M. (2006), *L'evoluzione delle imprese pubbliche locali. Il caso Enia*, Il Mulino, Bologna.
- Elefanti M., Cerrato D. (2009), *La governance delle imprese pubbliche locali*, in Mele, R. e Mussari, R. (a cura di), *L'innovazione della governance e delle strategie nei settori delle public utilities*, Il Mulino, Bologna.

- Fama E., Jensen M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, pp. 301-325.
- Farrell D. (2005), "Offshoring: value creation through economic change", *Journal of Management Studies*, vol. 42, n. 3, pp. 675-683.
- Garlatti A. (2001), *Enti locali e società miste*, Egea, Milano.
- Gaughan M., Bozeman B. (2002), "Using curriculum vitae to compare some impacts of NSF research center grants with research center funding", *Research Evaluation*, vol. 11, n. 1, pp. 17-26.
- Guthrie J., Parker L. (1990), "Corporate social disclosure practice: A comparative international analysis", *Advances in Public Interest Accounting*, vol. 3, n. 1, pp. 159-173.
- Grossi G. (2007), "Governance of Public-Private Corporations in the Provision of Local Utilities in the Italian Case", *International Public Management Review*, vol. 8, n. 1, pp. 130-151.
- Grossi G. (2001), *Il gruppo comunale e le sue dinamiche economico-gestionali*, Cedam, Padova.
- Grossi G., Mussari R. (2004), *La gestione dei servizi pubblici locali nella prospettiva economico-aziendale*, Aracne, Roma.
- Grossi G., Reichard C. (2008), "Municipal Corporatization in Germany and Italy", *Public Administration Review*, vol. 10, n. 5, pp. 597-617.
- Hodges R., Wright M., Keasey K. (1996), "Corporate governance in the public services: concepts and issues", *Public Money and Management*, vol. 16, n. 2, pp. 7-13.
- Holst O. (1981), *Content Analysis for the Social Sciences and Humanities*, Addison-Wesley Publishing Co, London.
- Hood C. (1995), "The New Public Management in the 1980s. Variations on a Theme", *Accounting, Organization and Society*, vol. 20, n. 2-3, pp. 93-109.
- Huse M. (2007), *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ingram R.W., Frazier K.B. (1980), "Environmental performance and corporate disclosure", *Journal of Accounting Research*, vol. 18, n. 2, pp. 614-622.
- Jensen M.C., Meckling W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305-350.
- Judge W.Q., Zeithaml C.P. (1992), "Institutional and strategic choice perspective on board involvement in the strategic decision process", *Academy of Management Journal*, vol. 35, n. 4, pp. 766-794.
- Kickert W.J.M., Klijn E.H., Koppenjan J.F.M. (1997), *Managing complex networks*, Sage Publications, London.
- Kilpatrick K., Lapsley I. (1996), "Trust us - Regulators and the governance of privatized utilities", *Public Money and Management*, vol. 16, n. 2, pp. 39-46.
- Krippendorff K. (1980), *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*, Sage Publications, Beverly Hills.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, vol. 54, n. 2, pp. 471-517.
- Lane J. (2005), *Public administration and public management the principal-agent perspective*, Routledge, London.
- Linck J.S., Netter J.M., Yang T. (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n. 2, pp. 308-328.
- Mallin C. (2002), "Editorial: The Relationship Between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 10, n. 1, pp. 253-255.

- Meneguzzo M. (1999), *Managerialità, innovazione e governance: la Pubblica Amministrazione verso il 2000*, Aracne, Roma.
- Moore M., Hartley J. (2008), "Innovations in governance", *Public Management Review*, vol. 10, n. 1, pp. 3-20.
- Mulazzani M. (2009), *Problemi di governance nelle imprese dei servizi pubblici locali*, in Mele R. e Mussari R. (a cura di), *L'innovazione della governance e delle strategie nei settori delle public utilities*, Il Mulino, Bologna.
- OCSE (1999), *OECD principles of corporate governance*, OECD, Paris.
- Osborne S.P. (2006), "The New Public Governance", *Public Management Review*, vol. 8, n. 3, pp. 333-348.
- Osborne S.P., Brown K. (2005), *Managing Change and Innovation in Public Service Organizations*, Routledge, London.
- Pearce J.A., Zahra S.A. (2007), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, vol. 29, n. 4, pp. 411-438.
- Peng M.W. (2004), "Outside directors and firm performance during institutional transitions", *Strategic Management Journal*, vol. 25, n. 5, pp. 453-471.
- Pugliese A., Bezemer P., Zattoni A., Huse M., Van den Bosch F.A.J., Volberda H.W. (2009), "Board of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, n. 3, pp. 292-306.
- Ravasi D., Zattoni A. (2006), "Exploring the political side of board involvement in strategy: A study of mixed-ownership institutions", *Journal of Management Studies*, vol. 43, n. 8, pp. 1673-1704.
- Rhodes R.A.W. (2007), "Understanding governance: Ten years on", *Organization Studies*, vol. 28, n. 8, pp. 1243-1264.
- Ricci P., Landi T. (2009), "La governance delle società per azioni dei servizi pubblici locali: attualità e prospettive", *Azienda Pubblica*, n. 2.
- Riffe D., Lacy S., Fico F. (1998), *Analyzing Media Messages Using Quantitative Content Analysis in Research*, Lawrence Erlbaum Associates, London.
- Ryan C., Ng C. (2000), "Public Sector Corporate Governance Disclosures: An Examination of Annual Reporting Practise in Queensland", *Australian Journal of Public Administration*, vol. 2, n. 1, pp. 261-289.
- Ruter R.X., Sahr K., Waldersee G.G. (2005), *Public Corporate Governance. Ein Kodex für öffentliche Unternehmen*, Gabler, Wiesbaden.
- Shen W. (2005), "Improve Board Effectiveness: the Need for Incentives", *British Journal of Management*, vol. 16, n. 1, pp. 81-89.
- Shleifer A., Vishny R. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, n. 2, pp. 737-783.
- Stulz R.M. (1988), "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 25-54.
- Su Y., Xu D., Phan P.H. (2008), "Principal-Principal Conflict in the Governance of the Chinese Public Corporation", *Management and Organization Review*, vol. 4, n. 1, pp. 17-38.
- Valotti G. (2006), *I nuovi modelli di corporate governance delle imprese pubbliche locali*, in Elefanti, M. (a cura di), *L'evoluzione delle imprese pubbliche locali. Il caso Enìa*, Il Mulino, Bologna.
- Walsh K. (1994), "Marketing and Public Sector Management", *European Journal of Marketing*, vol. 28, n. 3, pp. 63-71.
- Wettenhall R. (1985), "Acworth, Attlee and Now: One Hundred Years of Debate about Public Enterprise – Government Relations", *Political Science*, vol. 37, n. 2, pp. 125-139.

- Yin R.K. (2003), *Case study research: Design and methods*, Sage, Thousand Oaks.
- Young M.N., Peng M.V., Bruton D.A., Jiang D. (2008), "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective", *Journal of Management Studies*, vol. 45, n. 1, pp. 196-220.
- Zahra S.A., Pearce J.A. (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, vol. 15, n. 2, pp. 291-334.
- Zajac E.J., Westphal J.D. (1996), "Director reputation, CEO-board power, and the dynamics of board interlocks", *Administrative Science Quarterly*, vol. 41, n. 3, pp. 507-529.

Mariateresa Torchia

Dottoranda di ricerca in Economia e gestione delle aziende e delle amministrazioni pubbliche
Dipartimento di Studi sull'Impresa
Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Via Columbia 2
00133 Roma
e-mail: mariateresa.torchia @ uniroma2.it

Andrea Calabrò

Dottore di ricerca in Economia e gestione delle aziende e delle amministrazioni pubbliche
Dipartimento di Studi sull'Impresa
Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Via Columbia 2
00133 Roma
e-mail: andrea.calabro @ uniroma2.it