

*Dipartimento di
Impresa e Management*

*Cattedra di
Corporate Governance and
Internal Audit*

I MODELLI DI CORPORATE

GOVERNANCE:

Evoluzione e differenze a livello mondiale

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Chiara Cascone

Matricola: 661931

CORRELATORE

Prof.ssa Maria Federica Izzo

Anno accademico 2014/2015

I MODELLI DI CORPORATE

GOVERNANCE:

Evoluzione e differenze a livello mondiale

INDICE

Introduzione

Capitolo I: Nascita e sviluppo della Corporate

Governance Internazionale

1. GLI ALBORI DELLA CORPORATE GOVERNANCE
2. LA RILEVANZA DELLA CORPORATE GOVERNANCE
NELL'ATTUALE CONTESTO ECONOMICO
3. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE
 - 3.1. Regime giuridico dominante: differenza tra Paesi common law
e Paesi civil law
 - 3.2. Outsider e Insider system
 - 3.3. La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

Capitolo II: Le prospettive del Nord America

1. IL CAPITALISMO MANAGERIALE STATUNITENSE
 - 1.1. I fattori di sviluppo della moderna corporation
 - 1.2. Logiche imprenditoriali e controllo dell'impresa manageriale

- 1.3. Uno sguardo alla struttura della corporate governance americana
 - 1.4. Evoluzione della normativa sul governo societario: mix tra provvedimenti legislativi, regolamentari e autodisciplinari
 - 1.5. Come si è arrivati al sistema statunitense del Terzo Millennio: il rilevante peso della crisi finanziaria
 - 1.6. Il dibattito sul futuro della public company
2. L'IMPORTANZA DEL SISTEMA GIURIDICO NEI CAMBIAMENTI DELLA GOVERNANCE CANADESE
- 2.1. L'ascesa e la caduta della società con proprietà diffusa: l'importanza dell'era coloniale
 - 2.2. Differenze col modello legale di governo americano
 - 2.3. La risposta del Canada alla recente riforma statunitense sulla governance

Capitolo III: La variegata Corporate Governance dell'Europa

1. L'ARMONIZZAZIONE EUROPEA
2. I SISTEMI ANGLOSASSONI
 - 2.1. I trusts e il capitalismo manageriale inglese
 - 2.1.1. *Inghilterra: il paese europeo bizzarro*
 - 2.1.2. *Il modello organizzativo e i recenti codici di Best practice*
 - 2.2. Uno sguardo all'ordinamento irlandese figlio del sistema di governance inglese
3. I SISTEMI BASATI SULLE RELAZIONI
 - 3.1. Il sistema renano e l'importanza della codeterminazione

3.1.1. *Il ruolo delle Banche nel capitalismo manageriale cooperativo tedesco*

3.1.2. *La governance in Austria: analogie e differenze col caso tedesco*

3.1.3. *La modernizzazione del sistema tradizionale olandese*

3.1.4. *Lussemburgo: il paese europeo ritardatario*

3.2. La particolarità dei Paesi Scandinavi

3.2.1. *Lo sviluppo della governance in Svezia: la relazione Stato-imprese-sindacati*

3.2.2. *Il sistema di governance partecipativo presente in Danimarca*

3.2.3. *La Corporate Governance in Finlandia*

3.2.4. *Il paese scandinavo estraneo all'Unione Europea: la Norvegia*

4. LA TRADIZIONE GIURIDICA LATINA

4.1. L'influenza dello Stato nella governance francese

4.2. Il processo di internazionalizzazione del Belgio

4.3. La debole politica di "buon governo" spagnola

4.4. Le debolezze della struttura di governo aziendale presente in Grecia

4.5. La corporate governance in Portogallo

4.6. L'unicità del sistema capitalistico italiano

5. LA CORPORATE GOVERNANCE NEI PAESI EUROPEI EMERGENTI: IL CASO DELLA POLONIA E DELLA REPUBBLICA DI MACEDONIA

5.1. La risposta della Polonia alla crisi economica

5.2. Il peso del settore bancario nella Repubblica di Macedonia

6. CONSIDERAZIONI FINALI SULL'ARMONIZZAZIONE FUTURA

Capitolo IV: La Corporate Governance in Asia

1. IL FORTE PESO DELL'ECONOMIA GIAPPONESE
2. LA STRUTTURA "PUBLIC-PRIVATE" DELLE IMPRESE IN CINA
3. IL CAMBIAMENTO DRASTICO DELLA PROPRIETA' FAMILIARE IN INDIA
4. UNO SGUARDO ALLA GOVERNANCE DEGLI ALTRI PAESI ASIATICI
 - 4.1. La "buona" corporate governance della Malesia
 - 4.2. I problemi di buon governo societario presenti in Turchia
 - 4.3. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione in Arabia Saudita
5. I SISTEMI DI GOVERNANCE NELLE SOCIETA' PER AZIONI RUSSE

Capitolo V: Lo sviluppo dell'Africa

1. LE SFIDE DELL'EGITTO: GUADAGNARE FIDUCIA INTERNAZIONALE E INVESTIMENTI ESTERI DIRETTI
2. TANZANIA: SVILUPPO DI UN CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE CONTRO LA CORRUZIONE MANAGERIALE
3. CONCLUSIONI SULLO SVILUPPO DEI PAESI AFRICANI

Conclusioni

Bibliografia

INTRODUZIONE

Le problematiche del governo societario d'impresa, ovvero le problematiche riguardanti la corporate governance, costituiscono un argomento che suscita un interesse crescente nel tempo tra gli studiosi di economia aziendale, i policy makers, gli interlocutori aziendali, i risparmiatori e, in generale, gli operatori economici. Una definizione molto appropriata di *corporate governance* si trova nel *Cadbury Report (1992)*, in cui viene identificata come *“the system by which companies are directed and controlled”*. In particolare, la corporate governance può essere definita, in senso stretto, come l'insieme di istituzioni e di regole finalizzate ad assicurare un governo efficace, efficiente e corretto nei confronti di tutti i soggetti interessati alla vita aziendale; in senso ampio, come un insieme di condizioni che si creano nel sistema economico nel quale le imprese si trovano ad operare.

Inizialmente, l'espressione *corporate governance* era usata quasi esclusivamente nel mondo angloamericano e richiamava principalmente la problematica della configurazione e del funzionamento dei Board of Directors delle grandi imprese quotate. A tal proposito, *Adam Smith (The Wealth of Nations, 1776)* afferma che: *“Being managers of other people's money rather than their own, it cannot be expected that they (managers) should watch over it with the same anxious vigilance which (they would) watch over their own. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”*

Successivamente, nei primi anni '90, con l'inizio dell'ondata globale di liberalizzazione e privatizzazione, la questione ha assunto rilevanza internazionale. La globalizzazione e la finanziarizzazione dell'economia hanno, infatti, cambiato il modo di "fare impresa": *le aziende divengono entità centrali per l'economia nell'assegnazione delle risorse*. L'allocazione efficiente delle risorse dipende dall'efficacia dei sistemi di corporate governance adottati. La caratteristica essenziale della società diventa la sua capacità di essere un'entità separata dai soggetti che la posseggono: l'azionista cede il controllo sulla sua ricchezza, restando un semplice fornitore di capitale.

È in questo contesto che pongo la mia prima analisi, di introduzione al tema principale della tesi, partendo dalla questione messa in risalto da **Minzberg (1984): "Who should control the corporation, and for the pursuit of what goals?"** Lo studioso canadese sostiene che, con la dispersione della proprietà nel mercato, allo scopo di aumentare le dimensioni aziendali in modo da sfruttare le opportunità di business, il controllo si è indebolito e la società è passata sotto il controllo implicito dei manager. I sistemi di corporate governance possono, infatti, essere distinti in base al grado di proprietà e controllo, e di identità degli azionisti di controllo. Esistono quindi i cosiddetti *outsider system*, in cui la proprietà è altamente dispersa, e gli *insider system*, dove troviamo una proprietà concentrata. In base ai conflitti che vanno creandosi nei due sistemi, ossia conflitti nella relazione di agenzia tra manager e azionisti o conflitti tra azionisti di controllo e stakeholder, in particolar modo azionisti di minoranza, si sono sviluppati tre approcci principali per un'efficace governo societario. Ci riferiamo allo "*Shareholders' Approach*", il quale,

secondo una prospettiva liberista, si basa sulla massimizzazione della ricchezza degli azionisti, ovvero di coloro che apportano capitale in azienda; all’*“Enlightened Approach”*, che cerca di considerare gli interessi degli stakeholder ciò nondimeno gli amministratori devono pur sempre primariamente valorizzare la ricchezza degli azionisti nel lungo termine; e allo *“Stakeholders’ Approach”*, secondo cui, basandosi su una prospettiva comunista che dà importanza anche a coloro che indirettamente sono coinvolti nell’azienda, si deve raggiungere un equilibrio tra gli interessi degli azionisti e quelli di tutti gli altri interlocutori aziendali, compresa la comunità in generale. Questa prima questione verrà analizzata, in linea generale, nel **Capitolo I** mettendo in risalto la nascita e l’evoluzione della corporate governance internazionale e le varie tipologie di modelli e sistemi di governance esistenti.

L’altra questione, ossia la questione principale, su cui baso la mia tesi attiene alla necessità che tutte le realtà aziendali hanno di creare un serio sistema di buon governo societario. Si tratta di un’esigenza che nasce a seguito dei recenti scandali societari e della crisi finanziaria che hanno interessato tutto il mondo, a causa della perdita di fiducia generata negli investitori. Il mondo ha assistito ad un’ondata di riforme societarie dirette alla creazione di un modello universale di corporate governance al fine di evitare il ripetersi di simili scandali in futuro. *Ma esiste in realtà la possibilità di un’assoluta convergenza internazionale tale da creare uno “standard ottimale a livello d’impresa”, trasferibile e adattabile ai differenti contesti nazionali?*

Per rispondere a questa domanda, durante il mio lavoro di tesi analizzerò il modo in cui ogni Sistema-Paese ha reagito, e ancora reagisce, alla richiesta di effettuare un miglioramento del governo d'azienda. In particolare, ogni capitolo sarà incentrato su un determinato continente. Infatti, nel **Capitolo II** analizzerò la corporate governance americana, ponendo enfasi sul capitalismo manageriale statunitense e sui cambiamenti subiti dalla governance canadese; nel **Capitolo III** andrò ad analizzare la varietà di sistemi di governance presenti in Europa, distinguendo quelli anglosassoni (Inghilterra e Irlanda), da quelli basati sulle relazioni (area renana: Germania, Austria, Olanda e Lussemburgo; area scandinava: Svezia, Danimarca, Finlandia, e Norvegia; e area latina: Francia, Belgio, Spagna, Grecia, Portogallo e Italia); nel **Capitolo IV** mi concentrerò sull'Asia, in particolar modo sul Giappone, sulla Cina, India, Malesia, Turchia, Arabia Saudita e Russia, e infine, nel **Capitolo V** metterò in risalto la governance di due paesi emergenti africani, ovvero dell'Egitto e della Tanzania.

CAPITOLO I

Nascita e sviluppo della Corporate Governance

Internazionale

1. GLI ALBORI DELLA CORPORATE GOVERNANCE

La nascita del diritto societario, in particolare del governo delle società, o meglio della Corporate Governance, può sommariamente coincidere con la creazione della Compagnia Unita delle Indie Orientali (*Vereenigde Oostindische Compagnie* – V.O.C.). La V.O.C. nasce nel 1602 dalla fusione di sei compagnie locali, ovvero Amsterdam, Delft, Enkhuizen, Hoorn, Middelburg e Rotterdam, ognuna delle quali aveva il compito di nominare i 17 *Direttori* che prendevano parte del Consiglio a cui era affidato il governo della Compagnia. In forza del legame nutrito nei confronti delle Compagnie locali, i Governatori riuscivano ad avvantaggiarsi dell'acquisto anticipato delle merci. Questo conflitto d'interesse fu sanato nel 1623 stabilendo l'obbligo di effettuare l'acquisto solo per asta pubblica e alle stesse condizioni del mercato, e istituendo il *Collegio dei Nove*, un organo di controllo che ispezionava l'operato dei Direttori. La forma era simile alle attuali Società per Azioni con piena personalità giuridica: lo statuto garantiva il beneficio della responsabilità limitata ai soci e le azioni erano quotate nell'allora primaria Borsa di Amsterdam.

In realtà, il vero dibattito sulla Corporate Governance si avvia con la nascita della *public company* statunitense nel XX secolo che porta alla

separazione tra proprietà e controllo causata dalla necessità di ricercare una figura specializzata che governasse l'impresa, ovvero il manager, per sopperire all'esigenza di frazionare il capitale tra una miriade di azionisti¹. Si arriva, così, alla formulazione delle Teorie Manageriali² negli *anni Sessanta* e all'esigenza di creare un meccanismo di tutela degli azionisti, il cosiddetto *market for corporate control*.

Negli *anni Settanta* l'attenzione degli studiosi si sposta su tre temi importanti:

- a) l'introduzione dell'*audit committee* e del principio di *indipendenza* dei consiglieri;
- b) l'*armonizzazione* del diritto societario a livello comunitario³;
- c) l'importanza crescente degli *stakeholder*.

¹ Adolf Berle e Gardiner Means (1932) realizzarono un'indagine empirica negli Stati Uniti sulla composizione dell'azionariato delle tre più grandi aziende:

- la Pennsylvania Road nel settore ferroviario
- la American Telephone & Telegraph co. nel settore dei servizi pubblici
- la Steel co. nel settore industriale.

Il risultato dello studio identificava un forte grado di dispersione della proprietà in quanto, solo in casi isolati il primo azionista deteneva un pacchetto significativo di azioni e in tal caso quasi sempre era un'altra società.

² Le *Teorie Manageriali* rigettano l'idea classica dell'imprenditore proprietario che massimizza il profitto a favore della soddisfazione della funzione di utilità dei massimi dirigenti aziendali. M. GRILLO, F. SILVA, *Impresa, concorrenza e organizzazione*, Carocci, Roma, 1998, pp. 385- 390. In particolare, vi sono stati tre importanti contributi teorici:

- *Baumol* (1959; ripubblicato nel 1963) secondo cui i manager hanno interesse ad accrescere il più possibile la dimensione dell'organizzazione, massimizzando il valore delle vendite, al fine di consolidare la loro posizione e il loro prestigio. Limite a questa teoria sta nella necessità di soddisfare gli azionisti con un profitto minimo per garantire lo sviluppo aziendale;
- *Williamson* (1963) suppone che i manager siano interessati ad accrescere il loro potere attraverso l'accumulazione di fondi utilizzabili in modo discrezionale;
- infine, secondo *Marris* (1972) viene massimizzato il tasso di crescita bilanciato della dimensione di impresa e del capitale produttivo, in modo da realizzare la massimizzazione sia dell'utilità dei manager che di quella degli azionisti-proprietari.

³ Nel 1972 venne elaborata la *Quinta Direttiva* che invitava le imprese degli Stati Membri ad abbandonare la struttura del Consiglio di Amministrazione ad un livello (*unitary o one-tier board*) per adottare la struttura a due livelli (*two-tier board*) tipica dell'esperienza tedesca e olandese. La proposta fu accolta negativamente, soprattutto dai britannici, eliminando l'idea di codeterminazione che vede la partecipazione diretta dei lavoratori nel governo economico.

E' negli *anni Novanta* che la Corporate Governance inizia ad assumere un *peso internazionale* imponendosi all'attenzione generale dei politici e dell'opinione pubblica. Con il crollo politico ed economico dell'Unione Sovietica⁴ si sancisce definitivamente la superiorità del sistema occidentale basato sull'economia di mercato e sulla politica liberale e democratica⁵. I singoli Paesi iniziano a formulare i primi Codici di Best Practices⁶ enfatizzando il rafforzamento della posizione degli azionisti di minoranza; innalzando gli standard di diligenza, responsabilità ed indipendenza degli amministratori; e potenziando, ancora una volta, i sistemi di controllo interno. La statuizione di queste regole non è fonte di distorsione del libero mercato, ma uno strumento che rende più efficiente il processo decisionale in una situazione di conflitto d'interesse tra vari stakeholder. Si giunge ad un equilibrio funzionale al soddisfacimento delle diverse aspettative, spesso non coincidenti, dato il crescente peso degli investitori istituzionali ai quali le famiglie affidano i propri risparmi per poter diversificare il rischio finanziario. L'OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) ha elaborato, a tal proposito, nel 1998 un Report⁷ in cui sono contenuti i principi fondamentali di un efficace sistema normativo di corporate governance. Da tale documento emerge la necessità di flessibilità nell'adozione delle norme in modo da

⁴ Francis Fukuyama elabora la *Teoria della "fine della storia"* (1989). Con il crollo del "blocco comunista" termina la storia intesa come confronto tra ideologie diverse realizzate in sistemi economici e politici alternativi.

⁵ Secondo l'articolo di Henry Hansmann dell'Università di Yale e Reinier Kraakman di Harvard (2001) si assisterà alla "fine della storia" del diritto societario a partire dagli anni 2000. P. PANICO, *I nuovi modelli di Corporate Governance*, FAG, Milano, 2004, p.16.

⁶ Primo tra tutti il *Rapporto Cadbury* (1992) che rappresenta un momento importante nel dibattito sulla corporate governance nazionale ed internazionale, esempio per la creazione dei successivi codici di condotta dei Paesi Industrializzati.

⁷ O.C.S.E., *Corporate Governance. Improvong Competitiveness and Access to Capital in Global Markets* (Report), O.E.C.D., Paris, April 1998.

consentire alle società di adeguarsi rapidamente ai continui mutamenti dell'ambiente competitivo. In questo modo, viene dato un ruolo di primaria importanza all'autoregolamentazione delle società, attività che dovrebbe favorire il controllo da parte degli stakeholder su tutte quelle operazioni che si discostano dall'obiettivo di lungo periodo.

Il *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance* individua, tramite una matrice, i provvedimenti urgenti che ogni Paese deve realizzare in materia di Corporate Governance:

		ORGANIZZAZIONE INTERNA	
		<i>Inefficiente</i>	<i>Efficiente</i>
MERCATO DEL	<i>Inefficiente</i>	A1	A2
	<i>Efficiente</i>	A3	A4
CONTROLLO			

Fonte: (Trequattrini, 1999)

Nel **quadrante A1** l'intervento normativo deve essere ampio e formalizzato, in quanto la sola autoregolamentazione non è sufficiente a causa dell'inefficienza sia del controllo interno che esterno. Nel **quadrante A4**, viceversa, un'azione legislativa troppo incisiva può compromettere il buon funzionamento del mercato. Negli altri due quadranti, invece, l'intervento legislativo deve essere più attenuato ma, nel **quadrante A2** bisogna favorire lo sviluppo del mercato di controllo, mentre nel **quadrante A3** bisogna facilitare il coordinamento tra organi societari di gestione e di controllo⁸.

⁸ R. TREQUATTRINI, *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli, Torino, 1999, p. 45.

2. LA RILEVANZA DELLA CORPORATE GOVERNANCE NELL'ATTUALE CONTESTO ECONOMICO

L'attuale contesto economico ha superato la fase di decollo⁹ dando impulso al consumo di massa in un contesto di sviluppo imprenditoriale caratterizzato dalla competitività tra Stati Uniti, Giappone e Area Euro. L'impresa vive sempre più in un contesto technology-intensive costituito da sistemi altamente meccanizzati e specialistici che richiedono notevoli risorse umane e finanziarie. Per quanto riguarda la prima categoria di risorse, saranno sempre più ricercate competenze specialistiche, Top Manager, in grado di prendere decisioni in contesti complessi e dinamici, che di fatto assumeranno il controllo strategico di impresa; la seconda categoria di risorse sarà costituita sia da capitali provenienti dal mercato, sia da capitali di debito.

La *globalizzazione* determina nuovi confini di competizione tra le imprese, modificando i tradizionali rapporti spaziali e temporali di concorrenza¹⁰: i vantaggi locali vanno ora coordinati in un vasto sistema di economia e gestione delle imprese, il cosiddetto *market-space management*. La *dimensione spaziale* rappresenta l'ambiente di riferimento in cui l'azienda opera cercando di soddisfare la domanda esistente grazie ai mezzi che ha a disposizione, e di generare nuovi bisogni allocando le sue forze innovative e

⁹ ROSTOW, *Gli stadi dello sviluppo economico*, Einaudi, Torino, 1962, p. 29 e segg. Si individuano delle fasi di sviluppo dei sistemi economici:

1. Società tradizionale
2. Condizioni preliminari per il trade-off
3. Fase di decollo
4. Stadio di maturità
5. Periodo di diffusione del consumo di massa.

¹⁰ Cfr. S.M. BRONDONI, *Market-Driver Management, mercati globali e nuovi confini della competizione d'impresa*, in AA. VV., *Economia Aziendale & Management*. Scritti in onore di Vittorio Coda, Egea, Milano, 2010.

produttive. La *dimensione temporale*, invece, esprime lo stato di bisogni e conoscenze degli individui nel mercato in un determinato periodo. Attualmente si abbattano tutte le barriere, sia spaziali che temporali, in modo da creare uno spazio competitivo aperto caratterizzato da strategie di delocalizzazione¹¹ volte a cogliere nuove opportunità di successo competitivo ed economico e facilitare la trasmissione delle informazioni grazie all'innovazione tecnologica e allo sviluppo delle reti telematiche (ICT¹²). La progressiva caduta delle barriere di spazio e di tempo tra Paesi si concretizza in un allargamento della sfera di relazioni sociali, economiche e politiche che caratterizza, direttamente o indirettamente, l'intero pianeta. Le relazioni aziendali non sono più, come in passato, esclusive verso un determinato fornitore, ma si estendono in tutta la filiera produttiva sotto forma di alleanze strategiche di concorrenza (*Competitive Strategic Alliances*¹³). Tutto questo determina a livello aziendale l'esigenza di pensare a nuove forme di interazione con l'ambiente esterno e di stimolare la riorganizzazione interna creando strutture e processi maggiormente

¹¹ La delocalizzazione sarà *difensiva* quando si cercheranno di contenere i costi operativi ricercando sistemi tributari più convenienti, o sistemi di controllo esterno più elastici e permissivi; quella *offensiva* si associa alla ricerca di mercati ancora lontani dalla saturazione da poter penetrare. Entrambe le strategie di delocalizzazione, spesso, vanno a svantaggio dei sistemi economici emergenti.

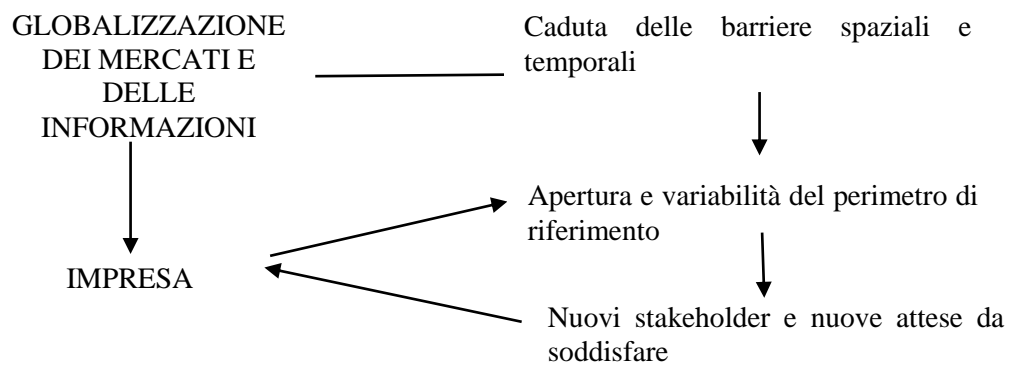
¹² *L'Information and Communications Technology (ICT)* non ha una definizione generalmente condivisa ma può essere considerata una risorsa essenziale delle organizzazioni che sempre più devono gestire in maniera rapida, efficace ed efficiente il volume crescente di informazioni. Cit. Silvio M. BRONDONI, *Market-Driver, mercati globali e spazio competitivo di impresa* in AA. VV., *Market-Driver Management, corporate governance e spazio competitivo d'impresa*. Collana Impresa Economia Comunicazione, Giappichelli, Torino, 2010. "*Con la globalizzazione le tecnologie digitali della ICT imprimono alla concorrenza ritmi incalzanti (time-based competition), producendo nuove politiche aziendali di: lancio delle innovazioni; imitazioni di prodotti e servizi; competitive pricing.*"

¹³ Le *alleanze strategiche* possono essere di tipo:

- *Equity*, dove vi è compartecipazione del capitale di controllo (joint venture);
- *Non equity*, basate su accordi contrattuali senza condivisione del capitale di controllo (cooperative marketing, outsourcing, supply-chain partnership).

ARRINGO E., *Networking, concorrenza globale e Corporate Governance Communication*, in AA. VV., *Market-driver management, corporate governance e spazio competitivo d'impresa*, Collana Impresa, Economia, Comunicazione, Giappichelli, Torino, 2010, p. 136.

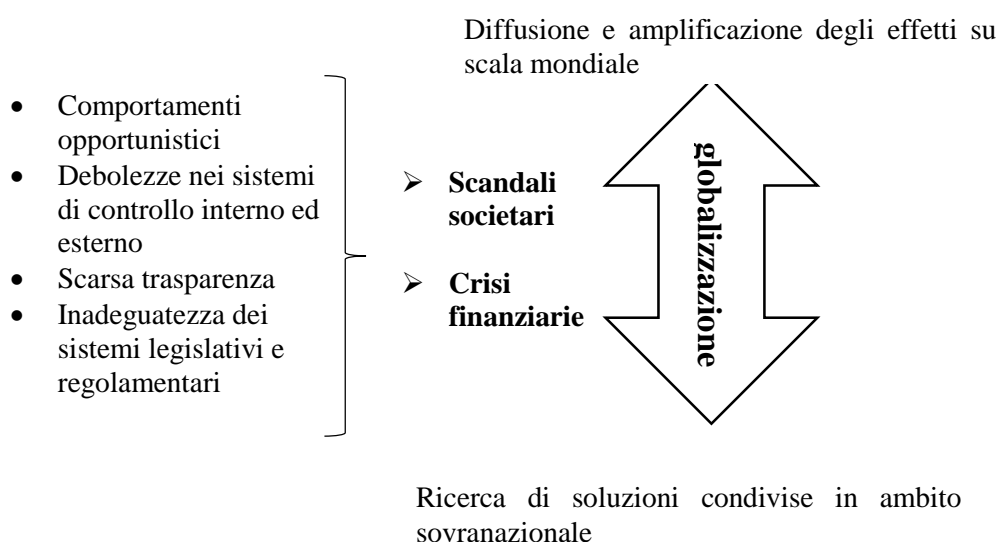
idonei a contrastare la competizione a livello mondiale e, contemporaneamente, soddisfare gli interlocutori sociali con equità, responsabilità e correttezza. Si parla, a tal proposito, di *strategie di networking* basate sulla collaborazione, e non più sulla competizione, per raggiungere l'obiettivo condiviso di crescita globale. Nasce, così, l'esigenza di adottare una visione globale di Corporate Governance che, partendo dai vertici, sia in grado di orientare tutto il comportamento aziendale verso il massimo sviluppo. La competizione non sarà più firm-to-firm ma network-to-network.



Fonte: (Bosetti, 2011)

L'economia globale, quindi, porta nuove opportunità di crescita alle aziende favorendo lo sviluppo internazionale dei mercati finanziari. Tuttavia, recentemente, l'opinione pubblica è stata scossa da fallimenti improvvisi e scandali finanziari che hanno colpito le grandi imprese dei vari Paesi tramite un *effetto domino* facilitato proprio dall'assenza di barriere temporali e spaziali.

Questi episodi negativi¹⁴ hanno messo in luce la debolezza del sistema di controllo interno ed esterno nel contrastare le condotte scorrette dei vertici aziendali e la conseguente perdita di fiducia tra la collettività di risparmiatori. Da qui, nasce la consapevolezza di un impegno nazionale ed internazionale per fissare precise regole di *buon governo societario* dirette a ridurre il gap tra mercati globali e sistemi di Corporate Governance¹⁵ e vigilanza esterna, che caratterizzano i vari Paesi.



Fonte: (Bosetti, 2011)

In questo contesto le imprese saranno stimolate ad adottare modelli di successo o a crearne dei nuovi in base alle proprie esigenze. In sostanza,

¹⁴ Ci riferiamo a importanti fallimenti aziendali tra cui Enron, WorldCom, Global Crossing, Vivendi, Tyco, Cirio, Parmalat ecc. e fenomeni finanziari come il collasso dei mutui subprime negli USA.

¹⁵ Il Cadbury Report (1992) definisce un sistema di corporate governance come “*the system by which companies are directed and controlled.*”

diventa naturale e necessario identificare diversi *modelli di governance* tenendo conto dei fattori economici-sociali tipici della singola realtà nazionale.

3. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE

Il network di competizione globale che si è affermato negli ultimi anni ha indotto numerosi Paesi e Organizzazioni Sovranazionali a promuovere interventi normativi sulla Corporate Governance in modo da garantire convergenza internazionale, comunicazione e controllo a favore di shareholder e stakeholder, e flessibilità delle strutture, grazie alla possibilità di scegliere tra diversi modelli di governance. In realtà, i diversi Paesi sono portati a non modificare i propri modelli ma a migliorarli in base alle competenze acquisite. Le ricerche empiriche sull'adozione dei vari modelli di capitalismo, infatti, mettono in evidenza il bisogno di tener sempre conto dell'influenza che istituzioni e normative, anche sociali, consolidate nel tempo, hanno su ogni sistema-paese. Le finalità degli studi sono:

- Descrivere le caratteristiche dei Paesi e quindi, dei vari modelli adottati in base alle esigenze di integrazione e delocalizzazione, per verificare la possibilità di convergenza tra i sistemi;
- Indagare sulla relazione tra performance e caratteristiche specifiche del modello per verificare se esiste una situazione di superiorità di un certo modello rispetto ad un altro.

In merito al primo punto, il *dibattito sulla convergenza* è ancora in atto in quanto, nonostante la spinta data dalla globalizzazione dei mercati finanziari e dall'omogeneizzazione delle culture e delle normative nazionali, le differenze

tra i vari modelli restano ancora evidenti. Per quanto riguarda il secondo punto, emerge che *non esiste un sistema superiore in assoluto*, in quanto ognuno è specifico per una determinata situazione.

3.1. Regime giuridico dominante: differenza tra Paesi common law e Paesi civil law

Gli assetti e le regole di governo societario possono essere introdotti dal legislatore o dall'iniziativa privata in base al regime giuridico dominante. Distinguiamo, a tal proposito, *Paesi a common law* da *Paesi a civil law*¹⁶. Nella prima categoria di Paesi, la fonte di diritto predominante è la *giurisprudenza*, in quanto non esiste una legge scritta ma, sono stesso gli Organismi di Vigilanza delle Borse Valori a predisporre raccomandazioni vincolanti per l'ammissione alla quotazione. Questo regime è tipico dei Paesi anglosassoni, caratterizzati da un ampio ricorso al mercato finanziario e dalla prevalenza di grandi imprese con capitale polverizzato, in cui vi è il problema della separazione tra proprietà e controllo. Nei Paesi civil law, invece, la *legge* costituisce il framework di riferimento per non violare gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder, il mercato finanziario è poco rilevante, e spesso la proprietà si trasferisce tramite accordi tra le parti. In sostanza, la differenza principale tra i due regimi risiede nel diverso *peso esercitato dal mercato finanziario* che comporta un diverso grado di intervento delle autorità pubbliche e degli organismi di

¹⁶ La "morfologia" dei sistemi di corporate governance in relazione al diritto societario è stata studiata da quattro economisti di Harvard (*Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny*) chiamati dagli accademici "*la banda dei quattro*". Questi hanno scritto una serie di articoli, a partire dal 1997, sulla concentrazione proprietaria e rispetto della legge di buona parte dei Paesi del mondo (esclusi i Paesi arabi ed ex socialisti) basandosi sull'analisi del grado di tutela offerta a azionisti e creditori.

vigilanza: *la regolamentazione sarà maggiormente presente nei Paesi in cui il mercato finanziario è meno sviluppato e non può garantire le dovute tutele*¹⁷.

Esistono dei *fattori tipici* che permettono di classificare i sistemi di corporate governance:

- Capacità di *attrazione del risparmio* da parte dei mercati finanziari¹⁸;
- Ruolo svolto dalle *Banche*¹⁹;
- *Co-gestione aziendale*, ovvero partecipazione attiva dei lavoratori alla gestione e al controllo dell'impresa (tipica della realtà tedesca);
- *Distanza tra proprietà e management* (modalità di interazione tra organi di gestione e controllo).

Distinguiamo, a questo punto, sistemi outsider da sistemi insider e, sistemi monistici da sistemi dualistici.

3.2. Outsider e Insider system²⁰

Un sistema è outsider o insider in base al *tipo di monitoraggio*²¹ realizzato sul lavoro dei dirigenti; nel primo caso, il monitoraggio sarà *esterno*,

¹⁷ Il risultato degli studi di *La Porta, López-de-Silanes, Shleifer e Vishny* è che *nei Paesi in cui si garantisce un grado di tutela elevato degli azionisti di minoranza si rileva un livello minimo di concentrazione proprietaria*. Più precisamente, l'indice "anti-dirigenti" assume il valore massimo della scala utilizzata, ovvero 5, in Stati Uniti e Regno Unito, dove la concentrazione azionaria media dei 3 più grandi azionisti è del 20%; in Germania avviene il contrario, ovvero l'indice "anti-dirigenti" è al minimo della scala, cioè 1, e la concentrazione azionaria dei 3 più grandi azionisti è pari al 48%.

¹⁸ Situazione maggiormente presente nei *Paesi anglosassoni* dove troviamo problemi di agenzia per la separazione tra proprietà e controllo in quanto, non si riesce mai a creare una maggioranza stabile poiché le risorse transitano velocemente nel mercato di borsa seguendo l'andamento dei prezzi.

¹⁹ Caratteristica di Paesi, come *Germania e Giappone*, per i quali le Banche hanno svolto una funzione importante nel recupero economico postguerra. Il problema risiede nel ruolo partecipativo che gli istituti di credito hanno nelle scelte strategiche comportando la ricerca continua di collaborazione tra azionisti e grandi finanziatori.

²⁰ Julian R. FRANKS e Colin MAYER (1996).

ovvero messo in atto dal mercato stesso, nel secondo caso, sarà, invece, *interno* ad opera dei principali portatori di interessi. L'obiettivo principale resterà sempre la *massimizzazione del valore per gli stakeholder*; nel primo sistema intesa come remunerazione dell'investimento in capitale di rischio richiesta dal mercato finanziario, nel secondo sistema come interesse sociale che l'impresa deve realizzare nei confronti della proprietà. Nell'attuale contesto economico e finanziario internazionale, che impone alle imprese di interfacciarsi col mercato per reperire le risorse finanziarie necessarie a realizzare i piani strategici, il massimo valore per l'azienda può essere raggiunto solo attraverso *l'efficienza, la correttezza e la trasparenza* delle azioni intraprese. Le imprese, dunque, devono rappresentare un'*organizzazione di interessi* che fonda la propria attività sull'obiettivo comune di produzione reale di valore.

L'*outsider system*, ovvero il cosiddetto *market-oriented system*, si sviluppa in sistemi giuridici di common law, ovvero nell'area angloamericana, in cui vi è elevata protezione degli azionisti di minoranza e dei creditori sociali. Le imprese sono di grande dimensione con proprietà altamente frazionata, quindi poco concentrata (public company), e per realizzare gli obiettivi aziendali è richiesto un mercato finanziario efficiente²². I mercati borsistici

²¹ La classificazione è spiegata, in letteratura, anche facendo riferimento alle *forme di finanziamento* adottate dall'azienda. "Nell'*outsider system* si ricorre al mercato azionario per reperire capitale di debito e di rischio, e la proprietà è frazionata e instabile; l'*insider system*, al contrario, non è orientato al mercato, vi sono degli azionisti di riferimento e le imprese sono fortemente indebitate nei confronti del sistema bancario." MORO VISCONTI R. (2000), "Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione del valore", in TARALLO P., *Corporate Governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, Franco Angeli, Milano, p. 50.

²² "Con il termine *outsider system* si identifica uno schema basato fondamentalmente sull'assunto che il mercato, in particolare il mercato dei capitali, sia il meccanismo più efficiente per regolare il conflitto di interessi tra azionisti e management. In questo schema, si assume che la struttura della public company sia prevalente" (con ciò si vuol dire che vi è contendibilità pubblica del capitale). FORESTIERI G., "La corporate governance negli schemi

devono essere ben sviluppati e con elevata capacità di attrarre risorse in modo da facilitare lo spostamento dei titoli in base alle informazioni disponibili sulla Corporate Governance e sui risultati aziendali²³. Il limite di questo modello risiede nella *separazione tra proprietà e controllo*. Gli investitori sono interessati unicamente alla redditività e non sono disposti a supportare il costo dei controlli, che è eccessivo rispetto al beneficio (*free rider*²⁴), di conseguenza i manager hanno forte potere discrezionale potendo avere accesso direttamente alle informazioni aziendali (*problema di agenzia*²⁵). In sostanza, il controllo del management si realizza unicamente col *giudizio del mercato*²⁶. Il mercato finanziario tende ad incentivare le imprese a contrastare la discrezionalità dei manager tramite sistemi di remunerazione legati alle performance aziendali

interpretativi della letteratura”, in AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998, p. 8.

²³ Gli investitori istituzionali saranno *market facilitators*, cioè soggetti estranei alla gestione che attribuiscono un peso rilevante alla redditività aziendale e ai dividendi distribuiti e, di conseguenza, alle potenzialità di crescita del loro investimento.

²⁴ “*Il problema consiste nel fatto che le persone possono tentare di sfruttare le altre (to free ride off), pretendendo che il progetto non abbia per loro alcun valore, nella speranza che qualcun altro paghi.*” [...] “*ogni contraente realizza come una piccola contraffazione da parte sua o il suo rifiuto di contribuire influiscano solo molto limitatamente sulla decisione finale, ma nel contempo gli permettano invece di risparmiare significativamente sui costi della sua partecipazione*” (esempio di free riding si ha con i beni pubblici, i quali essendo non rivali e non escludibili, tendono a non avere un mercato perché nessuno è disposto a supportare il costo per produrli. Da qui, la necessità dell’intervento statale). MILGROM P., ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994, pp. 225 e 249.

²⁵ “*La relazione di agenzia è un termine utilizzato in economia con riferimento a una situazione nella quale un individuo (l’agente) agisce per conto di un altro (il principale), e si suppone che questa sua azione avvenga per promuovere l’interesse di quest’ultimo. Il problema di moral hazard sorge quando l’agente e il principale hanno interessi diversi, e quest’ultimo non è in grado di riconoscere facilmente se l’operato del primo avvenga effettivamente nel suo interesse*”. Nel nostro caso, l’agente è il manager e il principale è l’azionista. MILGROM P., ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 262.

²⁶ Il *giudizio del mercato* sull’operato del management si esprime con il *numero degli scambi* e il relativo *prezzo di mercato*; una situazione di deprezzamento eccessivo del valore delle azioni, causata da un’elevata vendita, segnala una situazione di sfiducia nei confronti dell’impresa che sarà così sottoposta al rischio di *takeover*, cioè modifica della proprietà dell’impresa e, conseguentemente, dei suoi organi direttivi.

(*stock option*²⁷), e sistemi di *takeover hostile*²⁸. L'efficacia dell'*outsider system* dipende, inoltre, dalla *durata del mandato di governo*, che nella stragrande maggioranza dei casi è breve²⁹ (un anno) per evitare, appunto, che il bagaglio di informazioni del manager aumenti sempre più comportando maggior difficoltà nell'effettuare il controllo. In conclusione, questo sistema assume ruolo positivo in economie a forte sviluppo finanziario grazie al potere dato a manager specializzati, non sottoposti ad un controllo diretto sul proprio operato. Tuttavia, con la globalizzazione, tende ad assumere carattere teorico a causa dell'opacità delle relazioni di mercato e della caduta delle barriere alla diffusione delle informazioni, che comporta l'aumento delle interferenze esterne.

La filosofia di fondo dell'*insider system* si basa su *idee dirigiste* che danno importanza alla relazione tra Stato, Industria e Sistema Bancario per raggiungere lo sviluppo economico e sociale. Si sviluppa, tendenzialmente, in Paesi civil law dove troviamo mercati finanziari poco sviluppati³⁰ in cui

²⁷ “Le *stock option* sono contratti di incentivazione che vengono solitamente concessi al top management e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda. [...] assegnano la facoltà di acquistare, nel caso si utilizzino azioni emesse in precedenza, o di sottoscrivere, nel caso si utilizzino azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società” (simili alle opzioni call). ZATTONI A., *Aspetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano, 2006, p. 304.

²⁸ “A *hostile takeover* allows a bidder to take over a target company whose management is unwilling to agree to a merger or takeover. A takeover is considered “hostile” if the bidder continues to pursue it or the bidder makes the offer directly after having announced its firm intention to make an offer.” (sviluppo della scalata ostile è attribuita a Louis Wolfson).

²⁹ Un'eccezione è, ad esempio, la *catena statunitense di grande distribuzione Wal-Mart Stores* che si differenzia dalle altre aziende ad elevata capitalizzazione per la composizione dell'azionariato in cui è presente un azionista di maggioranza (la famiglia Walton); ciò comporta un diverso orientamento di governance con la possibilità di concedere mandati poliennali, in quanto vi è maggior controllo esercitato sul management. AA. VV., *Market-driver management, corporate governance e spazio competitivo*, in *Impresa, Economia, Comunicazione*, collana diretta da BRONDONI M., Giappichelli, Torino, 2010, p. 39.

³⁰ L'inefficacia dei mercati finanziari è determinata dalla *dipendenza diretta* che l'impresa ha nei confronti del *settore bancario*, presente ampiamente nel capitale sociale. Il forte peso assunto dalle Banche nel processo di decisione strategica evita il sorgere di nuovi interessi di partecipazione provenienti dal mercato. Il modello di comportamento *insider system* è, infatti,

vengono scambiate solo una piccola parte delle azioni. Compito del mercato borsistico è contrastare la competizione mantenendo alto il valore dei titoli, anche ricorrendo all'acquisto di azioni proprie. Questo modello di comportamento è frutto di una tradizione di politica economica e imprenditoriale di protezione e consolidamento degli assetti proprietari. Non vi è netta separazione tra proprietà e controllo, come nell'*outsider system*, in quanto il controllo interno è reso possibile dall'*elevata concentrazione della proprietà*. L'assetto proprietario è essenzialmente costituito da un gruppo di azionisti (*blockholder - zoccolo duro*), tendenzialmente a carattere familiare o bancario, che detiene il controllo della società grazie a sindacati di voto o partecipazioni reciproche e piramidali: così facendo si evitano le scalate ostili per la sostituzione del management. Peso rilevante è assunto dagli *stakeholder*. In sostanza, i manager hanno il compito di ricercare il giusto compromesso nel soddisfacimento dei principali interessi³¹: eliminato il problema della separazione tra proprietà e controllo, sorge per il management il delicato compito di arrivare al *corretto equilibrio tra azionisti di maggioranza e minoranza*; questi ultimi hanno scarso potere decisionale e difficilmente i loro interessi sono ben rappresentati e tutelati.

spesso *banking-oriented*. FORTUNA F., Corporate Governance. Modelli, soggetti e sistemi, Franco Angeli, Milano, 2001, p.93.

³¹ "Il modello dell'*insider system* si richiama all'esperienza di paesi in cui prevale la ricerca di un compromesso di interessi, nella più vasta cerchia di *stakeholder* per vie interne all'organizzazione aziendale. Si tratta di interessi di cui sono portatori soggetti, diversi dagli azionisti e dai manager, con un rapporto non occasionale con l'impresa. È questa la condizione normale dei lavoratori, ma può essere anche il caso di clienti e fornitori. L'assunto è che questi soggetti siano interessati al successo di lungo periodo dell'impresa; quest'ultima, a sua volta, dovrebbe essere interessata a rafforzare il legame per ricavarne benefici di reputazione e di fiducia". FORESTIERI G., "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998, p. 8.

Possiamo distinguere vari tipi di insider system in base alle vicende storiche ed economiche che si sono susseguite nel tempo, ovvero il tipo renano; il tipo latino; e il sistema che va sviluppandosi nelle economie in fase di transizione.

Il *sistema renano* ha origine in Germania, per poi diffondersi nell'Europa continentale e nei Paesi Scandinavi. Presenta alcune analogie con il sistema giapponese, essendo orientato alla collaborazione con gli stakeholder. Precisamente, il sistema è orientato alla *co-gestione* che vede la partecipazione attiva alla vita d'impresa di Banche e lavoratori³². I vertici aziendali devono coordinare le varie relazioni aziendali, fondate sulla reciproca fiducia e improntate sulla reputazione e sull'immagine aziendale, ricercando la miglior collaborazione, proficua e duratura, nella condivisione del rischio economico e delle potenzialità di crescita³³; il sistema è, di fatto, individuato anche con il nome di *relationship-based system* o *network-oriented system*. Il mandato dei manager, eletti il più delle volte dai dipendenti, è spesso poliennale (fino a 5 anni) e l'organo di controllo è normalmente più numeroso di quello di gestione.

Il *sistema latino* si sviluppa in Italia, Francia, Belgio, Spagna, Portogallo e Grecia. Come in quello renano, troviamo un *azionista di riferimento*, spesso rappresentato da famiglie, istituti di credito o enti pubblici, con elevato potere strategico garantito da accordi di voto e incroci azionari.

³² Il lavoro non è più considerato solo come un fattore produttivo non formalmente rappresentato negli organi istituzionali, così come avviene negli outsider system. L'obiettivo è quello di evitare che i manager operino esclusivamente nell'interesse dei conferenti di capitale di rischio e di prestito e tutelare tutti i membri del soggetto economico. BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, p.34.

³³ Ci riferiamo alla cosiddetta *co-makership* tra Banca e impresa che valorizza tutti i conferimenti delle risorse primarie intese come capitale e lavoro.

L'aspetto significativo è individuato proprio nel fatto che la proprietà esercita una notevole influenza sul management. A differenza del sistema renano, nel sistema latino non vi è né partnership con le Banche, né co-gestione con i dipendenti, in quanto entrambi saranno semplici stakeholder esterni con funzioni importanti, ma non decisive, per il governo d'impresa. Tanto è vero che, le Banche sono semplici finanziatori in quanto assistono l'impresa nella operazioni straordinarie ma, non avendo valenza strategica, solo indirettamente influiscono sul processo decisionale tramite la limitazione del credito; e i prestatori di lavoro non partecipano alla gestione aziendale ma sono tutelati unicamente dalla presenza di sindacati. In sostanza, la situazione dei lavoratori in azienda non è di co-gestione, e quindi non è istituzionalizzata, così come avviene nel sistema anglosassone, ma, a differenza di quest'ultimo, vi è la presenza di *sindacati* che assumono un ruolo antagonistico all'impresa garantendo maggior tutela³⁴. Si profila, così, con il sistema latino, un *modello intermedio* tra quello anglosassone e quello renano.

L'ultima tipologia di insider system è quella che si è andata sviluppando nelle *economie in transizione*³⁵, come Russia e Cina, che stanno

³⁴ I sindacati saranno d'ostacolo a strategie deliberate poco eque per il personale.

³⁵ Le *economie in transizione* si caratterizzano spesso per:

- l'esistenza di numerose leggi che, formalmente, sono dirette a supporto del sistema economico ma che, sostanzialmente, risultano sovente confuse, disordinate e di difficile interpretazione;
- la mancanza di trasparenza;
- la scarsa tutela dei diritti di proprietà, soprattutto se persistono gli effetti di processi di privatizzazione mal gestiti e da poco conclusi;
- la difficoltà da parte dello Stato a fare applicare la legislazione sull'impresa e sulle sentenze;
- il limitato potere degli organi indipendenti di controllo (ad esempio, i revisori contabili);
- la frequente intesa tra i soggetti interni alle imprese (l'azionista di maggioranza o i manager) e funzionari dello Stato e delle agenzie pubbliche, intesa che raggiunge e talvolta travalica i limiti dalla legalità.

passando dalla statalizzazione alla privatizzazione, anche se solo parziale, dell'economia. Anche qui il mercato finanziario è debole e vi è un azionista di riferimento che, data la sua posizione di supremazia, spesso abusa delle informazioni privilegiate causando effetti distorsivi sul mercato di capitali. La caratteristica di quest'ultima tipologia di insider system risiede nel fatto che la fiducia degli investitori è generata da *relazioni incrociate* che l'impresa riesce ad instaurare con altre imprese o Banche e, soprattutto, dall'*appoggio politico* che la stessa azienda possiede.

Per concludere, riassumiamo la comparazione tra outsider e insider system con l'aiuto di una tabella stilata tenendo conto di due aspetti:

- La propensione al rischio degli organi sociali;
- Il ruolo dell'informazione.

	PROPENSIONE AL RISCHIO	RUOLO DELL'INFORMAZIONE
OUTSIDER SYSTEM	Tendenzialmente è caratterizzato da una gestione prudente per soddisfare le esigenze del mercato finanziario ma, spesso, i manager intraprendono strategie rischiose per cercare di	Le informazioni sono utili al mercato per poter controllare l'operato del management che ha potere strategico. Vi sono obblighi formali e informali di comunicazione.

BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, p. 37.

	aumentare il proprio prestigio.	
<i>INSIDER SYSTEM RENANO</i>	La co-gestione con i dipendenti e la presenza rilevante del sistema bancario porta ad una gestione prudente che assicuri remunerazioni stabili e sicure.	Le informazioni sono utili a proprietà, dipendenti e banche per poter assumere decisioni strategiche e, contemporaneamente, verificare che il management contemperi i vari interessi. La ricerca di collaborazione tra i vari soggetti richiede un alto livello di trasparenza.
<i>INSIDER SYSTEM LATINO</i>	Sembrirebbe il sistema maggiormente propenso al rischio per la lieve influenza del mercato finanziario e degli stakeholder ma, in realtà, si tende a perseguire unicamente obiettivi privati, essendo limitati gli investimenti in ricerca e sviluppo.	È la proprietà che utilizza le informazioni nelle scelte di indirizzo strategico e nel controllo sul management, il quale deve unicamente attuare le direttive degli azionisti. La supremazia della proprietà può ostacolare la circolazione delle informazioni.
<i>INSIDER SYSTEM NELLE ECONOMIE IN TRANSAZIONE</i>	È ancora più evidente il perseguimento di obiettivi privati della proprietà, non sempre compatibili	Come nel sistema latino, le informazioni sono a disposizione della proprietà, l'unica

	con le altre attese confluenti nell'impresa.	differenza è nel fatto che il management non solo attua le scelte strategiche della proprietà ma tiene conto anche dell'opinione di funzionari pubblici e politici.
--	---	---

Tab. 3.1 – Rischio e informazione nei sistemi outsider e insider

3.3. La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

In base al modo in cui vengono distribuite le funzioni di amministrazione e controllo, ovvero se queste vengono attribuite ad un solo organo o separate tra più organi, possiamo parlare di sistema monistico o di sistema dualistico. Quest'ultimo può essere orizzontale³⁶ o verticale³⁷; nel primo caso, sia l'organo amministrativo che quello di controllo, sono nominati dall'assemblea dei soci, che è quindi l'organo più importante in quanto rappresenta la proprietà, nel secondo caso, invece, l'assemblea dei soci, spesso insieme ai dipendenti, nomina l'organo di controllo ma, poi, sarà quest'ultimo a nominare l'organo amministrativo.

Andiamo ad analizzare le caratteristiche e le problematiche dei singoli sistemi.

³⁶ Il sistema dualistico orizzontale rappresenta il *sistema tradizionale* in Italia, in cui troviamo l'*Assemblea dei soci*, organo principale; il *Consiglio di Amministrazione*, che ha funzioni esecutive e direttive; e il *Collegio Sindacale*, che riveste la funzione di controllo e ha il compito principale di vigilare sull'osservanza di legge e statuto.

³⁷ Si tratta di un sistema cosiddetto "gerarchizzato" tipico dei sistemi improntati sulla cogestione, come la Germania.

Il *sistema monistico* è anche detto *one-tier system* in quanto è costituito da un solo livello di nomina: l'assemblea dei soci nomina il consiglio di amministrazione. È tipico dell'esperienza inglese – americana e si basa sul *rapporto fiduciario* che il consiglio di amministrazione ha nei confronti dei soci, il cosiddetto *trust*³⁸. L'organo fondamentale è il *Consiglio di Amministrazione (Board of Directors)*³⁹ e ha compiti di:

- Pianificazione strategica;
- Indirizzo e controllo della gestione operativa;
- Orientamento dell'organizzazione verso comportamenti socialmente responsabili;
- Promozione della trasparenza interna ed esterna.

Data l'importanza di questo organo, al proprio interno troviamo due tipologie di amministratori (esecutivi e non esecutivi). Agli *amministratori esecutivi* è affidata la gestione dell'impresa, e tra questi può essere scelto il direttore generale, il cosiddetto CEO (*Chief Executive Officer*), che ha il compito di gestire le informazioni e collegare i vertici aziendali con tutta l'organizzazione, in modo da riflettere la volontà del soggetto economico. Spesso gli executive detengono una quota di capitale sociale e, a tal proposito, adottano un comportamento non del tutto imparziale nella gestione dell'impresa⁴⁰. Diventa, così, fondamentale il ruolo dei *non-executive directors*, soggetti che

³⁸ Art 2 della *Convenzione dell'Aja*, come riprodotta nel testo della legge 16 ottobre 1989 n. 364: "Per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente – con atto tra vivi o mortis causa – qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico."

³⁹ *Company Act del 1989*.

⁴⁰ Data la delicatezza del ruolo degli executive director, il *Companies Act* stabilisce un limite alla *durata del mandato* di 3 anni, salvo consenso degli azionisti, e determinate clausole sul *trattamento economico* in modo da allineare gli obiettivi privati dei manager a quelli sociali ed evitare l'erogazione di compensi non coerenti con la situazione del mercato.

partecipano direttamente alla gestione dell'impresa ma non hanno rapporti diretti con la proprietà (per questo chiamati anche *outsider directors*), riuscendo, in tal modo, a garantire obiettività e razionalità di giudizio (*independent judgement*). Caratteristica importante di questo sistema è proprio la presenza, all'interno del consiglio, di amministratori non esecutivi che svolgono la funzione di controllo; sarà tra questi che verranno scelti coloro che entreranno a far parte del Comitato di Controllo Interno, che ha il compito di rafforzare il ruolo di monitoring, principalmente svolto dal mercato, ispezionando sull'operato degli executive. Infine, data l'importanza del ruolo che ricoprono, i non-executive director devono essere selezionati con cura e imparzialità, tenendo conto dei requisiti di onorabilità e professionalità posseduti, tramite un procedimento formale, e devono durare in carica per un tempo determinato, senza rinnovo automatico, in modo da evitare rapporti collusivi con gli altri membri del consiglio.

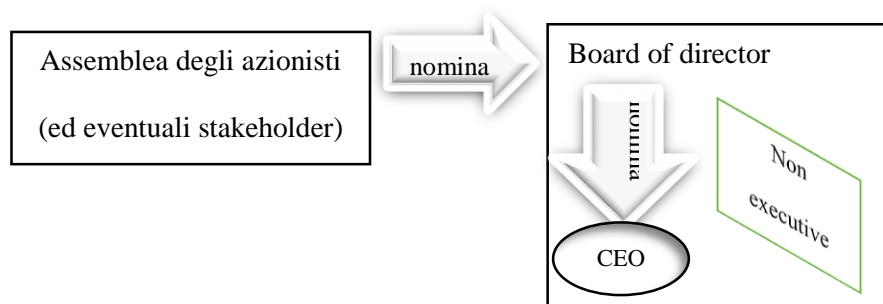


Fig. 3.1 – Il modello monistico

Il sistema monistico porta ad una serie di problematiche:

- La critica più forte va proprio al compito di vigilanza ricoperto dagli *outsider directors*, in quanto sono anch'essi membri del consiglio che dovranno controllare. È per tal motivo che questi amministratori non possono svolgere le funzioni manageriali e devono possedere il *requisito di indipendenza*⁴¹ nei confronti dei membri esecutivi. In sostanza, non possono avere con questi ultimi nessun tipo di legame familiare, finanziario, commerciale o lavorativo⁴². Per evitare il problema, oltre a garantire l'indipendenza, è necessaria la presenza di *Comitati Interni*⁴³ che affianchino gli amministratori non esecutivi nel ruolo di monitoraggio.
- Un altro problema riguarda *l'accesso e la qualità delle informazioni* a disposizione degli amministratori non esecutivi. In particolare, è responsabilità di ogni amministratore comunicare, almeno una volta ogni 3 mesi, i fatti gestionali a tutto il Board. È riconosciuto, a tal

⁴¹ Il requisito di indipendenza è presente ormai nei Codici di Autodisciplina di tutto il mondo, in particolare quello italiano (dicembre 2011) ne parla nell'*articolo 3*: è lo stesso Consiglio di Amministrazione che valuta l'indipendenza dei propri membri tenendo conto di alcune regole tassative e guardando alla sostanza e non alla forma. Deve esserne data poi comunicazione al mercato che effettuerà una valutazione continua nel tempo.

⁴² La *raccomandazione UE del 15 febbraio 2005* stabilisce: "Un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, con il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio." Possiamo, infatti, parlare di *grey director* se l'*outsider* è collegato all'*insider* tramite rapporti lavorativi (avvocato); parliamo di *interlocked director* nel caso in cui due società, appartenenti allo stesso settore o a settori diversi, condividano un amministratore (diretto), o se due società hanno almeno un amministratore che è presente nel consiglio di amministrazione di una terza società (indiretto).

⁴³ Parliamo principalmente del Comitato per il controllo interno, il Comitato di nomina e il Comitato della remunerazione. *L'Audit Committee (art. 7 codice di autodisciplina)* è composto esclusivamente da amministratori indipendenti e ha il compito di valutare i rischi, controllare le comunicazioni economiche e finanziarie e, instaurare rapporti con i revisori. Il *Nomination Committee (art. 5 codice di autodisciplina)* è costituito da amministratori non esecutivi, spesso indipendenti, formula pareri sulla composizione del consiglio di amministrazione e propone i candidati. Il *Remuneration Committee (art. 6 codice di autodisciplina)* valuta la coerenza della remunerazione complessiva per lo sviluppo aziendale di breve e lungo termine ed esprime pareri, provvedendo alla diffusione delle informazioni in modo chiaro.

proposito, ai non-executive il *potere-dovere* di raccogliere le informazioni utili agli stakeholder e, grazie all'appartenenza di questi al Board stesso, si riducono i tempi e i costi connessi all'acquisizione delle informazioni.

- L'ultimo rischio è il “*monitoring-colleague-dilemma*”, ovvero il rischio che *l'appartenenza ad un unico organo* possa bloccare l'opposizione contro scelte dei colleghi. Ciò è evitato dalla presenza di un presidente autorevole che rammenti le specifiche competenze di ogni componente.

Il sistema *dualistico*, a differenza di quello monistico, si caratterizza per la presenza di due organi separati per l'amministrazione e per il controllo ed, in base ai soggetti che hanno il potere di nomina dei due organi, è possibile distinguere il sistema dualistico verticale dal sistema dualistico orizzontale.

Il *sistema dualistico verticale* fu introdotto in Germania nel 1860 con l'abolizione dell'autorizzazione statale per la costituzione delle società. Lo scopo era quello di istituire un organo di controllo che potesse vigilare sulla gestione permettendo la soddisfazione dei molteplici interessi sociali. L'organo in questione, non prendendo parte alle scelte strategiche ma vigilando unicamente sulla loro corretta attuazione, nel rispetto di vincoli legali e statutari, non è di ostacolo all'operatività aziendale. Il modello si sviluppa su due livelli e per questo è conosciuto con l'espressione anglosassone “*two-tier system*”. L'assemblea nomina l'organo di controllo, ovvero il *Consiglio di Sorveglianza o Supervisory Board*, che a sua volta nomina l'Organo Amministrativo, ovvero il *Consiglio di Gestione o Management Board*.

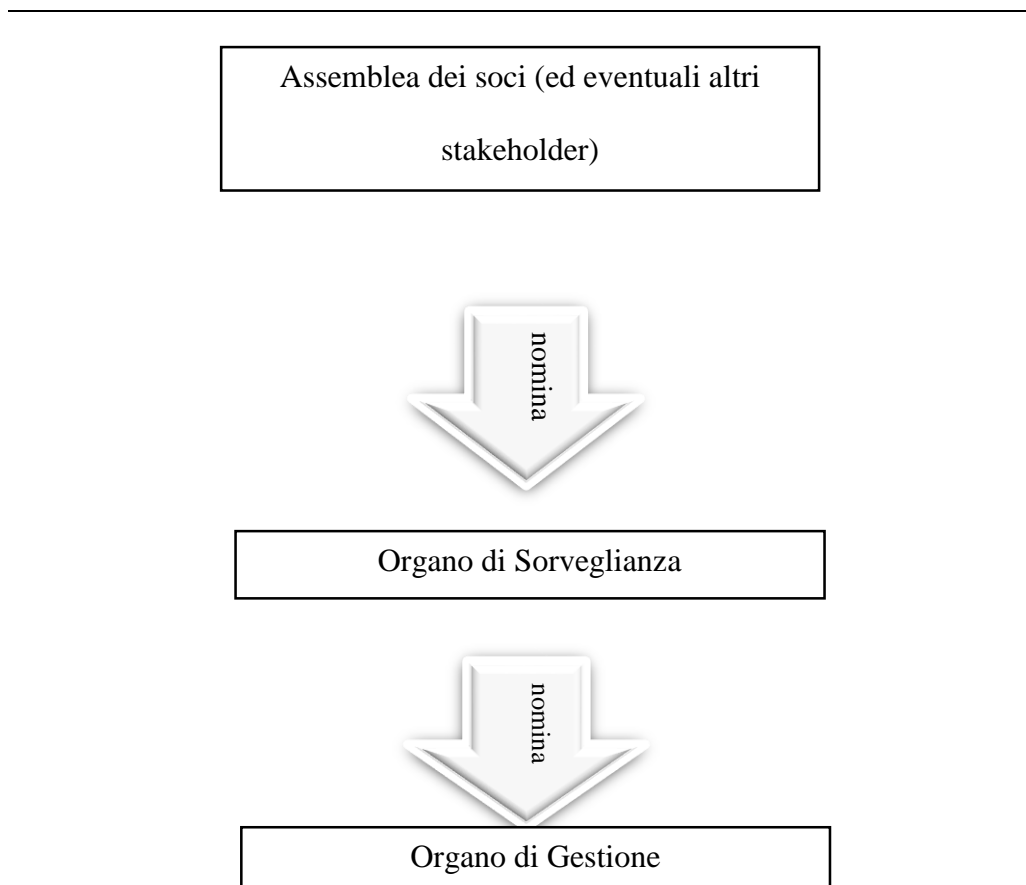


Fig. 3.2 – Il modello dualistico verticale

Il *sistema dualistico orizzontale* prevede che l'Assemblea dei soci nomini sia l'organo di gestione che l'organo di controllo. Si è tradizionalmente sviluppato in Italia e trova lieve sviluppo negli altri Paesi, forse per la mancata coniazione in inglese. In particolare, l'organo di gestione prende il nome di *Consiglio di Amministrazione* e l'organo di controllo è chiamato *Collegio Sindacale*. La regola fondamentale, per fare in modo che si attui correttamente il controllo sulla gestione, è l'*incompatibilità* tra le cariche: nessun soggetto può far parte di entrambi gli organi.



Fig. 3.3 – Il modello dualistico orizzontale

Riassumendo, nei modelli dualistici è il *Management Board* che si occupa della gestione d'impresa, in quanto formula piani strategici ed è il diretto responsabile della loro attuazione. È composto da soggetti con elevate capacità professionali che non fanno parte della compagine sociale, per i quali lo statuto stabilisce determinati requisiti di onorabilità e indipendenza che devono essere rispettati. Il *Supervisory Board* si occupa, invece, di vigilare sulla corretta attuazione dei programmi operativi, spesso da esso autorizzati, e di verificare l'adeguatezza del sistema informativo e di controllo interno. L'importanza di questo organo cambia in base al tipo di sistema dualistico attuato. In particolare, nel sistema verticale assume un ruolo rilevante, dato che si sostituisce all'assemblea nel caso in cui gli azionisti siano impossibilitati ad esprimersi, o perché non partecipano direttamente alla gestione, o perché sono richieste delle competenze tecniche (ad esempio, l'approvazione del bilancio che richiede conoscenze contabili). L'importanza di questo sistema si riscontra anche in caso di passaggi generazionali, data la possibilità per i soci fondatori di entrare a far parte del Consiglio di Sorveglianza in modo da vigilare sulla

corretta gestione dell'impresa; e in caso di fusioni grazie all'affidamento del controllo ai vertici delle imprese pre-fusione.

Le critiche al sistema dualistico risiedono nel fatto che molte volte l'obbligo di richiedere le autorizzazioni all'organo di sorveglianza su determinate deliberazioni blocca l'attività operativa, e in più non sempre l'organo riesce ad effettuare controlli tempestivi a causa dell'inefficiente funzionamento della struttura informativa e organizzativa.

Per concludere, possiamo dire che, con lo sviluppo della Corporate Governance e la crescente importanza della convergenza internazionale, aumenta sempre più la flessibilità delle strutture di governo consentendo ai vari Paesi di optare tra vari modelli, anche se, nella maggior parte dei casi si tende a migliorare il proprio modello⁴⁴.

	Sistema monistico	Sistema dualistico verticale	Sistema dualistico orizzontale
Italia	X	X	X
Stati Uniti	X		

⁴⁴ Un esempio si ha in Italia con la riforma del diritto societario del 2003, operativa dal 2004, la cosiddetta Riforma Vietti, che introduce la possibilità per le aziende di optare non solo per il modello tradizionale, ovvero dualistico orizzontale, ma anche per il modello monistico e dualistico verticale. Dopo anni dalla riforma, la diffusione dei nuovi modelli risulta ancora limitata, evidenziando resistenze al cambiamento, se non in casi eccezionali in cui già si prevedono cambiamenti della struttura di governance (ad esempio, la fusione tra Banca Intesa e San Paolo).

<i>Gran Bretagna</i>	X		
<i>Irlanda</i>	X		
<i>Canada</i>	X		
<i>Germania</i>		X	
<i>Austria</i>		X	
<i>Olanda</i>	X	X	X
<i>Lussemburgo</i>	X	X	
<i>Danimarca</i>	X	X	
<i>Svezia</i>	X		
<i>Norvegia</i>	X	X	
<i>Finlandia</i>	X	X	
<i>Giappone</i>	X		X
<i>Francia</i>	X	X	
<i>Belgio</i>	X	X	
<i>Spagna</i>	X		
<i>Portogallo</i>	X	X	X
<i>Grecia</i>	X		
<i>Russia</i>	X	X	X

Tab. 3.2 – I sistemi di corporate governance nei principali paesi industrializzati

Fonte: (Bosetti, 2011)

Nel 2003 *Denis e Mc Connell* pubblicarono una mappatura di ricerca sulla Corporate Governance Internazionale. Lo studio si divideva in due

generazioni; la prima⁴⁵ tesa ad analizzare gli aspetti della Corporate Governance dei diversi Paesi, la seconda⁴⁶ basata sulla ricerca delle differenze sistematiche tramite l'analisi di più Paesi in un unico studio. Si ribadisce, ancora una volta, che non esiste un modello migliore in assoluto ma un modello di governo societario più indicato alla situazione concreta, influenzata dal sistema legislativo, e dallo sviluppo economico, finanziario, politico, storico e culturale. Agli inizi degli anni Novanta era, difatti, preferito il modello dualistico, dato che il mercato finanziario inglese era reduce da un dissesto. Il sistema in questione eliminava il forte legame del management col mercato, in un'ottica di breve periodo, guardando ad un orizzonte di lungo periodo; in più, permetteva al consiglio di relazionarsi con diversi soggetti creando un clima favorevole alla crescita economica. Con la crisi finanziaria giapponese e con la riunificazione tedesca, nella Seconda metà degli anni Novanta, si ha un cambiamento di rotta verso il sistema monistico, che diviene, nuovamente, il sistema privilegiato. Gli USA erano testimoni di una forte crescita economica, garantita per di più da livelli minimi di disoccupazione e dalla bassa inflazione. Nel 2001 la bolla speculativa dei titoli Internet e

⁴⁵ Si prendono in esame gli studi sui meccanismi interni ed esterni specifici dell'impresa.

L'analisi dei meccanismi *interni* riguarda:

- La *struttura proprietaria*, e quindi tutti gli studi sulla protezione degli investitori e sulla concentrazione proprietaria (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Vishny; Stulz, Williamson);
- I *piani di remunerazione degli executives*, e quindi l'importanza del beneficio privato (Dyeck e Zingales);
- La *composizione del Board of Directors*, e quindi l'importanza degli amministratori indipendenti (Dey, Dimitrov, Mc Connell).

L'analisi dei meccanismi *esterni* riguarda il *mercato*, ovvero la pressione internazionale, le crisi e gli scandali finanziari.

⁴⁶ Tra i fattori che influenzano le differenze sistematiche tra i Paesi vi sono:

- I *sistemi legali* con il relativo grado di protezione degli azionisti (La Porta e co.);
- I *sistemi culturali e sociali* (Stulz e Williamson);
- Il livello di *sviluppo economico e finanziario* (Rayan e Zingales);
- Il grado di *globalizzazione* (Stulz e Williamson).

telematici e il successivo fallimento di colossi industriali, come Enron e Worldcom, porta a smentire nuovamente l'ipotesi che il sistema migliore sia il monistico.

Tutte le considerazioni fin qui svolte portano a sottolineare l'importanza della *flessibilità*, requisito essenziale per un sistema di corporate governance efficace e moderno. In altre parole, ad esigenze di business diverse possono corrispondere modelli di governance alternativi, anche all'interno di uno stesso Paese. Il vantaggio non sarà tanto nell'aderenza ad un paradigma piuttosto che ad un altro⁴⁷, bensì nell'ampia libertà di scelta offerta agli operatori (*teoria dello "scontro di civiltà" – clash of civilizations*⁴⁸).

⁴⁷ Anche la Comunità Europea nel *Regolamento (CE) n.2157/2001* del Consiglio dell'8 ottobre 2001, in vigore in tutti gli Stati membri a partire dell'8 ottobre 2004, relativo allo statuto della Società Europea (SE) ha optato per la *libertà di scelta*, previo adeguamento dell'ordinamento interno.

⁴⁸ "Sistemi diversi vengono tanto più frequentemente in contatto tra loro, e dunque cozzano l'uno contro l'altro, quanto più il mercato globale diviene integrato ed interconnesso" di Samuel P. Huntington dell'Università di Harvard (1996). P. PANICO, *I nuovi modelli di Corporate Governance*, FAG, Milano, 2004, p.48.

CAPITOLO II

Le prospettive del Nord America

1. IL CAPITALISMO MANAGERIALE STATUNITENSE

A partire dagli ultimi decenni dell'800, il “*capitalismo manageriale*”, che ha origine negli Stati Uniti, ha progressivamente sostituito il “capitalismo delle piccole e medie imprese” governate direttamente dai proprietari. All'interno dell'impresa manageriale le decisioni riguardanti la produzione e distribuzione corrente, nonché gli investimenti in servizi e in personale per la produzione e distribuzione di lungo periodo, sono assunte da una gerarchia di manager stipendiati.

In realtà, anche negli Stati Uniti esiste un vivace tessuto produttivo composto da piccole e medie imprese familiari⁴⁹ ma, nel complesso, queste hanno le stesse caratteristiche di quelle riscontrabili nelle altre economie avanzate⁵⁰, da ciò la loro minima considerazione⁵¹.

⁴⁹ *Holderness (2009)* investiga sull'identità degli azionisti di maggioranza distinguendoli tra famiglie, istituzioni finanziarie, società, governi e misti. Egli non trova particolari differenze tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Per esempio, l'azionista di maggioranza è rappresentato da una famiglia nel 53% di tutte le imprese statunitensi e nel 59% di tutte le imprese del resto del mondo. AA.VV., *Corporate Governance Systems*, in Kent Baker H., Anderson R., *Corporate Governance. A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, 2010, p. 45.

⁵⁰ *Holderness (2009)* afferma che l'unica differenza significativa è in termini di controllo statale, completamente assente negli Stati Uniti, e azionista di maggioranza per il 6% delle imprese non americane. AA.VV., *Corporate Governance Systems*, in Kent Baker H., Anderson R., *Corporate Governance. A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, 2010, p. 45.

⁵¹ È opportuno un piccolo approfondimento del sistema statunitense. Esso è caratterizzato da due tipi di società:

- *Closely Held Corporation* che hanno solo pochi azionisti, alcuni dei quali membri della famiglia e spesso attivi nella gestione;

E' importante studiare il capitalismo americano perché, all'indomani della Seconda Guerra Mondiale, una vastissima letteratura, anche europea, lo ha configurato come una forma di sviluppo dotata di validità generale⁵². Le grandi imprese statunitensi furono considerate *standard di riferimento* a cui si sarebbero dovute adeguare le imprese degli altri paesi, data la superiorità economica e politica degli Stati Uniti, che sembrava portare a una tendenziale unificazione del mercato mondiale sotto le stesse regole concorrenziali.

Nel 1990 quando il Boom americano nel settore di Internet sembrò irrefrenabile, ci fu la tenenza a prevedere che la corporate governance di tutto il mondo dovesse essere lo specchio del modello Usa:

➤ Incentivi ai manager con il pagamento delle stock option⁵³;

-
- *Publicly Held Corporation* in cui le azioni sono possedute dal pubblico e scambiate sul mercato di capitali. Sono attori economici significativi nell'economia statunitense in quanto:
 1. le grandi società richiedono enormi quantitativi di capitale e il prestito proveniente dal pubblico è un'ottima alternativa al prestito bancario, essendo più conveniente in quanto il costo del capitale è più basso grazie alla presenza di liquidità sul mercato che riduce il rischio per gli investitori;
 2. vi è la necessità di procurare liquidità agli azionisti, spesso anche impiegati, per permettere loro di vendere le azioni al pubblico, come è accaduto in Microsoft.

⁵² La separazione tra proprietà e controllo è stata considerata un fatto positivo, funzionale, non solo, all'esigenza di non circoscrivere lo sviluppo aziendale e l'espansione dimensionale alle risorse limitate della proprietà familiare, ma anche, alla necessità di garantire una sempre più elevata capacità professionale di direzione dell'impresa. Secondo *Berle (1959)* la stabilità concorrenziale dei manager consente di interpretare bene le prospettive strategiche di lungo periodo. Questa logica è stata, poi, smentita da altri autori, come *Marris (1964)*, che basavano l'idea sul perseguimento degli obiettivi personalistici, non basati su logiche di lungo periodo, da parte dei manager.

⁵³ La retribuzione costituisce l'incentivo forse più frequentemente usato. Nel periodo dal 1980 al 1990, i compensi dei CEO delle 365 maggiori *public company statunitensi* sono aumentati del 212% e vi è stato un aumento medio dei profitti aziendali pari al 78%.

In verità, secondo *Jensen e Murphy (1990)*, livelli salariali elevati avrebbero una limitata efficacia nell'indurre il management ad agire nel miglior interesse degli azionisti, in quanto non ben correlata alla creazione di valore. Ad esempio, si dimostra come a fronte di un incremento nel valore azionario pari a 100 milioni di dollari, il tipico CEO vedrebbe il proprio valore corrente aumentare di soli 260 mila dollari, ovvero meno di un quarto della sua retribuzione annuale. Di contro, il direttore generale che abbia distrutto 10 milioni di valore può attendersi, in media, una diminuzione complessiva di 26 mila dollari, un disincentivo poco rilevante se si considera che il guadagno medio è di 20 mila dollari alla settimana. In questo senso, assai più efficace, si rivelerebbe invece il possesso, da parte del management, di quote

- Controllo dei manager tramite l'andamento del prezzo delle azioni sul mercato⁵⁴;
- Riduzione dell'importanza dell'unione di lavoratori, grandi istituzioni di stakeholder e potenti famiglie, chiavi di influenza nella corporate governance del resto del mondo.

Il problema maggiore nel considerare il modello americano come prototipo universale risiede nel fatto che il sistema in questione è nato da un mix di eventi storici accidentali, tipici del contesto specifico, che hanno via via ridotto il potere piramidale delle famiglie e dei grandi investitori⁵⁵. Si vedrà, appunto, successivamente che l'idea di convergenza non ottiene il risultato sperato.

azionarie della società di dimensioni tali da coinvolgere il management stesso nel tipico rischio dell'azionista: la perdita di una quota considerevole del patrimonio in caso di insuccesso. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 128.

⁵⁴ Ci riferiamo al cosiddetto "mercato del controllo societario" in cui sono scambiate le azioni. È il luogo dove vi è correlazione positiva tra efficienza manageriale e valore delle azioni della società: in caso di gestione inadeguata, il prezzo delle azioni scende e l'acquisto dell'azienda diviene più conveniente (scalate ostili) comportando il cambiamento della compagine sociale e probabile elezione di un nuovo management più efficiente. Due sono gli strumenti che spingono gli amministratori a comportarsi diligentemente:

- *Proxy fight*: guerra di deleghe con gli amministratori in carica al fine di reperire un numero maggiore di voti rispetto a quello ottenuto da questi, impedendone la rielezione e eleggendo un consiglio di proprio gradimento;
- *Tender offer*: acquisizione ostile della società tramite l'acquisto delle azioni sul mercato.

La differenza tra questi due strumenti sta nel fatto che nel primo caso si reperiscono i voti degli azionisti, mentre nel secondo si acquistano azioni.

⁵⁵ [...] *Recall that widely distributed ownership is compatible with strong institutions that vote large share blocks through proxies, as well as with dispersed voting rights and contestable board control, as in United Kingdom. And recall that it is just as compatible with incontestable board control nominally exercised in the interest of shareholders – as in the United States, with their poison pills and entrenched directors, or as with Netherlands' priority shareholders, who possess the sole right to nominate directors for election to corporate boards.* BECHT M., DELONG J.B., *Why has there been so little block holding in America?*, in RANDALL K.M., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 622.

1.1. I fattori di sviluppo della moderna corporation

Lo sviluppo economico, che ha dato avvio al modello della public company, è stato caratterizzato da:

- una *politica economica* volta a potenziare lo sviluppo del mercato interno dei beni di consumo, in modo da conservare il dominio statunitense su quei settori di produzione cari all'imperialismo economico e finanziario;
- un *intervento neutrale dello Stato* nell'economia e nel sostegno delle imprese;
- *bassi livelli di inflazione* per far apprezzare il valore della valuta americana;
- *forti surplus nella bilancia dei pagamenti*, originati maggiormente dall'afflusso di capitali finanziari piuttosto che da operazioni commerciali.

Molti studiosi di business history hanno individuato nelle vastissime dimensioni del *mercato interno*⁵⁶ una delle ragioni fondamentali del forte sviluppo del capitalismo manageriale degli Stati Uniti. Lo sviluppo industriale statunitense è stato, quindi, trainato dalla crescita del mercato interno, favorito anche dalle massicce ondate immigratorie. In Europa l'unificazione dei mercati era bloccata dalle espansioni coloniali e dai conflitti nazionalistici, mentre negli Usa era favorita dalla distribuzione omogenea del reddito. L'abbattimento

⁵⁶ "Basti pensare che nel 1880 il reddito nazionale degli Stati Uniti e la loro popolazione erano pari a una volta e mezza quelli della Gran Bretagna, nel 1900 erano il doppio e nel 1920 il triplo." BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 106.

delle barriere tra i diversi stati regionali, e la conseguente creazione di un mercato omogeneo, ha accelerato i tempi di adozione delle nuove tecnologie, necessarie per sfruttare le economie di scala, e ha stimolato la rapida diffusione di innovazioni fondamentali, come la ferrovia, il telegrafo, l'utilizzo del carbone nelle nuove tecniche di produzione dell'industria siderurgica e della raffinazione. Questo ha permesso alle imprese americane di svolgere un ruolo di punta nella meccanizzazione e organizzazione della produzione di massa e nello sviluppo di tecnologie e impianti⁵⁷.

L'intervento pubblico ha esercitato un impatto rilevante sulle decisioni manageriali favorendo lo sviluppo dei mercati per i beni e i servizi dell'impresa moderna, continuando a restare neutrale e non adottando in modo esplicito politiche industriali di sostegno all'industria o a particolari categorie di imprese. In sostanza, si applicavano determinate politiche fiscali, doganali e, soprattutto, di regolamentazione della concorrenza che diffondevano l'ideologia liberista. Vi era il sostegno delle *regole di antitrust* che basavano la concorrenza non su limiti di carattere dimensionale, ma sulla *rule of reason*, ossia la previsione di criteri elastici e ragionevoli che consentano di verificare l'eventuale potere monopolistico esercitato dalle imprese. Mentre in Europa, infatti, per assicurare la continuità dei profitti, le imprese si univano ad altre imprese analoghe tramite cartelli o società finanziarie, negli Usa erano vietati

⁵⁷ Principalmente le grandi imprese americane si sviluppano in settori ad *alta intensità di capitale* in cui è possibile avvalersi dei vantaggi delle economie di scala e di condivisione. Ci riferiamo, in particolar modo, al settore dei trasporti, comunicazioni, alimentare, chimico, petrolifero, metallurgico, meccanico...

accordi tra imprese che riducevano la libera concorrenza⁵⁸ ma non si faceva nessun accenno al divieto di *fusioni e acquisizioni*⁵⁹, che divennero strumento per aggirare la normativa e favorire implicitamente la crescita dimensionale. Aggirando la normativa fu, dunque, possibile creare monopoli che, da un lato, minavano la fiducia nel mercato ma, dall'altro, permettevano di ottenere enormi economie di scala⁶⁰. Deduciamo allora che la produzione di massa, oltre che dall'omogeneità del mercato interno, è stata favorita dall'intervento pubblico a sostegno del pieno impiego e dell'elevata domanda aggregata⁶¹. Nell'ambito del *fordismo*, inteso come crescita del potere di acquisto mediante salari più elevati⁶², si realizza una profonda *coesione d'interessi fra le élites*

⁵⁸ Si fa riferimento allo *Sherman Act (1890)*, che vieta accordi tra imprese volti a limitare la concorrenza sul mercato; al *Clayton Act e al Federal Commission Act (1914)*, i quali stabiliscono limiti alla possibilità di realizzare fusioni orizzontali tra imprese.

⁵⁹ Ondate di fusioni e acquisizioni rilevanti si sono avute negli *anni 1896-1903 e 1922-1929*, ma il fenomeno ha raggiunto dimensioni esorbitanti negli *anni Sessanta* con l'attuazione di una *strategia di diversificazione conglomerale* che puntava alla crescita investendo in settori non collegati da capacità tecniche-organizzative omogenee ma che prospettavano un tasso di profitto elevato. Si pensi che fra il *1955-1968* si sono registrate *oltre 11.000 operazioni*, contro le *2.653* del periodo *1898-1902* e le *5.846* del *1925-1931*. In particolare, la percentuale di fusioni e acquisizioni conglomerali *fra il 1960 e il 1964* ha raggiunto il *62.7%*; mentre nel *biennio 1966-1967* ha superato il *75%* del totale. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 112.

⁶⁰ Moody (1904) wrote: "*monopoly is the mother of our entire modern industrial civilization. It is the institutional and men must reckon with it.*" BECHT M., DELONG J.B., *Why has there been so little block holding in America?*, in MORK R.K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 623.

⁶¹ In effetti, la *produzione di massa* richiede:

- una *domanda sviluppata*, e quindi redditi elevati per la massa di lavoratori, in modo da vendere al pubblico prodotti complessi e costosi;
- un mercato che possa generalizzare gli *aumenti salariali* che le imprese più avanzate sono in grado di corrispondere ai loro dipendenti, in cambio di maggiori livelli di produttività;
- una *politica di governo keynesiana* basata sulla piena occupazione e su una politica di welfare state.

⁶² Il *livello dei salari statunitensi* si è mantenuto tradizionalmente più elevato rispetto a quelli europei e giapponesi per varie spiegazioni. Innanzitutto, negli Usa, l'industrializzazione è avvenuta in regime di scarsità di lavoro, a causa della mancanza di sovrappopolazione agricola utilizzabile per il fabbisogno industriale. L'agricoltura è entrata infatti in competizione con l'industria per l'assorbimento dell'offerta di lavoro, rappresentata prevalentemente dall'immigrazione (proveniente, a sua volta, dalla sovrappopolazione agricola europea). Poiché la produttività del lavoro agricolo era piuttosto elevata, applicandosi il lavoro ad una terra non

manageriali, che dirigono le grandi corporation, e le *élites politico-amministrative*, che governano le grandi organizzazioni della sfera politico-sociale, formando una “tecnostuttura”⁶³ fortemente collegata di interessi comuni.

Le caratteristiche del sistema giuridico americano, disciplinato da regole di common law e basato su una filosofia fordista imperniata su interessi comuni e di mercato, lasciano intuire come per l’impresa americana sia stata particolarmente conveniente la via della crescita dimensionale. Conseguenza della crescita delle aziende e dell’estendersi della catena del valore, tramite strategie di diversificazione, è la necessità di combinare conoscenze specifiche e competenze professionali per la conduzione dell’attività economica. Si afferma così la *figura del manager* che si sostituisce progressivamente a quella dell’imprenditore-proprietario⁶⁴. *The Modern Corporation and Private Property* (1932) è il primo studio fatto sul nuovo capitalismo, i cui autori sono *Adolf Berle* e *Gardiner Means*⁶⁵, i quali enunciarono per la prima volta il

scarsa, i salari dell’agricoltura hanno raggiunto un livello superiore a quello europeo. Inoltre, posto che sia il mercato del lavoro agricolo sia quello industriale sono stati alimentati dall’immigrazione, anche i livelli salariali dell’industria sono risultati mediamente più elevati di quelli europei. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 109.

⁶³ Nota espressione di *Galbraith* (1952).

⁶⁴ *Kenneth Galbraith* (1967) si meravigliò della velocità con cui il capitalismo americano divenne impersonale: “*Seventy years ago the corporation was the instrument of its owners and a projection of their personalities. The names of those principals – Carnegie, Rockefeller, Harriman, Mellon, Guggenheim, Ford – were known across the land... The man who now head the great corporations are unknown... [and] own no appreciable share of enterprise... They are selected not by the shareholders but, in the common case, by a Board of Directors which narcissistically they selected themselves.*” BECHT M., DELONG J.B., *Why has there been so little block holding in America?*, in MORK R.K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 615.

⁶⁵ Vi sono delle differenze tra gli studi effettuati da Means da solo e quelli fatti in collaborazione con Berle:

- nell’idea di *Berle e Means* la società è controllata da manager professionisti grazie alla separazione tra proprietà e controllo;

principio di separazione della proprietà dal controllo, notando che la proprietà di molte imprese americane era nelle mani di una moltitudine di piccoli azionisti che non avevano il controllo della società.

Di particolare rilievo è la diffusione della *forma organizzativa multidivisionale*, composta al proprio interno da una gerarchia di manager stipendiati ognuno responsabile della propria area di business, indipendente dalle altre unità come se fosse un'impresa autonoma. La particolarità risiede nel fatto che la gerarchia manageriale riesce a coordinare il tutto in modo che valga più della semplice somma delle singole unità operative⁶⁶.

A questo punto possiamo capire il motivo per cui si è sviluppato il capitalismo manageriale: la forte crescita dimensionale e lo sviluppo delle tecnologie di produzione di massa hanno determinato un *fabbisogno finanziario crescente* che non poteva più essere soddisfatto integralmente con i mezzi propri dell'imprenditore-proprietario. Il mercato azionario nel frattempo si espandeva risultando sempre più attrattivo anche per i piccoli risparmiatori penalizzati dalla scarsa redditività dei titoli a tasso fisso, e le imprese,

-
- *Means (1930)* documenta che la diffusione marcata di proprietà tra il 1917 e il 1921 è dovuta primariamente ad una pesante sovrattassa del periodo della guerra che ha permesso la diffusione della proprietà tra il pubblico senza dare importanza al controllo.
 - *Means (1931)* argomenta che il controllo è qualcosa di lontano dalla proprietà e il reale problema riguarda il modo con cui i manager gestiscono l'impresa in modo da estorcere il controllo dai proprietari.

⁶⁶ “Mentre nel periodo anteriore alla Seconda Guerra Mondiale l'ufficio centrale di una grande impresa internazionale diversificata dirigeva raramente più di 10 divisioni, e soltanto le più grandi arrivavano a contarne 25, nel 1969 numerose società controllavano da 40 a 70 divisioni e alcune ne controllavano un numero anche maggiore.” BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 113.

avvalendosi di questo, riuscirono ad accedere a un'abbondante quantità di risorse finanziarie utili al sostenimento delle attività⁶⁷.

1.2. Logiche imprenditoriali e controllo dell'impresa manageriale

Il volano dello sviluppo economico e imprenditoriale americano è stato indubbiamente il sistema finanziario tramite *un'efficiente Borsa valori*, che ha favorito l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese, indirizzando le risorse monetarie del pubblico risparmio nel capitale d'impresa e dando linfa vitale alle moderne public company⁶⁸. L'ingresso nel campo di nuovi soggetti finanziatori è stato reso possibile dallo *sviluppo di istituzioni* che, aumentando il livello di organizzazione nel mercato finanziario, permettevano l'afflusso dei

⁶⁷ Gardiner Means (1931) wrote that: "It is apparent that, with the increasing dispersion of stock ownership in the largest corporations, a new condition has developed with regard to their control... No longer are the individuals in control of most of these corporations the dominant owners. Rather, there are no dominant owners, and control is maintained in large measure separate from ownership." BECHT M., DELONG J.B., *Why has there been so little block holding in America?*, in RANDALL K.M., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 639.

⁶⁸ Negli Stati Uniti, dove la pratica aveva assegnato un ruolo importante ai mezzi propri, negli anni Ottanta, sull'onda della "nuova finanza", si è avuto un rovesciamento di fronte: molte imprese hanno ridotto il capitale sociale sia con l'acquisto di azioni proprie, sia con operazioni di leveraged buyout, sia realizzando i nuovi investimenti ricorrendo al capitale di debito. Così, per le 500 imprese della classifica di "Fortune", rivista stilata in base al fatturato, il livello di indebitamento, che nel 1960 era pari a circa un terzo del totale del capitale investito, nel 1984 ha toccato il 54%. [...] A livello teorico, Jensen (1986) afferma che, se gli investimenti sono interamente finanziati con capitale proprio, il management potrebbe non preoccuparsi adeguatamente di massimizzare il valore dell'impresa, effettuando anche investimenti improduttivi. Se, invece, gli investimenti sono finanziati, almeno parzialmente, col debito, il manager che non massimizza i profitti rischia il fallimento; inoltre, un elevato indebitamento sottopone il management a un controllo più stringente del mercato. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 130-131.

capitali dispersi dei risparmiatori a centri d'investimento⁶⁹. Le banche iniziarono a svolgere un ruolo rilevante per il finanziamento delle imprese⁷⁰, partecipando attivamente, tramite rappresentanti, nel Consiglio di Amministrazione ed esercitando una funzione di garanzia sulla vitalità della gestione nei confronti degli investitori. Si crearono in tal modo conflitti di interessi, perché le banche svolgevano non solo il ruolo di banche d'affari, ma anche di insider dell'impresa. Solo in seguito alla *caduta della borsa di Wall Street nel 1929*⁷¹, che ha causato una crisi che si è estesa in tutto il sistema economico coinvolgendo in particolar modo le banche, è stata avvertita negli Stati Uniti l'esigenza di riformare il sistema finanziario e delle grandi imprese.

La *chiave di controllo*, nel caso in cui la proprietà è dispersa, consiste nelle regole riguardanti le elezioni del Board. Ordinariamente, in un'elezione, l'azionista ha tre alternative:

1. può astenersi al voto;
2. può attendere l'annual meeting e votare personalmente;
3. può firmare una proxy trasferendo il suo potere a certi individui scelti dal management⁷².

⁶⁹ Alla fine del 1929 solo l'11% delle 200 società americane più grandi erano ancora controllate da grandi blockholders, mentre il 44% era controllato da manager in carica che riducevano la soddisfazione degli interessi proprietari.

⁷⁰ "In effetti, già verso la fine del 1840 alcune case di importazione ed esportazione di New York, come J.P. Morgan & Co., Kuhn, Loeb & Co., Lee, Hihhinson & Co., Kidder, Peabody & Co., iniziarono a specializzarsi nella vendita di obbligazioni ferroviarie fino a divenire le prime banche d'affari statunitensi". BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 110.

⁷¹ A partire dagli anni Venti, con la *politica di bassi tassi d'interesse* praticata dalla Federal Reserve e con il *rimborso dei crediti di guerra*, ci fu un notevole incremento della liquidità disponibile presso famiglie e imprese che si riversò sul mercato borsistico con un aumento delle quotazioni tra il 1926 e il 1929. Si ridusse l'importanza delle Banche d'affari come garanti nell'emissione dei titoli causando la diminuzione dei controlli che sfociò nella crisi.

⁷² [...] *Control will tend to be in the hands of these who select the proxy committee by whom, in turn, the election of directors for the ensuing period may be made. Since this committee is*

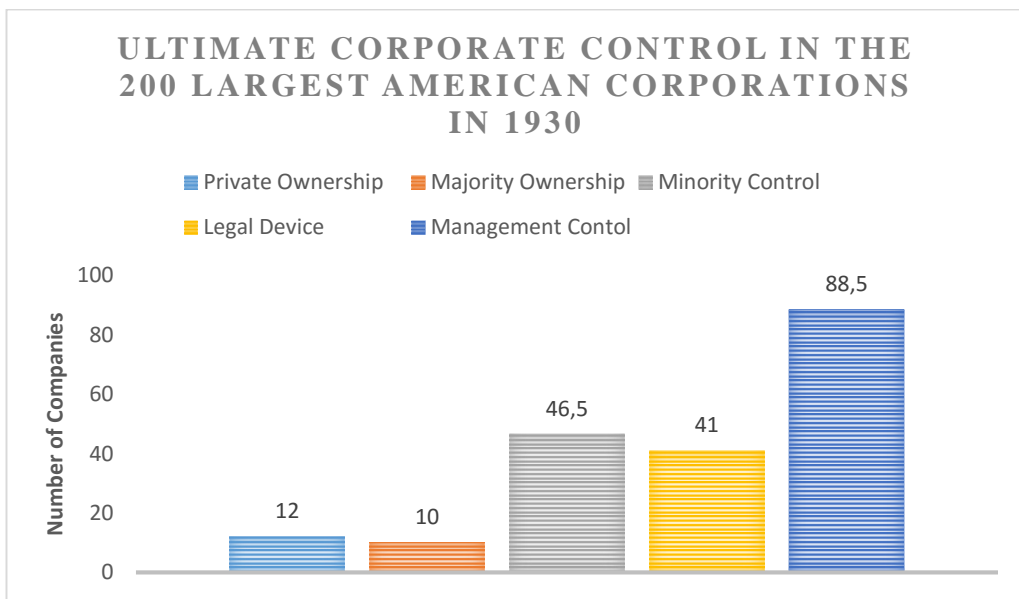
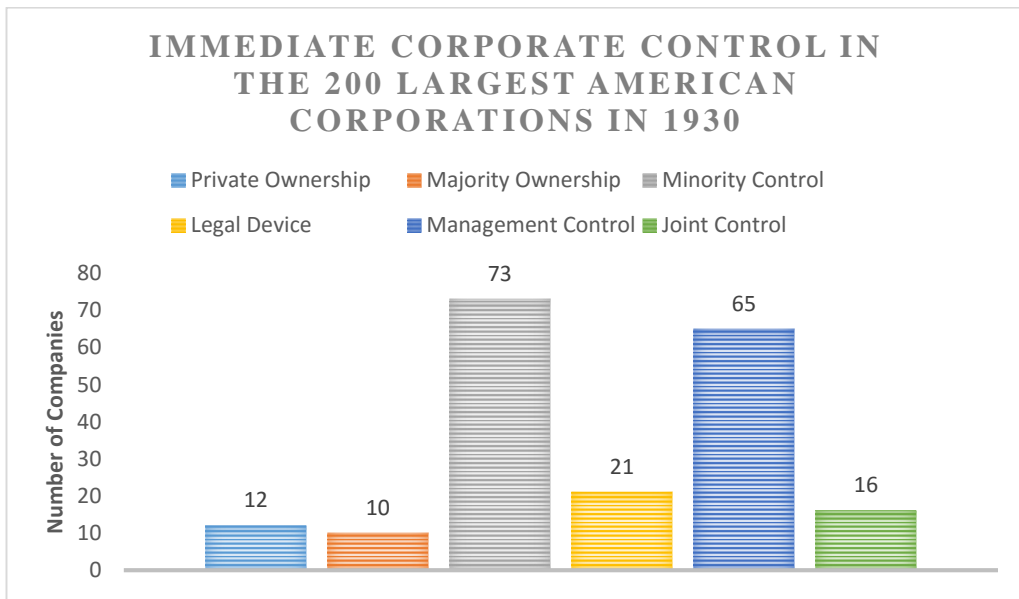
L'importanza del Board nel controllo risiede nel fatto che le decisioni del management vanno sempre ratificate dal Consiglio di Amministrazione, che include top manager dell'azienda (amministratori interni), e rappresentanti dei proprietari (amministratori esterni). Quando i conferenti di capitale di rischio sono ben identificati, allora gli outsider e gli insider directors selezionano il top management aziendale in modo coerente con gli interessi proprietari grazie al controllo svolto da questi ultimi; quando i conferenti di capitale di rischio sono un gruppo estremamente frammentato, allora sono gli amministratori interni che selezionano quelli esterni e tutti insieme, sia interni che esterni, indicano i futuri membri del top management⁷³, che succederanno gli amministratori interni attuali tramite il meccanismo del proxy voting⁷⁴.

Means nel 1930 fa una classifica del controllo esercitato sulla corporate governance nelle 200 società americane più grandi, confrontando il controllo immediato con quello finale e, verificando che, in America il *Management Control* è diventata la forza dominante del corporate control.

appointed by the existing management, the latter can virtually dictate their own successors. BECHT M., DELONG J.B., *Why has there been so little block holding in America?*, in RANDALL M.K., *A History of Corporate Governance around the world. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 640.

⁷³ Circa il 74% dei consiglieri delle maggiori corporation statunitensi sono estranei alla compagine sociale o hanno una partecipazione solo nominale e l'80% di essi sono chief executive officers di altre aziende. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 117.

⁷⁴ In riferimento a questo istituto è opportuno fare l'esempio di *Schnell v. Cris-Chaft Industries Inc.*, in cui gli amministratori in carica cercarono di ostacolare una *proxy fight*, operazione con la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto (definizione di *Il Sole 24 Ore*, 2013), intentata al fine di impedirne la rielezione, anticipando la data dell'annual meeting, rendendo in tal modo più difficile l'azione degli insorgenti. Nella pratica la Corte ha riconosciuto negli amministratori l'intento di ledere gli interessi dei soci, in netto contrasto coi principi shareholder democracy. La decisione degli amministratori venne così annullata e fu ripristinata la data originaria del general meeting.



Fonte: (Randall, 2005)

L'approccio di Means ha però dei *limiti*:

1. Nella sua classifica non distingue tra il controllo compiuto dal CEO, come presidente che domina il Board, e il controllo fatto da una famiglia dominante;

2. Nei dati non è fatta distinzione tra controllo esercitato della famiglia attraverso i proprietari, il Board o Management.
3. I dati non sono estremamente precisi ed affidabili.

Dopo il periodo della Great Depression del 1929, per recuperare la fiducia dei risparmiatori fu istituita la *SEC (Securities and Exchange Commission)*⁷⁵, organo di vigilanza sul mercato, e fu introdotto il *Glass-Steagall Banking Act nel 1935*⁷⁶, una regolamentazione sul ruolo delle banche atta a separare nettamente l'attività creditizia da quella di partecipazione alla gestione delle imprese⁷⁷. Furono fissati limiti massimi alla partecipazione degli investitori istituzionali al capitale delle imprese⁷⁸, imponendo in questo modo la diversificazione del portafoglio e il contenimento del rischio. Iniziarono ad affermarsi le *Banche d'investimento*, i *Fondi comuni*⁷⁹ e i *Fondi pensione*⁸⁰, a

⁷⁵ Regolata dal *Securities Act (1933)* e dal *Securities and Exchange Act (1934)*, che disciplinano tutt'ora la filosofia di regolamentazione dei mercati finanziari.

⁷⁶ A cui si aggiunsero il *Chandler Bankruptcy Revision Act (1938)* e l'*Investment Company Act (1940)*, i quali resero sempre più costoso il ruolo attivo delle banche creando una ragnatela di restrizioni al loro coinvolgimento nella gestione.

⁷⁷ Ogni investitore che detiene *più del 5% delle azioni* di una società deve segnalarlo alla SEC indicando i proprietari ultimi delle azioni e le intenzioni dell'acquirente, e se tale possesso comporta il controllo della società, l'investitore è sottoposto alle regole dell'insider trading.

⁷⁸ Partecipazione regolata da leggi che prevedono per le Banche commerciali d'affari la possibilità di detenere azioni per fini speculativi e d'investimento, stabilendo per le imprese di assicurazione un *limite massimo del 2% del capitale*.

⁷⁹ Per i fondi comuni sono previste pesanti penalità nel caso di acquisto di azioni per un ammontare *superiore al 10% del loro capitale*.

⁸⁰ Lo sviluppo dei fondi pensione è imponente. Secondo una stima del Department of Labor, nel 1988 circa 42 milioni di lavoratori partecipavano a fondi pensione privati. La *previdenza privata* è stimolata con notevoli sgravi fiscali:

- Il datore di lavoro può annualmente dedurre dal proprio reddito l'intero ammontare delle contribuzioni versate al fondo;
- Per i dipendenti i versamenti effettuati dal datore di lavoro a proprio favore non sono considerati reddito finché non ricevano il trattamento pensionistico.

I *fondi pensione dei dipendenti pubblici* si collocano tra gli investitori istituzionali di maggiori dimensioni. Complessivamente, essi amministrano *4.000 miliardi di dollari*, investono un *dollaro su quattro* in titoli azionari e hanno in portafoglio il *25% delle azioni quotate* in tutte le borse americane. Il maggiore di questi fondi è il *TIAA-CREF*, che gestisce i risparmi di *1,6 milioni* di insegnanti e possiede un patrimonio di *113 miliardi di dollari*. Al secondo posto vi è

cui i consumatori affidavano i loro risparmi, col compito di supervisionare e ridurre il rilevante problema tra principale e agente⁸¹. L'obiettivo del sistema regolamentare statunitense è quello di *incentivare la partecipazione attiva*, e non speculativa, dei diversi soci alla grande impresa, evitando in tal modo esternalità negative generate dalla separazione tra proprietà e controllo. Gli Stati Uniti costruiscono così un raffinato sistema di potere degli intermediari in modo da controbilanciare il potere manageriale nelle grandi imprese pubbliche. Conferma di ciò si trova nei dati provenienti dalla realtà operativa USA: *oltre il 50% delle azioni quotate sono detenute da fondi pensioni e fondi comuni d'investimento*⁸², e *gestite secondo logiche di diversificazione di portafoglio*⁸³ e *di massimizzazione non solo del rendimento ma anche della liquidità*⁸⁴.

Per indagare sul controllo familiare ci serviamo, a questo punto, di una sezione completa ed affidabile, rispetto alla classificazione di Means, creata dalla SEC: *the Temporary National Economic Committee (TNEC)*. Essa riflette la situazione proprietaria delle 200 più grandi aziende americane alla fine del

il *CALpers*, il fondo pensione dei dipendenti della P.A. californiana, con *67,7 miliardi* di dollari amministrati e un portafoglio contenete titoli di *1.000* diverse società.

⁸¹ Il problema principale-agente nasce dalla relazione di agenzia che va creandosi nella società, in cui una o più persone ingaggiano un'altra persona affinché svolga determinate attività per conto loro. Teoria sviluppata a partire da un famoso saggio di *Jensen e Meckling (1976)*.

⁸² Secondo gli ultimi dati disponibili, gli investitori istituzionali controllano *circa il 53% delle azioni delle 100 più grandi imprese*.

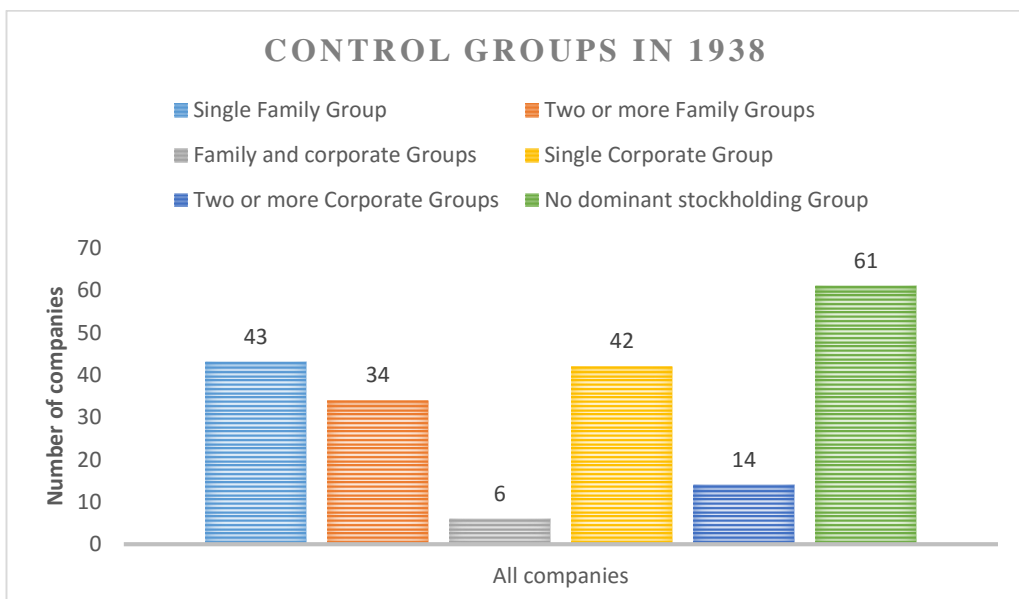
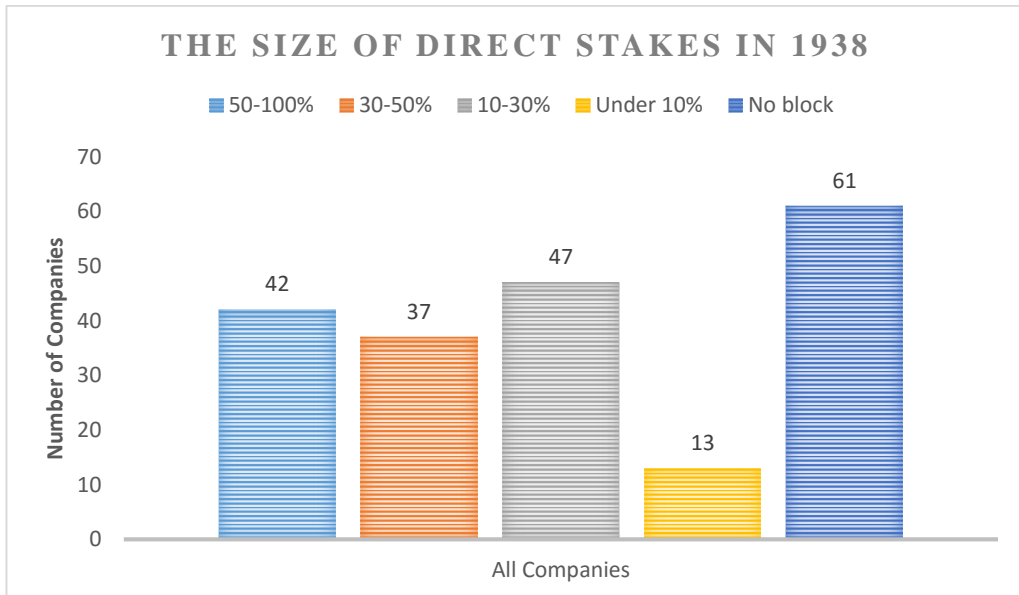
⁸³ Per esempio, il *California Public Employees Retirement System (CALpers)*, uno dei maggiori fondi pensione per dipendenti pubblici, nel 1990 possedeva azioni di *oltre 1000 società*, ma la partecipazione azionaria più consistente era pari *allo 0,71% del capitale sociale* dell'impresa interessata.

⁸⁴ Applicazione della regola del *prudent man*, prevista dalla maggior parte delle legislazioni statali:

1. Adeguata diversificazione del portafoglio;
2. Sufficiente grado di liquidità e rendimento corrente;
3. Rendimento complessivo atteso in linea con gli obiettivi del piano pensionistico.

Questa regola limita la partecipazione attiva degli investitori istituzionali all'interno del Board a causa della rigidità e delle regole restrittive a cui sono soggetti rispetto agli altri membri del board a cui si applica la regola del *business judgement* più facilmente applicabile e tutelata giudizialmente.

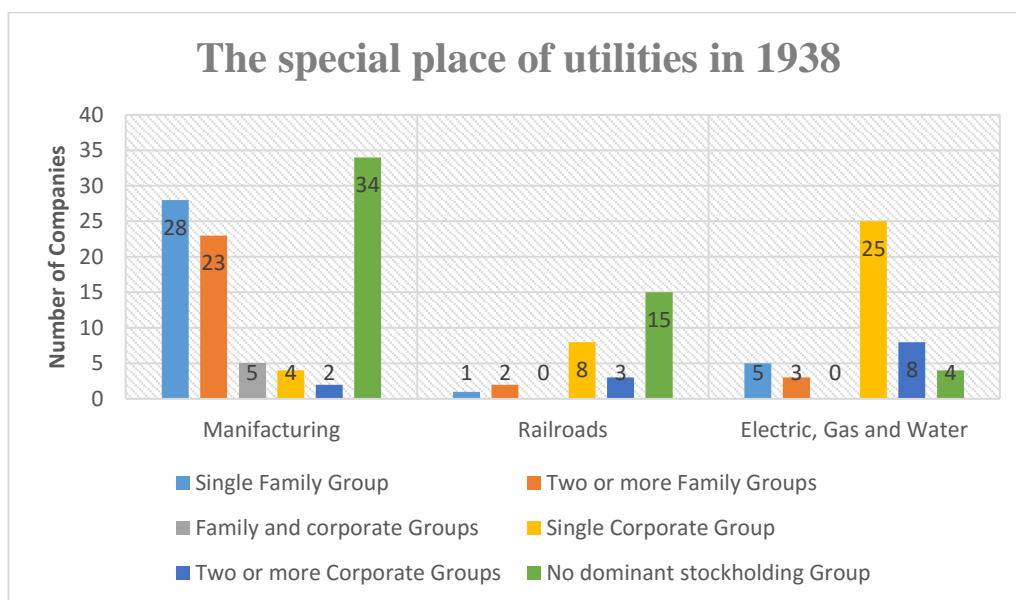
1937, e per ognuna, sia essa quotata o meno, contiene informazioni circa la proprietà, l'usufrutto, le classi di azioni e il nome dei direttori.



Fonte: (Randall, 2005)

Nel *primo grafico*, in cui è rappresentata la misura percentuale delle azioni possedute, si identifica che nella maggior parte delle aziende non vi è una percentuale rilevante di azioni possedute da uno o pochi soggetti; nel *secondo*,

in cui si va ad analizzare la tipologia del gruppo di controllo, viene fuori che nella maggior parte delle aziende il controllo è esercitato da un gruppo di azionisti non dominante.



Fonte: (Randall, 2005)

Tramite questo ultimo grafico, infine, si vogliono mettere in mostra importanti differenze riscontrate nell'analizzare le diverse tipologie di società, distinguendo tra società di servizi e le altre. Il risultato ottenuto mostra che *le società di servizi, nel 1938, avevano la proprietà maggiormente centralizzata rispetto alla forte presenza di un blockholder non dominante nella maggior parte delle aziende manifatturiere*. La struttura piramidale è stata un fenomeno che ha largamente interessato il settore dei servizi.

Nel risalire alle origini delle 34 società manifatturiere con un gruppo di stockholder non dominante,⁸⁵ è stato scoperto che l'origine di queste moderne

⁸⁵ Caratteristica che stiamo andando a ricercare per capire le origini della moderna public company.

corporation si trova nella prima ondata di fusioni orizzontali, promozioni di fiducia e misure antitrust. Un ruolo importante, in questa scelta di perdita di potere da parte delle famiglie a favore del mercato, è stato svolto dalle elevate tasse di successione: il sofisticato investment banking Americano e il gran numero di potenziali azionisti diede la possibilità alle famiglie fondatrici di disinvestire le proprie azioni senza pagare eccessive penalità. Ci si basava sull'idea che si sarebbe comunque mantenuto il controllo della società tramite il controllo sulla gestione di manager professionisti, ma questa fu solo un'illusione. E' da questo momento che nasce il sistema statunitense, caratterizzato da:

- un numero elevato di imprese quotate;
- un mercato di capitali liquido in cui si hanno scambi continui⁸⁶ di diritti di proprietà e di controllo⁸⁷;
- controllo di fatto nelle mani dei manager, data l'assenza di azionisti dominanti nella compagine sociale⁸⁸;

⁸⁶ Il volume delle azioni annualmente scambiate nella Borsa di New York rispetto al numero complessivo delle azioni quotate è passato dal 12% agli inizi degli anni Sessanta ad *oltre il 50%* negli anni Ottanta. Inoltre, mentre nel 1965 le operazioni di scambio di pacchetti di azioni costituivano soltanto il 3,1% delle vendite totali di borsa, nel 1985 esse hanno rappresentato il 51% delle vendite. Nel contempo, il volume totale delle transazioni è passato da circa *mezzo miliardo* di azioni dei primi anni Cinquanta ai *27,5 miliardi* nel 1985. (Chandler, 1990)

⁸⁷ L'impresa non è considerata una *community*, come nel modello di capitalismo renano, ma una *commodity*, ovvero un pacchetto di azioni di cui il proprietario può disporre a piacimento, perdendo il carattere di interesse proprietario con visione di lungo termine.

⁸⁸ Secondo *Berle e Means (1932)*, il 44% delle 200 maggiori imprese statunitensi non finanziarie non hanno azionisti con una quota superiore al 5%.

Larner (1966) ha aggiornato lo studio riscontrando che, nel 1963, nessuna di queste 200 società era di proprietà privata:

- solo in 5, una famiglia o un gruppo deteneva un pacchetto azionario uguale o superiore al 5%;
- in altre 26 società, una famiglia o un gruppo possedevano un pacchetto di minoranza, anche indirettamente, superiore al 10%, ma inferiore al 50%.

In sintesi, ben 169 delle 200 maggiori società non finanziarie, ovvero l'84,5%, erano controllate dal management.

- indebolimento del ruolo della proprietà⁸⁹ dovuto non solo al frazionamento del capitale⁹⁰, ma anche alla maggior complessità organizzativa e tecnologica delle moderne corporation che richiede un potere centrale stabile tramite manager professionisti che garantiscano una cultura omogenea e valori condivisi⁹¹.

1.3. Uno sguardo alla struttura della corporate governance americana

Il sistema di corporate governance statunitense è orientato alla soddisfazione degli azionisti tramite la collaborazione tra il Board of Directors, il management, i soggetti rivestiti della funzione di controllo interno, i dirigenti che si occupano di assicurare la corretta informativa finanziaria, e le società di revisione. In particolare, al Consiglio di Amministrazione, eletto dall'assemblea degli azionisti in funzione di un equilibrio di interessi e poteri, è affidato il governo societario.

Il Board, a sua volta, nomina il *Chief Executive Officer (CEO)*:

⁸⁹ Prodi (1991) dice che gli azionisti per legge “possiedono” la società ma di fatto esistono solo nella lotta per la tutela dei propri diritti nel momento in cui le imprese sono oggetto di compravendita o sono in pericolo di esserlo. Gran parte della più recente legislazione americana è stata perciò dedicata alla protezione dei diritti dei proprietari.

⁹⁰ Gli economisti descrivono il problema come *Collective Action Problem*: la proprietà dispersa è vista come una razionale apatia: il costo dell'attività di controllo da parte degli azionisti è maggiore del beneficio che ne traggono. Parliamo del cosiddetto *free riding*: “a national shareholder would rather let someone else, particularly a large shareholder, enforce rights on its behalf.” In realtà, questo sistema non è sempre negativo, in quanto diventa tale solo quando i manager non agiscono nell'interesse sociale, bisogna quindi unicamente ridurre questo rischio monitorando attentamente la gestione.

⁹¹ Mentre il potere dell'imprenditore-proprietario deriva essenzialmente dall'ordinamento giuridico, quello del top management, scaturisce, non da una legittimazione formale ottenuta dall'assemblea dei soci ma, dalla capacità del manager di governare la complessità organizzativa. È in questo modo che il management si autonomizza dalla proprietà. BERTOLI G., *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 114-115.

- amministratore che si occupa della gestione operativa sotto il controllo costante del Board che lo vincola a seguire gli indirizzi da esso formulati⁹²;
- si colloca al vertice della struttura organizzativa in quanto è responsabile di diffondere standard di comportamento a tutti i livelli e predisporre le strategie direzionali;
- collabora con il Board per tutelare al meglio le aspettative degli stakeholder⁹³;
- È responsabile di istituire un rapporto fiduciario tra l'impresa e gli interlocutori esterni⁹⁴, in un'ottica di consapevole gestione del

⁹² L'obiettivo è di orientare il comportamento dei manager all'*equità*, alla *correttezza* e alla *trasparenza*.

⁹³ È importante il riferimento, in questo contesto, al *principio di indipendenza*. Il *primo dei Core Principles* redatti dal fondo pensione californiano CALpers suggerisce in effetti che una sostanziale maggioranza del Board sia composta da amministratori indipendenti, ma riconosce pure come tale condizione non sia sufficiente ad assicurare una governance ottimale: è necessario che sia indipendente la leadership del board, ovvero il chairman, in quanto esempio, per tutti gli amministratori, di comportamento obiettivo ed equilibrato secondo la diligenza.

⁹⁴ Stiamo parlando dei cosiddetti *Fiduciary Duties*, ovvero doveri che sorgono in capo a determinati soggetti che, per la carica ricoperta, hanno un ruolo fondamentale nella gestione di determinati rapporti. Sono una creazione della common law e rivestono un ruolo centrale nella normativa sulle corporations. La violazione del fiduciary duty ricade sotto la giurisprudenza statale. Il generico principio si compone di due altri doveri:

- Il *Duty of Care*, che consiste nel dovere in capo agli amministratori di svolgere con la diligenza del "buon padre di famiglia" i compiti scaturenti dal loro ufficio presso la società per non cagionare danni a terzi. Si suddivide a sua volta, per verificare la ragionevolezza dell'iter decisionale e della decisione finale, in:
 - *Duty to Monitor*, consistente nel dovere di sorvegliare la gestione della società;
 - *Duty to Inquiry*, consistente nel controllo sull'attendibilità delle informazioni acquisite.
- Il *Duty of Loyalty*, che consiste nell'obbligo di comportarsi correttamente (*fairly*) e di agire in buona fede (*good faith*). I funzionari devono dare, cioè, precedenza agli interessi sociali. Questo dovere di lealtà prevale sul dovere di diligenza, data la sua disciplina più rigida. Inizialmente, secondo la *Corte Suprema del Maryland*, ogni contratto stipulato tra l'amministratore e la società era *automaticamente nullo* per il solo fatto che vi era conflitto di interessi. Successivamente questo orientamento è stato completamente abbandonato, in quanto le Corti iniziarono a sostenere che un contratto o una transazione in conflitto non per forza è nociva per la società:
 - Nel 1910 l'orientamento prevalente considerava *annullabile* il contratto se non approvato dalla maggioranza di amministratori indipendenti e risultava

consenso, predisponendo prospetti contabili da divulgare al mercato, che diano informazioni sulla situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, affinché gli investitori possano valutare efficacemente il rischio collegato all'impresa stessa⁹⁵;

- Non può, di norma, ricoprire la carica di chairman ma, nel caso in cui ciò accadesse, il Board deve nominare un *Lead Independent Director*⁹⁶ con il compito di sorvegliare e garantire l'indipendenza tra le due cariche, anche tramite lo svolgimento di riunioni periodiche riservate agli amministratori indipendenti.

Nella fattispecie in esame, un ruolo rilevante è svolto dai *Comitati Interni*, supporto all'organo collegiale, al presidente e al lead independent director per approfondire particolari tematiche o svolgere specifici incarichi. La loro presenza è necessaria al fine di stabilire regole di comportamento efficaci per un governo d'impresa democratico e corretto che soddisfi l'insieme degli

unfair e fraudulent dalla Corte. In tutti gli altri casi era automaticamente nullo;

- Nel 1960 si considerava che *nessuna transazione era automaticamente annullabile* su istanza della società, neanche se non approvata a maggioranza degli indipendenti, e la Corte analizzava il rapporto solo se unfair;
- *Attualmente* per evitare che un contratto venga annullato è necessaria, alternativamente, una full disclosure stabilita dallo statuto, l'approvazione da parte della maggioranza degli indipendenti, o che il contratto sia fair e reasonable allo scrutinio della Corte. Con l'idea della *business judgement rule* si parte, infatti, dal presupposto che il manager agisce nel miglior interesse sociale.

CAMMARATA S., *Il conflitto d'interessi nelle corporation statunitensi*, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, Luiss Guido Carli, Roma, p.285 – 296.

⁹⁵ Ci riferiamo alla *trasparenza* nelle relazioni con gli azionisti e con gli altri stakeholder su cui l'assetto di governance statunitense pone grande enfasi.

⁹⁶ La Business Roundtable, in qualità di associazione dei CEO, difende la duplice condizione di amministratore delegato e presidente del board. Si veda: *Principle of Corporate Governance, The Business Roundtable*, November 2005, p. 15.

La coincidenza tra i due incarichi continua a caratterizzare la maggioranza delle principali aziende statunitensi, nonostante si stia assistendo al suo progressivo indebolimento. In effetti, una ricerca condotta dalla società di consulenza *Spencer Stuart* ha evidenziato che, dal 1998 al 2010, i casi di coincidenza tra CEO e chairman sono passati dall' 84% al 60%.

interessi degli azionisti e degli altri interlocutori sociali. Possono essere volontari ma, la legge, di fatto, ne identifica tre come obbligatori⁹⁷:

- *L'Audit Committee*, composto da almeno 3 membri, tutti indipendenti, e comprende un Financial Expert;
- *Il Nomination and Corporate Governance Committee*, costituito da 3 amministratori indipendenti, che gestisce la composizione del Board;
- *Il Compensation Committee*, composto da 3 amministratori indipendenti, che cerca di evitare problemi di moral hazard del Board nel guidare l'azienda verso obiettivi operativi di breve periodo.

Inoltre, la disciplina statunitense prevede l'intervento di una *società di revisione esterna*, indipendente dall'impresa, che esamina i prospetti finanziari per verificare la compliance, ovvero il rispetto dei principi contabili. L'auditor esterno è eletto dall'assemblea, su proposta del Board sentito l'Audit Committee, con il quale l'auditor collabora per verificare le irregolarità e le incertezze nel controllo.

1.4. Evoluzione della normativa sul governo societario: mix tra provvedimenti legislativi, regolamentari e autodisciplinari

Il sistema statunitense è contraddistinto da una pluralità di fonti normative, regolamentari e autodisciplinari.

⁹⁷ Negli Usa, l'obbligatorietà dei comitati si ha per le imprese quotate nel New York Stock Exchange e sono fortemente raccomandati per le altre imprese. Le società che li adottano devono:

- ✓ prevederne le modalità di composizione accogliendo al loro interno solo amministratori non esecutivi indipendenti: scelte differenti sono consentite se motivate;
- ✓ fornire nell'assemblea annuale un Report sull'attività svolta;
- ✓ dichiarare l'esistenza o meno di un regolamento dell'attività del comitato e metterlo a disposizione del pubblico.

Dal punto di vista legislativo, partendo dal presupposto che il sistema giuridico adottato è quello di common law, anche le sentenze emesse dai tribunali costituiscono fonti normative; in più, ogni Stato membro della Confederazione è responsabile della produzione normativa entro i propri confini. Tutto ciò fa sì che, negli Stati Uniti, esistano contemporaneamente differenti provvedimenti di diritto societario, con i medesimi contenuti di base, che riflettono l'impostazione proposta a livello centrale. Per capire quanto detto, dobbiamo analizzare il sistema di governo americano: *sistema federale* in cui vi sono 50 stati, ognuno con proprie leggi, proprio ordinamento, e proprio governo. Vi è, in questo contesto, il problema politico di scegliere se il potere deve risiedere nelle mani dello Stato centrale o nelle mani dei Governi Federali. Tradizionalmente le *Leggi sulle Società e sugli Affari Interni* sono considerate un problema statale, in particolare, la *Legge Statale* regola tutti i problemi relativi alle relazioni tra azionisti e coloro che gestiscono la società. La dominanza della legge dello Stato nelle materie societarie non significa, in ogni caso, che non vi sia posto per la *Legge Federale*. Quest'ultima, di fatto, disciplina la normativa sui titoli. Due sono gli atti più importanti, il *Securities Act del 1933* e il *Securities and Exchange Act del 1934*, che nascono a seguito della Grande Depressione del mercato del 1929 con Roosevelt durante il periodo di importanti cambiamenti nella struttura di potere e di governo degli USA (New Deal). Principalmente questi statuti tendono a promuovere la *divulgazione*: il Congresso degli Stati Uniti, studiando la crisi del 1929, scoprì che le principali ragioni dell'evento risalivano alla carente protezione degli investitori e alla frode nel mercato dei capitali. Nel primo statuto, il Securities

Act, si stabilisce l'obbligo per le società che si quotano sul mercato di fornire tutte le informazioni necessarie al pubblico; con il secondo statuto, il Securities and Exchange Act, si dà ancor più peso alla divulgazione creando la *SEC* (*Securities and Exchange Commission*), un'autorità governativa incaricata di far rispettare le leggi e punire le violazioni⁹⁸, e stabilendo il *principio della continuous disclosure*: per ogni azione quotata la società deve provvedere a fornire tutte le informazioni finanziarie non solo al momento della vendita, ma anche continuamente tramite l'annual report.

In realtà, studiando la legge americana, si scopre che solo il *Delaware*, dove è formalmente registrata la maggior parte delle società quotate statunitensi, è lo Stato che domina le leggi sulle società. Tali fonti normative, che enfatizzano i doveri fiduciari del Board of Directors, ovvero il dovere di diligenza e di lealtà, garantiscono infatti alle imprese i vantaggi derivanti da un discreto livello di *flessibilità nell'applicazione delle regole*. Tutto questo ha giustificazioni storiche. Nel XIX secolo vi furono regolamenti rigidi per le società e così nel 1800 molti Stati liberalizzarono le proprie leggi aumentando la flessibilità nella proprietà. Il Delaware, probabilmente, fu lo Stato che vinse la competizione, garantendo maggior flessibilità rispetto agli altri stati, modernizzando il suo statuto, e dando maggior potere ai manager. Di conseguenza, molte società si costituirono nello Stato di Delaware. Ancora oggi si cerca di capire se il potere dato a questo stato sia positivo o negativo per gli Stati Uniti nel complesso. Da un lato, si pensa che il Delaware sfrutti la

⁹⁸ Il *New York Stock Exchange (NASDAQ)* ha proprie regole per le società quotate, tra cui l'obbligo di nominare consiglieri indipendenti nel Board pena l'impossibilità di ricorrere al mercato dei capitali per il reperimento di nuove risorse finanziarie, la SEC deve solo garantirne il rispetto.

situazione per aumentare le proprie entrate in quanto più del 15% delle tasse che entrano nelle casse dello stato proviene dalle società. Altri, al contrario, credono che la situazione sia stata semplicemente creata dal mercato: la competizione tra Stati permette di istituire leggi migliori e naturalmente le società si costituiscono dove la legge è più favorevole⁹⁹.

Tendenzialmente, quindi, la legge federale guarda unicamente alla divulgazione delle informazioni, tuttavia può capitare che vi sia *conflitto tra le Legge Federale e la Legge Statale*. Un esempio si ha nel 1980 quando un numero di società pubbliche fu affetto da hostile takeover. Per difendersi i manager cercarono di convincere gli azionisti a modificare la struttura di voto, non prevedendo più che ad ogni azione corrispondesse un diritto di voto. Si stabilirono così due classi di azioni, una con diritti di voto speciali¹⁰⁰ e l'altra con minori diritti di voto ma maggiori diritti sui dividendi. Tutto ciò fu possibile grazie alla Legge dello Stato, ma se si guarda alla Legge Federale si scopre che, in tal modo, si sono danneggiati gli azionisti. La Corte decise in merito al conflitto stabilendo che la SEC, essendo un'autorità prevista dalla legge federale, non poteva decidere sulla questione, poiché le leggi riguardanti i diritti di voto sono di competenza della Stato¹⁰¹.

In sostanza, non vi sono norme di carattere cogente e prescrittivo. Solo *l'ALI principles*, ossia la sintesi delle norme di diritto societario di ogni Stato

⁹⁹ Se le società si costituirebbero dove le leggi sono meno favorevoli, il prezzo delle azioni tenderebbe a scendere facendo diminuire il valore della società sul mercato.

¹⁰⁰ Gli statuti consentono alle società di emettere azioni dotate del cosiddetto *super voting power*, ossia un numero di voti maggiore di quello concesso alle azioni ordinarie. Questo comporta la presenza di azionisti più potenti di altri che sono in grado di esercitare un'influenza maggiore, della quale potrebbero abusarne. Pertanto, si enfatizza ancor di più il problematico rapporto tra azionisti e manager.

¹⁰¹ Ci riferiamo alle questioni di base sulla corporate governance, come diritti di voto, fiducia e assemblea, che rientrano nella competenza statale e quindi sono regolati da Leggi di Stato.

delle Nazioni Unite, elaborato *dall'American Law Institute nel 1993*, assume una certa rilevanza nell'armonizzare i diversi aspetti normativi locali.

L'effettiva formulazione delle norme di dettaglio è demandata generalmente alle *autorità di mercato*. In tal senso, la letteratura associa al sistema statunitense il cosiddetto "*rules-based approach*", che si contrappone ai modelli di autodisciplina implementati dalle borse europee, dove si applica il principio "comply or explain", il quale consente alle imprese di non aderire a determinate raccomandazioni, a patto di fornire adeguate motivazioni nei documenti societari. Tipicamente, l'autoregolamentazione¹⁰² tratta temi quali:

- La selezione degli amministratori e la composizione del Board;
- La nomina del chairman e del CEO e la valutazione del ruolo da questi svolto;
- Le relazioni tra il Board e il Senior Management;
- Le riunioni del Board e la valutazione dell'attività svolta;
- La composizione e il funzionamento dei Comitati Interni;
- La remunerazione degli amministratori e dei dirigenti;
- Gli organi e i processi di controllo interno;
- La comunicazione agli stakeholder.

Tra gli organismi più attivi nella promozione di regole di autodisciplina troviamo:

¹⁰² *L'autoregolamentazione privata* svolge un ruolo importante. Dal 2002 lo impone la legge, ma fino ad allora la nomina degli amministratori indipendenti, deputati non al controllo della società ma al controllo dei gestori, era una scelta libera. Eppure la maggior parte delle grandi società aperte americane prevedevano amministratori indipendenti nel Board. La loro presenza era considerata un costo necessario per persuadere gli azionisti della correttezza della condotta degli amministratori, considerata un costo rientrante nel rapporto di mandato.

- La *Business Roundtable (BRT)* - l'associazione dei consiglieri di amministrazione delle società quotate statunitensi, che è intervenuta nel Settembre 1997 con un primo documento (*Statement on Corporate Governance*¹⁰³), modificato successivamente nel 2002, 2005 e 2010, riguardante i compiti e il funzionamento dei comitati istituiti all'interno del Consiglio di Amministrazione e la responsabilità dell'impresa verso azionisti, dipendenti, comunità e autorità pubbliche.
- La *National Association of Corporate Directors (NACD)*, che si è concentrata sulla comunicazione delle informazioni utili, che il Board deve dare agli azionisti, per comprendere la governance della società e la sua gestione operativa. La stessa ha pubblicato nel 2004 un *Codice di Autodisciplina* nascente dal riconoscimento dell'insoddisfazione diffusa degli shareholder dovuta alla separazione dal management, in quanto quest'ultimo si è dimostrato spesso restio ad offrire le dovute comunicazioni. Nell'Ottobre del 2008 ha altresì pubblicato il documento *Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*¹⁰⁴, avente l'obiettivo di stimolare un dibattito più efficiente tra impresa e azionisti, e contribuire al superamento delle incertezze generate dalla crisi economica mondiale¹⁰⁵.

¹⁰³ Nell'introduzione al documento è spiegata l'attività del BRT: "*The Business Roundtable is recognized as an authoritative voice on matters affecting large corporation and, as such, is keenly interested in a proper understanding of the purpose of corporate governance*".

¹⁰⁴ Si tratta di un *accordo consensuale* tra le principali categorie di soggetti che esercitano l'attività di governance, ovvero amministratori, chief executive officers e investitori.

¹⁰⁵ Nel 2010 è stata pubblicata la *2010 Nacd Public Governance Survey*, un'indagine sulla corporate governance di oltre 4.200 public company con la collaborazione di 700 amministratori, e *The Audit Committee 2010*, un report su comitato di audit, risk management e controlli interni ed esterni, contenete 10 linee guida per migliorarne il funzionamento.

- Particolari *Fondi Pensione*, promotori di codici di Best practice nella governance delle società quotate per incoraggiare la massima tutela dei risparmiatori¹⁰⁶, tra i quali troviamo:
 - *TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association, College Retirement Equities Fund)* è un fondo pensione degli insegnanti ed è tra i più importanti fondi statunitensi per numero di iscritti e fondi intermediati. Il suo codice, il *TIAA-CREF Policy Statement dell'Ottobre 1997*¹⁰⁷, intende richiamare l'attenzione delle società verso un corretto approccio alle problematiche di Corporate Governance in modo da guidare gli investitori istituzionali nelle valutazioni del reale valore delle società quotate nei mercati regolamentari.
 - *CALPERS (The California Public Employees' Retirement System)* è il fondo pensione dei dipendenti pubblici della California. Ha redatto nell'Aprile 1998, poi rivisitato nel 2005, il *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, in cui si definiscono una serie di principi di buon governo sulla leadership nelle imprese e sull'indipendenza degli

¹⁰⁶ Questi codici di Best practice prendono spunto dai principi di corporate governance formulati dalla *Società General Motors nel 1994 (GM Board of Directors Corporate Governance Guidelines)*. Si tratta di un codice di autodisciplina, revisionato annualmente, che costituisce il punto di riferimento della good governance trattando di temi quali il potere effettivo degli indipendenti nel Board, i rapporti tra management e amministratori, le informazioni scambiate tra management e membri del Board, la divisione dei poteri tra CEO e Chairman, e la valutazione dell'operato del CEO.

¹⁰⁷ Nel *Policy Statement on Corporate Governance del 2004, revisionato nel 2007*, il TIAA-CREF sottolinea la necessità di un'assunzione responsabile e attiva da parte degli shareholder del proprio diritto ad eleggere il Board e monitorarne l'operato.

amministratori¹⁰⁸, affrontati anche nei Global Principles of Accountable Corporate Governance (aggiornati nel 2010)¹⁰⁹.

- *CII (Council of Institutional Investors)* è l'associazione degli investitori istituzionali a cui fanno riferimento oltre 60 fondi d'investimento, molte Banche d'affari, e Società di consulenza e di intermediazione finanziaria¹¹⁰. Il codice di Best Practice proposto da questa è il *Core Policess Guidelines & Position del Luglio 1999*, revisionato successivamente nel 2005 e nel 2008, in cui si richiede alle società di verificare annualmente la composizione del Consiglio di Amministrazione, l'esistenza di regole chiare in merito all'esercizio del diritto di voto, la definizione chiara di procedure per la nomina dei consiglieri indipendenti, e l'approvazione dei piani di management.

¹⁰⁸ Tra i principi generali presenti nel codice di best practice di CALpers troviamo:

- l'*accountability* tra proprietà e management, ovvero la capacità di sviluppare strategie di lungo periodo, controllare la conformità ai piani, garantire informazioni di merito, avere un metodo di voto partecipativo;
- l'*indipendenza* e la *leadership* del Board;
- la presenza di *independent directors*;
- il processo di *valutazione* del Board.

In più, si stabiliscono standard minimi di efficace e corretto comportamento dirigenziale:

- *equità* nella soddisfazione dei diversi obiettivi dei vari portatori di interessi;
- *trasparenza* verso gli stakeholder;
- *correttezza* nella gestione di lungo termine nel massimizzare il valore del capitale azionario.

¹⁰⁹ Molto importante è anche il documento *Calpers Global Principles of corporate governance*, una guida globale alla best practice, dove sono enunciati alcuni principi specifici per determinate nazioni in base al contesto e alle tradizioni economiche e imprenditoriali, sottolineando come non esista un'unica modalità di realizzazione della corporate governance.

¹¹⁰¹¹⁰ In particolare, è opportuno menzionare, *Bank of America Investment management, The Chase Manhattan Corporation, JP Morgan, Schroeder, Boeing, Texano, Goldman Sachs, Kodak, Coca Cola, McDonald's, Mobil Oil.*

- Le *Università*¹¹¹, che hanno contribuito a stimolare le aziende a riflettere sull'adeguatezza della loro struttura di governance e di controllo.

1.5. Come si è arrivati al sistema statunitense del Terzo

Millennio: il rilevante peso della crisi finanziaria

Il sistema americano sulla corporate governance, come abbiamo visto dal paragrafo precedente, è un'amalgamazione tra leggi statali, leggi federali, regolamentazione del mercato e altri modi di monitorare le persone che gestiscono la società. L'importanza dei codici di buon governo d'impresa è particolarmente evidente se si considera la crisi di competitività che le aziende americane avevano attraversato negli anni '80. A livello macroeconomico ci fu la diminuzione delle dimensioni del mercato interno rispetto a quello globale, un livello del PIL non soddisfacente, un livello inflattivo preoccupante e conseguente minor investimento di risorse all'interno delle aziende.

Questo scenario è completamente mutato nel 1991, momento a partire dal quale l'America ha generato forte crescita del PIL, basso tasso di disoccupazione e bilancio pubblico in surplus. L'unica preoccupazione era l'elevato livello del deficit commerciale, in parte motivato dalla stessa crescita. Questo momento estremamente florido ha spinto le imprese a valutare in modo esageratamente positivo l'andamento della gestione comportandone una

¹¹¹ Ad esempio, il *Corporate Governance Center della Kennesaw State University* ha pubblicato nel 2002 i principi *21th Century Governance and Financial Reporting Principles for US Public Companies*, immediatamente accolti dall'Institute of Internal Auditor (Iia) per il loro esplicito richiamo all'importanza dell'interazione tra Board, management, revisore esterno e internal auditor.

sopravvalutazione nel mercato e creando bolle speculative¹¹²; ed è proprio in questo contesto di diffusa euforia che si è verificata l'inversione di tendenza.

A partire dal 2001, con la crisi finanziaria e aziendale di Enron¹¹³ e di numerose altre società (come il gigante della telefonia Worldcom), tutto il sistema intrecciato di regolamentazione legislativa privata e di libero esplicarsi del mercato è fallito mettendo in rilievo segni e ferite lasciati sul campo dalla stagione di finanza spensierata: il significativo dinamismo riscontrato sotto il profilo autoregolamentare non è risultato sufficiente a prevenire gravi fenomeni di crisi. I risparmiatori persero fiducia nel mercato generando una crisi a catena dei mercati mobiliari e delle società che accedevano a questi per gran parte dei loro finanziamenti¹¹⁴. La situazione è stata poi peggiorata anche da una crisi politica in quanto, in molte società, il sistema legale della corporate governance stava fallendo soprattutto a causa di frodi. Fu così considerata necessaria una generale riforma della governance tramite misure di riordino della disciplina societaria dei mercati finanziari tese a prevenire ed affrontare

¹¹² È opportuno porre in risalto che il meccanismo che ha portato alla recente crisi è lo stesso che aveva caratterizzato la Grande Depressione del 1929, ovvero la sopravvalutazione del mercato.

¹¹³ Dopo gli scandali del 2001 i risparmiatori iniziarono ad aver paura che il sistema non desse le giuste informazioni, e la mancata fiducia nei confronti del mercato fece aumentare il rischio e automaticamente il prezzo delle azioni calò. Gli insider venivano ricompensati spesso con stock option, che rivendevano sul mercato a prezzi alti, ed effettuavano transazioni in conflitto di interessi. Questo perché i controlli non funzionavano: in Enron la maggior parte degli amministratori indipendenti erano legati indirettamente al Board o alla società. Inoltre, nel 1990, il Congresso e la Corte avevano limitato la possibilità per gli azionisti di agire contro la società e i manager per cercare di rafforzare la legge sulle società.

¹¹⁴ In questa prospettiva, la crisi del mercato finanziario statunitense finisce con l'unificare due opposte visioni, l'una che si fa risalire a *Berle e Means* e che vede l'intervento regolatore dello Stato il mezzo migliore per stabilire un equilibrio tra proprietà e controllo in grado di tutelare gli investitori nella società ad azionariato diffuso; l'altra sviluppata da *Manne, Easterbrook e Fischel*, che vede nel mercato dei capitali, o meglio in un mercato perfettamente efficiente, una forza che da sola è capace di proteggere gli interessi degli investitori, indirizzando l'allocatione e la gestione delle risorse sociali verso l'efficienza e verso la creazione di valore per gli azionisti.

l'insorgenza di questi scandali¹¹⁵, che sul piano normativo si sostanziò in una legge federale, il Sarbanes-Oxley Act¹¹⁶: un giro di riforme che ha attirato l'attenzione di tutto il mondo. L'impatto transfrontaliero del Sarbanes-Oxley Act è stato causato dall'estensione della portata della normativa statunitense al di là del territorio nazionale, a causa delle società estere quotate negli USA e delle società statunitensi con attività estere. In questo modo gli altri mercati del mondo hanno subito indirettamente le riforme e hanno preso in considerazione l'esempio degli Stati Uniti come un modo per migliorare gli standard di corporate governance rafforzando il mercato dei capitali¹¹⁷. Le innovazioni legislative introdotte testimoniano, in realtà, come le istanze di riforma attuali sono per un rafforzamento della disciplina attuale piuttosto che per un capovolgimento della stessa. L'intervento normativo si inserisce, infatti, armoniosamente nella filosofia di regolamentazione dei mercati finanziari che

¹¹⁵ Mentre negli Stati Uniti appare netto e deciso l'orientamento del legislatore a voler fornire e stimolare la trasparenza dell'operare societario, da intendersi come veridicità dell'informazione offerta al mercato, in Europa il confronto tra i vari ordinamenti mostra una decisa frammentazione di intenti e di interventi, tesi a disciplinare ora l'informazione, ora i sistemi di amministrazione, ora gli assetti di controllo e proprietà delle S.p.A. Tutto questo spiega il motivo per cui, negli Stati Uniti l'intervento riformatore è ormai divenuto un dato legislativo compiuto, mentre in Europa buona parte delle discussioni sta ancora seguendo il proprio percorso parlamentare, oppure è ancora allo stadio di opinioni autorevolmente espresse in fase di acceso confronto tra le varie parti interessate.

¹¹⁶ Il Sarbanes-Oxley Act è stato promulgato il 30 Luglio 2002 dal Congresso che ha recepito e integrato le iniziali proposte del Presidente Bush contenute nel cosiddetto Ten-Point-Plan. Rappresenta la combinazione di due differenti progetti di legge: the *Oxley bill*, elaborato dal repubblicano Micheal Oxley, e the *Serbanes bill* del democratico Paul S. Sarbanes.

¹¹⁷ Esiste un dibattito vivo sul ruolo appropriato che la riforma ha nelle leggi e nei regolamenti. In particolare, *Ira Millstein* nel suo saggio analizza il dibattito in un contesto più ampio per gli Stati Uniti prendendo in considerazione *i diritti degli azionisti*, non contemplati nel Sarbanes-Oxley Act: gli azionisti negli Stati Uniti hanno interessi più deboli rispetto agli azionisti di altri paesi. Negli Stati Uniti, secondo il diritto del Delaware, gli azionisti possono votare solo per approvare i registri proposti per le elezioni e non hanno diritto di convocare le assemblee. *Ira Millstein*, dopo aver attinto esperienza come consulente aziendale per molte importanti aziende americane, commenta che il governo societario negli Stati Uniti dovrà evolversi per dare agli azionisti maggiori diritti: questo è un messaggio importante per i mercati esteri, visto come modo migliore per imparare dai recenti sviluppi avuti negli Stati Uniti.

permea la legislazione americana sin dagli anni '30¹¹⁸. Si tendono a rafforzare i diritti degli azionisti¹¹⁹ e i poteri dei fondi¹²⁰ e delle autorità di borsa¹²¹; ad aumentare l'accuratezza del controllo contabile tramite un nuovo Board che monitori la contabilità (Accounting Oversight Board); a ripensare il ruolo del C.d.A. e dei singoli amministratori aumentando la responsabilità in capo a questi¹²².

Insieme al Sarbanes-Oxley Act, sono state emanate numerose disposizioni regolamentari da parte della Securities and Exchange Commission (SEC), del New York Stock Exchange (NYSE), e della National Association of Securities Dealers (NASD).

È possibile esaminare la riforma societaria nel complesso raggruppandola per categorie: informativa contabile; governo societario e

¹¹⁸ Perno e fondamento centrale della regolamentazione rimane la *full disclosure*, ovvero la piena trasparenza del comportamento degli operatori del mercato atta a consentire agli investitori di assumere decisioni consapevoli di investimento e di disinvestimento, come nel Securities Act del 1933 e nel Securities and Exchange Act del 1934.

¹¹⁹ In questo principio si colloca il principio di elaborazione giurisprudenziale della democrazia degli azionisti per lo più sconosciuto ai sistemi europei. La *Shareholder Democracy* consente alle Corti di estendere i poteri di intervento degli azionisti al di là di quelli espressamente riconosciuti dalla legge e di limitare il raggio di azione degli amministratori quando sia volto a bloccare l'intervento degli azionisti dissenzienti. Questi ultimi agiscono grazie al *Right of expression*, ovvero grazie al generale potere di espressione degli azionisti, il quale non è vincolante per gli amministratori, trattandosi di raccomandazioni, ma l'eventuale divergenza di pensiero degli amministratori deve essere motivata.

¹²⁰ A tal proposito, esistono regole di accordo con le banche di investimento che si sviluppano in due diversi tipi di attività, in quanto esse possono sia investire nella società che fornire servizi ai consumatori. La legge proibisce che queste attività rientrino nell'accordo contemporaneamente a causa di conflitti di interesse. In pratica, si è innalzato una sorta di muro tra le due attività, il cosiddetto *Chinese Wall*.

¹²¹ Secondo Ira Millstein la legge e le regolamentazioni sono complementari all'azione del mercato e non possono sostituirsi ad esso.

¹²² Inizialmente il sistema prevedeva solo sanzioni civili e non anche *sanzioni penali*. Attualmente sono invece previste anche sanzioni penali per gli amministratori, anche se non sempre facilmente applicabili perché hanno priorità diverse rispetto alla legge delle società e per essere risolte giudizialmente le frodi finanziarie richiedono più tempo. Si tratta di una scelta effettuata per ragioni politiche piuttosto che giuridiche, dettata dall'esigenza di rendere evidente al pubblico, che aveva visto bruciare i propri risparmi, l'intervento punitivo dello Stato a danno dei responsabili della grave crisi del 2001-2002.

disciplina del rapporto di amministrazione; intermediari reputazionali e consulenti legali. Analizziamoli singolarmente.

Informativa contabile - La crisi dei mercati finanziari statunitensi nasce innanzitutto come crisi della correttezza e trasparenza dell'informazione contabile: il fallimento di Enron è prima di tutto la conseguenza di operazioni finanziarie e societarie che hanno portato alla falsificazione delle reali condizioni patrimoniali e finanziarie e del risultato economico della società¹²³. Non vi sono nel Sarbenes-Oxley Act disposizioni relative ai criteri di redazione del bilancio, se non con un generico mandato conferito alla SEC di studiare l'opportunità di transitare dal sistema attuale di criteri "rule-based" (U.S. GAPP¹²⁴), ad un sistema "principle-based", caratterizzato dalla presenza di clausole generali sugli obiettivi e sul contenuto del bilancio. In merito, il legislatore federale interviene su:

- *Revisione contabile*¹²⁵, accusata di non essere stata in grado di rilevare le irregolarità contabili¹²⁶ e di aver in alcuni casi contribuito alla

¹²³ Stiamo parlando di un problema che era stato già annunciato nel 1998 quando l'allora presidente della SEC *Arthur Levitt* nel discorso "*The Numbers Game*", aveva messo in luce il diffondersi di pratiche contabili irregolari, definite *earnings management*, ed aveva posto l'accento sui rischi che tali pratiche potevano comportare per la stabilità e la crescita del mercato statunitense. A seguito di questo intervento ci fu un primo tentativo di riforma che però non è valso ad evitare la progressiva erosione della qualità dell'informazione contabile, testimoniata dal fatto che il numero di *earnings restatements*, ovvero correzioni di bilanci già pubblicati, è salito da una media annuale di 49 nel periodo 1990-1997, a 91 nel 1998, a 150 e 156 rispettivamente nel 1999 e nel 2000, ed infine a 270 nel 2001. CACCHI PESSANI S., *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in "Giurisprudenza Commerciale", Vol. 30, Fascicolo 6, 2003, Parte I, p. 748-749.

¹²⁴ Gli U.S. GAPP sono regole dettagliate intorno alle quali negli anni si è venuto a formare un vasto gruppo di complesse eccezioni, cercando di adattare regole rigide alla realtà economica. Gli scandali che hanno colpito il mercato finanziario statunitense hanno spinto diversi osservatori a considerarli inadeguati, a causa della loro rigida struttura, a cogliere tempestivamente le innovative operazioni finanziarie elaborate nella prassi degli affari; e colpevoli di aver diffuso l'idea burocratica dei criteri di redazione del bilancio con automatica loro applicazione meccanica.

¹²⁵ I revisori contabili rientrano nell'ampia categoria di *intermediari reputazionali*, che professionalmente analizzano per conto del mercato informazioni relative alle società e quindi

violazione degli U.S. GAPP. Il legislatore federale è intervenuto in materia con l'istituzione di un'autorità di vigilanza autonoma sulle società di revisione, il *Public Accounting Oversight Board*¹²⁷, e con il divieto¹²⁸, per le società di revisione iscritte nell'albo tenuto dall'autorità di vigilanza, di prestare servizi di consulenza¹²⁹ incompatibili con l'indipendenza¹³⁰.

sono punti di riferimento del mercato che ripone fiducia in questi. È per questo ultimo motivo che sono anche riconosciuti come “*guardiani*” del mercato (*gatekeepers* nell'espressione inglese).

¹²⁶ Le ragioni per spiegare l'incompetenza riscontrata nelle società di revisione nello svolgere i controlli esterni risiede:

- nella *scarsa incisività del sistema di regolamentazione e disciplina della loro attività*, rimesso ad un insieme di organi non soggetti alla potestà regolamentare della SEC, tra cui il Public Oversight Board, espressione dell'American Institute of Certified Public Accountants;
- nei limiti riscontrati *nell'indipendenza e nell'autonomia di giudizio* delle società di revisione, a causa della prestazione dei servizi di consulenza, accessori alla certificazione dei bilanci vera e propria, forniti alle società clienti;
- nella *struttura interna delle società di revisione*, che lega la remunerazione e la posizione delle persone che vi lavorano ad un gruppo ristretto di clienti, inducendo a comportamenti opportunistici contrari all'interesse dell'organizzazione nel complesso e alla conservazione della reputazione.

¹²⁷ Il titolo I del *Sarbanes-Oxley Act* stabilisce che l'organo in questione deve essere composto di 5 membri scelti dalla SEC, di cui non più di 2 iscritti all'albo dei revisori contabili. Ha il potere di dettare regole relative allo svolgimento dell'attività di revisione, alla deontologia professionale e alla redazione delle relazioni di certificazione, nonché poteri ispettivi e sanzionatori.

¹²⁸ Nella *Sezione 10A del Securities and Exchange Act* troviamo l'elenco dei servizi di consulenza vietati:

- ✓ Tenuta dei libri contabili e dei libri sociali obbligatori;
- ✓ Progettazione e implementazione dei sistemi informativi di audit;
- ✓ Svolgimento di attività di valutazione dei beni o complessi aziendali, come perizie e pareri di congruità;
- ✓ Prestazione di servizi attuariali;
- ✓ Svolgimento in outsourcing della funzione di controllo interno;
- ✓ Prestazione di servizi legati all'amministrazione di risorse umane, quali la ricerca e selezione del personale, consulenza sulla retribuzione e piani di incentivazione;
- ✓ Prestazione di servizi di intermediazione finanziaria o investment banking;
- ✓ Consulenza legale.

Il *Sarbanes-Oxley Act*, inoltre, incarica esclusivamente il comitato di controllo interno per il conferimento d'incarichi di consulenza diversi da quelli vietati.

¹²⁹ Sulla prestazione dei servizi di consulenza era già intervenuta nel corso del 2000 la SEC, con la prima riforma, stabilendo che:

1. non poteva essere qualificata come indipendente una società di revisione che prestava determinati tipi di servizi di consulenza a favore di emittenti di cui certificasse anche i bilanci;

- *Informazione di bilancio e societaria*: il Sarbanes-Oxley Act non interviene direttamente sui criteri di redazione del bilancio, ma detta disposizioni relative alla rappresentazione delle “*off-balance sheet transactions*”¹³¹, e al contenuto delle *comunicazioni* che gli emittenti fanno al pubblico. Le prime disposizioni riguardano operazioni di varia natura realizzate attraverso società veicolo, non soggette a consolidamento, impiegate per spostare fuori bilancio attività e rischi dell’impresa¹³². Si tratta di operazioni che possono incidere sul corretto funzionamento delle dinamiche interne ad una società, comportando la falsificazione della corretta e veritiera rappresentazione delle condizioni patrimoniali, finanziarie ed economiche¹³³. La logica a cui si è ispirata

-
2. doveva essere imposto alle società con azioni quotate di indicare, in occasione della pubblicazione del bilancio annuale, il rapporto tra compensi audit e non-audit corrisposti alla società di revisione;
 3. doveva essere previsto che il comitato di controllo interno, nella sua relazione annuale, dichiarasse la sua considerazione della compatibilità dei servizi di consulenza prestati con l’indipendenza della società di revisione.

¹³⁰ Oltre alle norme relative alla prestazione di servizi di consulenza, il Sarbanes-Oxley Act istituisce altre disposizioni che completano le prime, come ad esempio la *rotazione obbligatoria ogni 5 anni del socio* della società di revisione incaricata alla revisione contabile, quindi non di tutta la società, e il *divieto di assumere incarichi di revisione contabile per un emittente il cui amministratore delegato, direttore generale, finanziario o amministrativo* siano stati alle dipendenze della società di revisione partecipando al controllo dei bilanci dell’anno precedente.

¹³¹ Si tratta di *operazioni fuori bilancio* che vanno inserite nella sezione di management discussion & analysis del bilancio.

¹³² Sembrerebbe che queste operazioni rappresentino un disvalore ma in realtà possono rappresentare un legittimo strumento per perseguire l’interesse sociale. Esempio tipico è rappresentato dalle operazioni di *cartolarizzazione dei crediti*, che consentono ad una società di liquidare, tramite la cessione ad una società veicolo, un insieme di posizioni creditorie trasferendole fuori dal proprio bilancio. CACCHI PESSANI S., *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron*, in “Giurisprudenza Commerciale”, Vol. 30, Fascicolo 6, 2003, Parte I, p. 755-756.

¹³³ Sotto questo profilo, è emblematico il caso Enron: si è stimato che il 96% degli utili e buona parte dei flussi di cassa di attività operative dichiarate dalla società nell’esercizio 2000 derivassero in realtà da operazioni fuori bilancio, che non avevano nessun’altra finalità che quella di migliorare l’aspetto dei conti e di portarli in linea con le aspettative delle agenzie di rating. Senza il ricorso a queste operazioni, infatti, l’indebitamento consolidato di Enron al 31 Dicembre 2000 sarebbe stato pari a 22,1 miliardi di dollari contro i 10,8 miliardi riportati. CACCHI PESSANI S., *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari*

la Sec è la separata discussione e valutazione accurata delle operazioni fuori bilancio che dovrebbe far emergere la loro rilevanza, specialmente laddove esse siano contabilizzate all'interno di voci più ampie, incentrandosi su natura e struttura della società veicolo e degli accordi ad essa relativi, sulla rilevanza della transazione rispetto alla liquidità, al patrimonio netto e al rischio creditizio, sull'impatto finanziario dell'operazione tenendo conto dei rischi che ne derivano, e sugli eventi che possono incidere sui benefici attesi. L'altra disposizione mette, invece, in evidenza la prassi di usare, nelle comunicazioni al pubblico dei risultati di periodo, i dati reddituali estrapolati dal conto economico che non coincidono con l'utile di esercizio¹³⁴, ma ritenuti più idonei ad esprimere le condizioni della società. Il problema sta nella scelta, totalmente discrezionale, delle voci da considerare poco significative, che ha creato comportamenti opportunistici da parte degli amministratori¹³⁵. Le criticità legate all'uso di indicatori reddituali pro-forma hanno indotto la SEC ad intervenire già dal 2001 con un *cautionary advice* rivolto agli investitori e con *azioni giudiziarie* contro

reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron, in "Giurisprudenza Commerciale", Vol. 30, Fascicolo 6, 2003, Parte I, p. 756.

¹³⁴ Ci riferiamo, ad esempio, all'*EBITDA* (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization) o al *Risultato ordinario* (Reddito Operativo-RO), che evidenziano il risultato economico al netto di determinate poste del conto economico, ritenute non significative per una corretta comprensione del valore aziendale.

¹³⁵ Caso emblematico è il *bilancio del 2001 della IBM* che mostrava un utile per azioni di poco superiore alle aspettative del mercato. Un articolo del N.Y. Times, pochi giorni dopo l'annuncio del bilancio, evidenziò che in realtà l'IBM aveva contabilizzato come ricavi ordinari nella voce *selling, general and administrative expenses*, e non come straordinari, circa 300 milioni di dollari derivanti dalla cessione di una partecipazione in società controllata, suggerendo un fasullo miglioramento stabile nell'efficienza gestionale e amministrativa. Nei due giorni successivi all'articolo, il titolo IBM perse infatti circa l'8%.

gli emittenti¹³⁶. Il Sarbanes-Oxley Act ha poi demandato alla stessa SEC il compito di dettare regole che assicurino l'assenza di omissioni di informazioni atte a rendere fuorvianti i dati stessi.

Governo societario e disciplina del rapporto di amministrazione - La seconda categoria da prendere in esame per capire la riforma societaria riguarda il governo societario e la disciplina del rapporto di amministrazione.

Nel corso degli ultimi decenni si è rivoluzionato il ruolo riconosciuto al Consiglio di Amministrazione nelle società quotate e si è data sempre maggiore importanza al ruolo svolto dagli *amministratori indipendenti* e da una serie di *comitati interni*, in particolar modo dal comitato di controllo interno. In tema di amministratori indipendenti, il NYSE¹³⁷ e il NASD hanno imposto alle società quotate di dotarsi di un C.d.A. composto in maggioranza da indipendenti, salvo siano controllate di diritto da un azionista o da un gruppo di azionisti legati da un accordo parasociale; in più, hanno imposto l'obbligo di istituire riunioni di solo indipendenti a scadenze regolari. Per quanto riguarda il tema sul comitato di controllo interno, bisogna innanzitutto tenere presente che questo storicamente ha sempre assunto un ruolo portante nella corporate

¹³⁶ Ad esempio, un'azione giudiziaria è stata intrapresa contro *Trump Hotels and Casino Resorts* che, nel comunicare i risultati del terzo trimestre dell'esercizio 1999, aveva escluso una svalutazione straordinaria di 81 milioni di dollari ed incluso un ricavo di 12 milioni di dollari, riportando un utile in linea con le previsioni degli analisti finanziari.

¹³⁷ In base alle proposte del NYSE, sono indipendenti gli amministratori che, nei 5 anni precedenti l'assunzione della carica, non siano stati:

- dipendenti della società;
- dipendenti o collaboratori di una società di revisione che abbia certificato i bilanci precedenti;
- dipendenti di una società il cui amministratore sia parte del comitato per la remunerazione.

È necessaria, inoltre, per far sì che l'amministratore sia indipendente, una delibera del C.d.A. attestante l'inesistenza di questioni material relationships tra la società e l'amministratore.

governance americana, sostituendosi al nostro Collegio Sindacale come organo interno al Consiglio. Data l'importanza di questo tema, già nel 1998 si era avviata una prima revisione per promuovere trasparenza e correttezza valorizzando il ruolo del comitato, definendo meglio i compiti nella redazione del bilancio in rapporto con i revisori, e fissando regole stringenti in merito all'indipendenza. Dopo la crisi, il Sarbanes-Oxley Act ha meglio definito alcune competenze del comitato riconoscendogli l'esclusivo potere di nominare e revocare la società di revisione¹³⁸ e di autorizzare la stessa all'accettazione di incarichi di consulenza diversi da quelli totalmente vietati. Per l'ammissione alla quotazione è stato istituito l'obbligo della presenza di un comitato per il controllo interno completamente composto da amministratori indipendenti¹³⁹, dotato di fondi sufficienti e avente il potere di nominare direttamente consulenti esterni che lo assistano.

In merito alla disciplina del *rapporto di amministrazione*, il Sarbanes-Oxley Act contiene disposizioni specifiche, che non fanno parte di un disegno riformatore unitario, in quanto rappresentano risposte a specifici comportamenti abusivi degli amministratori. Una delle disposizioni specifiche è rubricata sotto la voce "*conflitto di interessi*" e vieta la concessione di

¹³⁸ La *Sezione 204 del Sarbanes-Oxley Act* impone alle società di revisione di riferire tempestivamente al comitato di controllo interno:

- gli aspetti più delicati delle pratiche contabili adottate dall'emittente;
- le possibili alternative consentite dagli U.S. GAPP prese in considerazione;
- ogni comunicazione scritta significativa intervenuta col management.

La sezione in esame chiede inoltre agli amministratori esecutivi di attestare annualmente, con la redazione del bilancio, l'adeguatezza del sistema del controllo interno e dei flussi informativi contabili interni alla società.

¹³⁹ La *Sezione 301 del Sarbanes-Oxley Act* qualifica come indipendente l'amministratore che:

- ✓ non abbia ricevuto a qualunque titolo compensi dell'emittente diversi da quelli stabiliti dalla carica;
- ✓ non debba essere affiliato dell'emittente o della controllata.

finanziamenti agli amministratori¹⁴⁰ da parte di società che non sono bancarie¹⁴¹ per evitare che questi diventino essi stessi debitori sociali entrando in tal modo in conflitto con la gestione nell'interesse sociale¹⁴². L'altra disposizione da prendere in considerazione il tema della *partecipazione degli amministratori e dei dirigenti al capitale azionario* della società. Innanzitutto, bisogna tenere in considerazione che la partecipazione avviene tramite concessione di *stock option*¹⁴³, funzionali all'allineamento degli interessi di gestione e di proprietà ma, che possono essere incentivo alla sopravvalutazione dei corsi azionari e al perseguimento di pratiche di earnings management¹⁴⁴. Da non sottovalutare è la relazione tra i piani di stock option dati agli amministratori e quelli dati ai dipendenti, in quanto bisogna sempre garantire correttezza e uguaglianza nelle modalità di attuazione¹⁴⁵. È stata così stabilito,

¹⁴⁰ I finanziamenti agli amministratori erano strutturati in modo da condizionare il raggiungimento di determinati obiettivi aziendali, migliorando, ad esempio, le condizioni per il prestito. Venivano utilizzati come forma di remunerazione alternativa alle stock option.

¹⁴¹ È possibile la concessione di finanziamenti da parte di società bancarie, americane e non straniere, che partecipano al sistema federale di assicurazione dei depositi, il cosiddetto *insured depositary institution*, nei limiti di quanto stabilito dal Federal Reserve Act.

¹⁴² Tra gli esempi di aziende in cui vi è stato abuso da parte degli amministratori ricordiamo:

- *Enron*, che ha concesso all'amministratore delegato e al presidente finanziamenti complessivi per 70 milioni di dollari, rimborsati poi con cessione di azioni proprie della società sottoscritte in esecuzione di piani di stock option;
- *WorldCom*, che ha concesso finanziamenti per 360 milioni di dollari;
- *Tyco*, il cui amministratore delegato si è appropriato per fini personali di diverse centinaia di milioni di dollari.

¹⁴³ La diffusione delle stock option ha subito negli ultimi decenni un incremento significativo nel mercato statunitense in quanto possono assumere, come ogni tipo di remunerazione variabile, un rilievo importante nel controllo sociale. Alla fine del decennio passato le azioni sottoscritte dal management in esecuzione a piani di stock option erano in media circa il 15% del capitale sociale, contro il 5% all'inizio degli anni '90; e il valore aggregato dei diritti di opzione delle prime 2.000 società americane era pari a circa 162 miliardi di dollari agli inizi del 2000, contro i 50 milioni di dollari del 1997.

¹⁴⁴ Per scoraggiare pratiche contabili abusive, la *Sezione 306 del Sarbanes-Oxley Act* dispone che, nel caso in cui si dovesse ripubblicare un bilancio per correggere le violazioni fatte dagli amministratori nella redazione, il CEO e CFO devono restituire alla società ogni forma di bonus ottenuta e ogni profitto realizzato nella vendita di azioni dell'emittente, nei 12 mesi successivi la pubblicazione.

¹⁴⁵ La vicenda che ha messo in risalto il problema in questione riguarda il *management di Enron*. La società aveva concesso un piano di integrazione previdenziale a favore dei propri dipendenti, nel quale era prevista una clausola, comune nella prassi, secondo cui il piano non

nella *Sezione 402*, che gli amministratori non possono vendere o acquistare titoli azionari¹⁴⁶ quando più della metà dei dipendenti aderenti ad un piano azionario, anche previdenziale, non può operare. L'acquisto e la vendita di azioni sociali da parte del management è un segnale molto importante per il mercato. A tal proposito, il Serbanes-Oxley Act¹⁴⁷ prevede che bisogna comunicare alla SEC le operazioni su azioni effettuate da management o azionisti di riferimento¹⁴⁸ entro la fine del Secondo giorno lavorativo successivo.

Intermediari reputazionali e consulenti legali – Per concludere il discorso in merito alla comprensione della riforma societaria, messa in atto dopo gli ultimi accadimenti, è opportuno mettere in evidenza come essa abbia disciplinato, oltre i revisori, altre figure professionali che analizzano il funzionamento del mercato. Stiamo parlando di analisti finanziari, agenzie di rating e consulenti legali.

La presenza di *analisti finanziari*¹⁴⁹, indipendenti e competenti, è elemento di particolare importanza per il mercato azionario, in quanto le loro

poteva operare in caso di situazioni che minavano il regolare andamento delle negoziazioni (*black-out period*). Dopo il fallimento si è scoperto che, a seguito dell'annuncio delle prime irregolarità contabili, mentre per i dipendenti scattò il periodo di black-out, alcuni membri del management cedevano azioni sul mercato realizzando elevate plusvalenze.

¹⁴⁶ Ogni violazione della norma comporta la restituzione del profitto illecitamente realizzato.

¹⁴⁷ Precedentemente, il Securities and Exchange Act del 1934, nella *Sezione 16*, prevedeva che la comunicazione doveva avvenire entro il *decimo giorno del mese successivo all'operazione*.

¹⁴⁸ Coloro che posseggono una partecipazione al capitale superiore del 10%.

¹⁴⁹ Si dividono in tre categorie:

1. *Sell-side*, che lavorano alle dipendenze di intermediari finanziari. Le loro raccomandazioni sono diffuse al pubblico e riguardano acquisto-vendita o mantenimento del possesso dei titoli azionari;
2. *Buy-side*, che lavorano alle dipendenze di investitori istituzionali e le cui raccomandazioni sono indirizzate solo all'interno dell'organizzazione in cui lavorano;
3. *Indipendenti*, offrono i propri studi agli investitori che ne facciano richiesta, dietro pagamento di un corrispettivo.

raccomandazioni dovrebbero indirizzare le scelte degli investitori verso le società che hanno maggior valore. La categoria di analisti finanziari che nel tempo ha creato maggiori problemi è stata quella di SELL-SIDE, a causa della sproporzione esponenziale, degli anni Novanta¹⁵⁰, tra raccomandazioni di acquisto e di vendita, solo in parte giustificata dalla tendenza fisiologica degli analisti a pubblicare studi su società che ritengono un buon investimento. Con lo scoppio della bolla speculativa dell'era di internet¹⁵¹, una serie di indagini giudiziarie e di inchieste parlamentari hanno iniziato a puntare il dito sul conflitto di interessi che si creava per gli analisti sell-side a causa del legame tra attività di analisi ed attività di investment banking, in quanto si creava un rapporto di dipendenza tra gli analisti e gli intermediari, mettendo gravemente in pericolo l'autonomia di giudizio¹⁵². Così a partire dai primi mesi del 2002 con l'avvio di un'indagine della Sec sulle pratiche di mercato degli analisti¹⁵³ e, successivamente, con l'intervento del Sarbanes-Oxley Act,¹⁵⁴ è stata avviata

¹⁵⁰ Il rapporto tra le raccomandazioni di acquisto e vendita è salito da 6 a 1, nel 1991, a 100 a 1, nel 2000.

¹⁵¹ Esempio di scorretta analisi finanziaria si ha ancora una volta analizzando il caso *Enron*. Alla fine di Ottobre 2001, dopo l'apertura di indagini della Sec e con il titolo sceso a 13,40 dollari dagli oltre 80 di Gennaio, 10 dei 15 analisti di Wall Street, che seguivano Enron, mantenevano il proprio rating positivo. Alla fine di Novembre, quando le obbligazioni di Enron venivano declassate a junk bonds e la fusione con la concorrente Dynegy saltava per la scoperta di 4 miliardi di dollari immediatamente esigibili, v'erano ancora 4 analisti che raccomandavano di acquistare azioni Enron. Quando, finalmente, nel Dicembre 2001 Enron dichiarò il fallimento, solo 2 analisti si erano nel frattempo premuniti di consigliare agli investitori di vendere i titoli.

¹⁵² Le raccomandazioni degli analisti finanziari potevano avere ripercussioni negative sul rapporto d'affari del datore di lavoro, ovvero dell'intermediario finanziario, nei confronti della società cliente.

¹⁵³ L'indagine della Sec ha portato all'adozione da parte di questa della *Rule AC* che impone agli analisti di indicare nei loro studi:

- ✓ L'esistenza di conflitti in grado di incidere sulla propria autonomia di giudizio;
- ✓ Se il compenso dipende in qualche misura da raccomandazioni da loro espresse.

¹⁵⁴ Il Sarbanes-Oxley Act ha demandato alla Sec e agli organismi di gestione del mercato il compito di emanare regole specifiche in merito al conflitto di interessi, quali la composizione del comitato per la remunerazione, la costituzione del chinese wall tra le attività e la limitazione di pubblicazioni di raccomandazioni da parte di intermediari che hanno contribuito alla quotazione del titolo.

una revisione delle regole da parte del NYSE e del NASD ancora oggi in atto¹⁵⁵.

Un'altra categoria di professionisti oggetto di attenzione da parte del legislatore federale sono le *agenzie di rating*, con un intervento di riforma che si è limitato a demandare alla Sec il compito di studiare ulteriormente il loro ruolo¹⁵⁶.

Infine, da non dimenticare è il coinvolgimento dei *consulenti legali* – *law firms* nella creazione di operazioni fuori bilancio che ne hanno consentito la falsificazione nell'informativa finanziaria, patrimoniale ed economica. Il Sarbanes-Oxley Act, a tal proposito, ha inserito nella legge federale la regola per cui l'avvocato che svolge attività professionale a favore di una società, è obbligato a riferire all'interno dell'organizzazione ogni eventuale violazione di disciplina dei mercati finanziari o dei doveri fiduciari, da parte di amministratori o dipendenti, di cui viene a conoscenza¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Tra le proposte recenti troviamo:

- Il divieto di legare il compenso dell'analista con il contributo dato dall'operazione di investment banking;
- Il divieto di partecipare a riunioni di clienti che siano interessati alla pubblicazione dei titoli;
- Il divieto di rendere noti prima della pubblicazione il contenuto delle raccomandazioni e il price target dato ai titoli.

¹⁵⁶ Il *rapporto pubblicato dalla Commissione per gli Affari Governativi del Senato* ha criticato la scarsa incisività delle analisi condotte da parte delle agenzie di rating per il caso Enron, ma non ha evidenziato una crisi diffusa in tutto il sistema, anzi ha sottolineato come le valutazioni espresse dalle tre principali agenzie di rating, Moody's, Standard & Poor e Fitch's, si siano rilevate affidabili in passato. Secondo il rapporto due sono le circostanze che incidono negativamente su indipendenza e autonomia di giudizio:

1. Le commissioni per l'opera prestata che le agenzie ricevono direttamente dall'emittente;
2. La rilevanza assunta dai servizi accessori di credit assessment, ossia la valutazione preliminare condotta sugli effetti del rating sulle future operazioni straordinarie.

¹⁵⁷ Si tratta di una regola già contenuta nei codici di deontologia degli ordini professionali di alcuni Stati, tra cui New York.

Per concludere il discorso in merito alle riforme effettuate in seguito alle crisi del mercato, non bisogna dimenticare la riforma *Dodd-Frank Act del 2010*, conseguenza della crisi finanziaria che nel 2007 ha avuto inizio con il caso Lehman Brothers. Si tratta di una riforma, proposta dal Presidente Obama nel Giugno 2009, che ha rivoluzionato radicalmente l'intero sistema di regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti, in merito alla trasparenza dei contratti derivati e alla protezione dei consumatori¹⁵⁸.

1.6. Il dibattito sul futuro della public company

Per chiudere la mia analisi sul capitalismo manageriale statunitense riporto un dibattito iniziato con *Jensen nel 1989* in merito all'efficacia dell'istituto della public company. L'autore affermava che i fenomeni che hanno caratterizzato il decennio 1979 – 1988 sarebbero stati d'impulso per la nascita di nuovi modelli organizzativi, caratterizzati dalla presenza di investitori istituzionali pronti ad intervenire attivamente nella gestione e nelle scelte di lungo termine, ravvicinando gli interessi di coloro che sopportano i rischi e coloro che governano l'impresa. Ciò non significa che non vi sia futuro per le public company, ma che questo istituto sarà presente nei settori¹⁵⁹ in cui

¹⁵⁸ Le principali implicazioni del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Luglio 2010)* riguardano:

- L'organizzazione e i poteri dei regulators sul mercato dei derivati e sul sistema bancario, con l'introduzione della vigilanza sui rischi sistemici, il consolidamento delle authority sulle banche e la creazione di una nuova agenzia federale incaricata di predisporre regole per la protezione dei consumatori di prodotti finanziari;
- La possibilità per i regulators di imporre restrizioni alle maggiori imprese finanziarie in difficoltà, e l'introduzione di strumenti mediante i quali il governo possa procedere alla loro eventuale liquidazione senza provocare ripercussioni sui risparmiatori;
- Il sistema di rating, col rafforzamento degli specifici poteri della Sec, e la costituzione di un apposito Office indipendente all'interno della Commissione.

¹⁵⁹ Ci riferiamo a settori quali quello dell'elettronica, delle biotecnologie e dei prodotti farmaceutici.

sia necessario garantire risorse per la crescita, dato che le opportunità di investimento eccedono il flusso di cassa generato internamente.

2. L'IMPORTANZA DEL SISTEMA GIURIDICO NEI CAMBIAMENTI DELLA GOVERNANCE CANADESE

Nell'analizzare le prospettive del Nord America non posso sorvolare la corporate governance canadese. Il sistema canadese può essere definito come *blockholder-based*, ovvero un *insider system*, in cui le imprese sono controllate da un azionista di maggioranza¹⁶⁰ che orienta le scelte strategiche e seleziona il management. Tuttavia, con la stipulazione di accordi di libero scambio e di cooperazione economica, come il *Nafta nel 1994*, si è avuto l'avvicinamento tra il sistema canadese e quello americano, anche se elemento tipico delle imprese nel Canada, anche se quotate, resta comunque l'elevata concentrazione proprietaria, favorita dalla frequente presenza di gruppi piramidali; dall'imposizione di limiti massimi in merito alla titolarità delle azioni da parte degli investitori esteri nei settori quali telecomunicazioni, radiodiffusione, stampa e trasporti; dalla presenza sul mercato di due categorie di azioni, una con pieni diritti di partecipazione e l'altra con diritti patrimoniali privilegiati ma priva di diritto di voto¹⁶¹.

¹⁶⁰ Tramite una ricerca condotta su 244 aziende quotate canadesi si è scoperto che il 76% presenta un azionista dominante che detiene, direttamente o indirettamente, almeno il 5% dei diritti di voto. Inoltre, nell'ambito di queste aziende è stato rilevato che nel 69% dei casi la proprietà è detenuta da una famiglia.

¹⁶¹ Le condizioni citate in merito alle imprese canadesi fanno sì che queste possano reperire risorse dal mercato senza che l'azionista di riferimento rinunci al potere di assumere le decisioni e di nominare l'organo amministrativo. Le imprese possono, in tal modo, accedere al mercato di borsa pur presentando piccole dimensioni, ostacolo alla frammentazione della proprietà.

In sostanza, le imprese in Canada e negli Stati Uniti presentano sostanziali differenze dal punto di vista della struttura proprietaria e assetti di controllo, che portano a qualificare il sistema canadese come insider e non outsider. Le imprese di entrambi i Paesi, però, adottano lo stesso modello di corporate governance, ovvero quello monistico; in più, con la crescente apertura dei mercati finanziari, il sistema canadese si sta convergendo sempre più a quello statunitense, soprattutto al fine di preparare le imprese alla doppia quotazione, una alla borsa di Toronto e l'altra a quella di New York, favorita principalmente, proprio, dal sistema monistico e dalla presenza di norme che disciplinano l'indipendenza degli amministratori.

In merito al *sistema monistico*¹⁶², l'assemblea nomina l'organo amministrativo, che a sua volta nomina il Presidente, garante del corretto svolgimento dell'attività di gestione nell'interesse di tutti gli stakeholder, e il Chief Executive Officer, vertice della struttura organizzativa e responsabile della gestione corrente. Anche in Canada, come in America, deve essere garantita l'autonomia di giudizio dello Chairman, tutelando la separazione tra questa carica e quella del CEO. Le società che vogliono quotarsi devono quindi garantire la presenza di un Lead Independent Director, responsabile del corretto funzionamento del C.d.A. e rappresentante esterno della società, nel caso in cui i due ruoli si sovrapponevano.

¹⁶² La normativa di riferimento per le imprese canadesi è il *Canada Business Corporations Act*, emanato nel 1985 e successivamente corretto dal *Market Regulation Services*, un'istituzione indipendente alla quale molte autorità del mercato riconoscono il potere di emanare regolamenti.

Punto di debolezza del sistema canadese è la presenza di numerosi organismi regolatori, competenti in ambito provinciale o territoriale¹⁶³, che causano frammentarietà legislativa e regolamentare, non sempre ben coordinata, generando sfiducia sul mercato.

2.1. L'ascesa e la caduta della società con proprietà diffusa: l'importanza dell'era coloniale

L'influenza politica e i toni nazionalistici, la cui importanza è accresciuta nel tempo, hanno echi clamorosi nella storia dell'economia canadese. Per molto tempo il Canada è stato una colonia di conquistatori, come Francia e Inghilterra. Molti studi sull'evoluzione dell'economia e delle istituzioni accentuano l'importanza dell'era coloniale nello sviluppo economico e finanziario. Si pone particolarmente in risalto come le origini coloniali canadesi differiscono dagli altri insediamenti europei nel Nord America, in quanto il Canada inizialmente fu solo una colonia di estrazione di risorse e non di vero e proprio insediamento¹⁶⁴. La regolamentazione canadese, sia governativa che economica, ha profondi radici mercantili ereditate dal periodo coloniale: il gruppo familiare sopravvive perché permette di effettuare accordi, evitando transazioni nel danneggiato e imperfetto mercato poco supportato dall'industrializzazione.

Agli inizi del XX secolo, grandi gruppi piramidali, controllati spesso da ricche famiglie, dominavano nel mercato canadese, così come in Europa. Nel

¹⁶³ Attualmente in Canada esistono 13 differenti agenzie provinciali e territoriali.

¹⁶⁴ L'esperimento di mercantilismo del francese Colbert arricchì poche imprese locali, la cui crescita era lenta.

corso dei decenni, con la diffusione del pensiero liberista, vi fu lo sviluppo del mercato dei capitali favorito dalle alte tasse sul reddito ereditato, dalla solidificazione dei diritti degli azionisti, dall'incremento della competizione, e dalla riduzione del ruolo dello Stato: elementi che favorirono la diffusione di imprese aperte al pubblico. La situazione mutò nuovamente, verso la fine del secolo, quando ebbero luogo una serie di mutamenti istituzionali, tra cui un più diffuso sistema finanziario bank-based, un diffuso abbattimento delle tasse sulla proprietà fondiaria, e una restrizione negli investimenti esteri, accompagnati dalla perdita di importanza della proprietà diffusa e dal commisurato aumento della presenza di gruppi piramidali familiari: ci fu nuovamente un incoraggiamento all'intervento statale. La ragione di questo cambiamento, più che all'avvento nel sistema finanziario delle Banche, in realtà, risiede nell'introduzione della tassa sul capital gain accompagnato dalla fine della tassa sulle successioni. In queste circostanze, infatti, i gruppi societari¹⁶⁵ rappresentarono una risposta al debole sistema istituzionale.

In sostanza, la strada mercantilista canadese non è stata mai completamente ereditata, ma è stata mantenuta viva attraverso successioni di élite, che trovano nell'espansione del settore pubblico un terreno fertile. Lo sviluppo delle innovazioni istituzionali ha portato a sussidi, vantaggi fiscali e a varie regolamentazioni, che hanno stimolato un vasto investimento sotto l'influenza politica.

¹⁶⁵ Evidenziamo i *vantaggi* dei gruppi familiari:

- Possono attivarsi discretamente;
- Hanno un orizzonte temporale lungo, quindi la loro influenza sugli investimenti si estende nel tempo.

2.2. Differenze col modello legale di governo americano

Recenti decisioni giudiziarie indicano che il Canada si discosta dalla classica definizione anglo-americana di supremazia degli azionisti. Alcuni studiosi pongono l'accento sull'importanza della presenza di un blockholder di riferimento, altri sull'importanza di un grande Board con proprietà diffusa.

Il *principio canadese 122 del Canada Business Corporations Act* richiede che i manager gestiscono l'attività nel miglior interesse sociale, e non degli azionisti; il diritto di Delaware, applicato negli USA, è più chiaro in quanto specifica che essi hanno doveri nei confronti sia della società che degli azionisti. La differenza diviene rilevante se si pensa che l'interesse sociale in senso ampio non coincide per forza con l'interesse degli azionisti in quanto entrano in gioco altri soggetti, i cosiddetti *stakeholder*¹⁶⁶, che instaurano relazioni di vario tipo con l'azienda, come i dipendenti, clienti, fornitori, creditori, e comunità locale. In linea generale, grazie alla soddisfazione degli interessi degli stakeholder, nel tempo si riesce a massimizzare anche la ricchezza degli azionisti, ma non sempre ciò accade. Le differenze potrebbero diventare acute nel tempo a causa di stress finanziari o di un significativo coinvolgimento degli stakeholder. Nella common law canadese si definiscono principi più aggressivi di identificazione e di protezione degli stakeholder, così come ha stabilito anche la BCE per l'Europa¹⁶⁷. La legislazione canadese pone

¹⁶⁶ [...] 44 per cent of practitioners said directors were obligated to consider stakeholder interests, 40 per cent felt that directors should consider them, and 16 per cent felt directors may consider them. Comments that help to colour in practitioners' answers, as well as other noteworthy ones, are cited below. LIAO C., *A Canadian Model of Corporate Governance*, in "The Dalhousie Law Journal, November 2015, p. 581.

¹⁶⁷ [...] Another practitioner, who previously expressed that "best interests of the corporation" had a significantly different intent and meaning than "best interests of the shareholders", believed the court had simply "repeated the law the way it's always been," and echoed the

in risalto il problema di proteggere gli *azionisti di minoranza*, data la predominante presenza di un azionariato dominante. La Borsa di Toronto, a tal proposito, istituisce norme speciali che richiedono per particolari operazioni l'approvazione della minoranza.

Un problema consta nel fatto che, la normativa aziendale cambia raramente e i legislatori non sono portati ad affrontare questioni societarie: in Canada non vi sono principi di common law sulle società sviluppati come nello Stato di Delaware¹⁶⁸. Sempre maggior peso assumono, in queste circostanze, le *Securities Commission*, autorità di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari, che significativamente invadono la sfera di competenza legislativa e giudiziaria a causa della divulgazione delle imprese con capitale diffuso tra il pubblico. Tra le *istituzioni non regolamentari* che rivestono un ruolo importante nella governance canadese troviamo:

- *Toronto Stock Exchange (TSX)*, in cui sono elencati la maggior parte degli enti pubblici; luogo nel quale avviene il dibattito sulle principali problematiche di governance;
- *Shareholder Advisory Groups*, in particolare *Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)* e *Institutional Shareholder Services Inc. (ISS)*, istituti, anche questi, positivi per la governance data l'assenza di generali guide giuridiche e legislative dettagliate.

sentiment that the decision was one that happened gradually along a broader trend in Canadian corporate governance history. LIAO C., *A Canadian Model of Corporate Governance*, in "The Dalhousie Law Journal, November 2015, p. 576.

¹⁶⁸ [...] Practitioners noted how the Delaware courts in particular have "a very active and knowledgeable court system," so that state has the opportunity to be the national corporate lawmaker, whereas that is simply not the case in Canada. LIAO C., *A Canadian Model of Corporate Governance*, in "The Dalhousie Law Journal, November 2015, p. 589.

Per concludere, diciamo che, a differenza dell'America, in Canada non vi sono stati svariati articoli accademici che hanno affrontato il tema della corporate governance. Ciò nonostante, sebbene il processo legale seguito sia differente, la risposta alle problematiche è uguale nei due Paesi, a causa della forte influenza che l'esperienza americana riveste nel mercato.

2.3. La risposta del Canada alla recente riforma statunitense sulla governance

Data la ponderante influenza americana, le autorità canadesi hanno adottato un percorso di miglioramento della corporate governance, coerente al Sarbanes-Oxley Act, tenendo conto delle peculiarità nazionali, in modo da sostenere la capacità competitiva del sistema economico e dei mercati borsistici¹⁶⁹. L'avvio delle riforme è stato scaturito dalle pesanti crisi nei settori trainanti l'economia nazionale¹⁷⁰ e dall'esigenza di tutelare il crescente interesse dei risparmiatori verso il mercato azionario. In merito a quest'ultima esigenza, per evitare gli abusi di potere degli azionisti di maggioranza, sono stati emanati Codici di Autodisciplina sempre più rigorosi, come il *Toronto Report del 1994* e il *Saucier Report del 2001*, ed è stata sempre più promossa la trasparenza e la completezza delle informazioni comunicate sulla corporate

¹⁶⁹ Le autorità di regolamentazione canadesi sono stati ampiamente motivate dalla convinzione che l'attuazione della riforma statunitense sarebbe stata linfa vitale per preservare un accesso preferenziale del Canada ai mercati borsistici Usa. [...] Canadian firms make up the single largest group of foreign firms listed on U.S. stock exchanges, with approximately 15% of Toronto Stock Exchange (TSX) listed firms having a U.S. listing. In all, more than 180 Canadian firms were cross-listed on the NYSE, the American Stock Exchange, or the NASDAQ at the end of 2003. GRAY T., *Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: new directions for corporate governance*, in "Library of Parliament. Parliamentary Information and Research Services", October 2005.

¹⁷⁰ Ci riferiamo al settore minerario, elettronico e bancario.

governance¹⁷¹. Il principio adottato nell'attuazione delle raccomandazioni delle autorità borsistiche da parte delle imprese è quello di “*comply or explain*”, come nelle borse europee, per sottolineare la minor rigidità di questo sistema rispetto a quello americano. La natura volontaria nell'attuazione delle raccomandazioni è giustificata dalla presenza sul mercato di numerosi piccole imprese bisognose di flessibilità per poter attingere risorse dal mercato senza supportare ingenti costi.

A partire dal 2003 il Canada ha iniziato ad attuare il *piano regolatore*, seppure meno articolato e più permissivo di quello americano, la cui maggior parte delle norme è entrata in vigore a partire dal 2005, in modo da far tesoro dell'esperienza americana ed evitare le insidie dell'attuazione concreta dovute ad incertezza e confusione. Negli USA, infatti, solo dopo 3 anni l'entrata in vigore del Sarbanes-Oxley Act si iniziò a valutarne l'efficacia e ancora oggi si sta stimando se gli obiettivi desiderati sono stati realmente raggiunti¹⁷²: sono tanti gli episodi in cui è dovuta intervenire la SEC emettendo dei chiarimenti.

I regolatori canadesi hanno dovuto considerare le *differenze col sistema statunitense*:

¹⁷¹ In particolare sul tema è stata ampiamente discussa la possibilità di introdurre il meccanismo “*say on pay*”, e cioè la possibilità per gli azionisti di minoranza, sempre più attenti al ruolo e ai poteri degli amministratori esecutivi, di esprimere il proprio voto in merito alle politiche di remunerazione dei vertici.

¹⁷² [...] One ongoing concern has been the excessive regulatory burden imposed by the reforms. According to the Financial Executives International (FEI), in a survey of 217 companies with average revenues above \$5 billion, the cost of compliance averaged \$4.36 million. The FEI survey also indicated that the actual costs associated with compliance were approximately 39% higher than companies had expected. Another study put the cumulative cost of compliance for the private sector at \$1.4 trillion. Compliance with Section 404 (internal controls) alone has been estimated to have cost U.S. business more than \$30 billion. GRAY T., *Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: new directions for corporate governance*, in “Library of Parliament. Parliamentary Information and Research Services”, October 2005.

- 1) Il Canada non ha una National Securities Commission in quanto esistono regolamentazioni dei valori mobiliari provinciali e territoriali, non unificate in alcun modo;
- 2) La maggior parte delle aziende canadesi hanno un azionista di maggioranza¹⁷³: il problema maggiore si riscontra nel disciplinare la percentuale degli amministratori indipendenti che deve necessariamente far parte del CdA, in quanto l'azionista di maggioranza non sarà disposto a rinunciare alla loro rappresentanza nel Board;
- 3) Molte aziende pubbliche canadesi hanno una bassa capitalizzazione sul mercato.

Quindi, il *Canadian Securities Administrators (CSA)*, insieme con *Ontario Securities Commission (OSC)*, hanno seguito il processo di consultazione e di riforma seguendo le regole del Sarbanes-Oxley Act e le linee guida stabilite dalla Sec e dalle Borse statunitensi, e cercando, allo stesso tempo, di cogliere le unicità del mercato finanziario canadese.

La prima serie di norme proposte riguarda la *certificazione del CEO e del CFO* su veridicità, accuratezza e completezza dell'informativa economica nelle relazioni annuali e trimestrali (*Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*). Alcune minime eccezioni si trovano in merito all'informativa fornita dalle piccole imprese.

La seconda serie di norme riguarda la disciplina sulle *società di revisione*, che devono esercitare funzioni di controllo esterno sulla

¹⁷³ According to the TSX, over 25% of the largest 300 companies that it lists have a controlling shareholder, and about one-quarter to one-fifth of Canadian companies issue restricted or subordinated voting shares. GRAY T., *Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: new directions for corporate governance*, in "Library of Parliament. Parliamentary Information and Research Services", October 2005.

comunicazione economico-finanziaria. Devono far parte del *Canadian Public Accountability Board*, il quale vigila sull'indipendenza dei revisori e sull'impiego di adeguati standard di audit¹⁷⁴. Per quanto riguarda in particolare l'*Audit Committee*, il sistema canadese impone, come nel Sarbanes-Oxley Act, che sia composto almeno da tre amministratori indipendenti con adeguate conoscenze contabili ed economico-aziendali. Anche qui sono riconosciute significative deroghe per le piccole imprese e le società controllate. In merito all'attività di revisione, per quanto riguarda il *revisore esterno*, a differenza di ciò che avviene nel sistema statunitense, non vi è l'obbligo di formulare un giudizio di merito sul funzionamento del sistema di controllo interno e sulla correttezza dell'informativa contabile.

La terza serie di regole è relativa al *controllo interno*. Si pone enfasi sulle procedure che portano alla comunicazione economico-finanziaria, imponendo alle imprese di adottare un framework di controllo, selezionandolo dai codici di best practice universalmente riconosciuti¹⁷⁵.

La prima e la seconda serie di norme sono state adottate da tutte le giurisdizioni canadesi, ad eccezione dalla British Columbia. La terza giurisdizione è stata ritardata di 1 anno e l'obbligatorietà della certificazione

¹⁷⁴ Il sistema canadese, a differenza di quello europeo e di quello statunitense, riconosce ampia discrezionalità agli organismi contabili nella selezione dei principi per la pratica professionale.

¹⁷⁵ La guida interpretativa che accompagna la disciplina canadese del 2008 richiama espressamente i seguenti framework di controllo interno:

- *Risk Management and Governance: Guidelines on Control*, pubblicato dal Cica (Canadian Institute of Chartered Accountants);
- *Internal Control – Integrated Framework*, realizzato dal CoSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission);
- *Guidance on Internal Control*, pubblicato dall'Icaew (Institute of Chartered Accountants in England and Wales);
- *Internal Control over Financial Reporting – Guidance for Smaller Public Companies*, document predisposto dal CoSO per le piccole e medie imprese.

dell'efficacia dei controlli interni è divenuta obbligatoria solamente a partire dal 30 Giugno 2007.

Il 16 Gennaio 2004, l'OSC ha pubblicato linee guida sulle pratiche di governo societario per fornire maggiore trasparenza sul mercato. In più, il governo dell'*Ontario* ha emanato nuove norme per accrescere le pene per i reati di frode e manipolazione dei titoli sul mercato e le responsabilità civili per la divulgazione continua di informazioni (continuous disclosure).

A partire dal 15 Settembre 2004, inoltre, il governo federale ha modificato anche *il codice penale*, e sono entrate in vigore diverse disposizioni tra cui il divieto dell'insider trading, ovvero abuso di informazioni privilegiate; l'aumento delle pene per reati legati al mercato pubblico; il divieto di minacce o rappresaglie contro gli informatori.

Riassumendo, l'approccio graduale verso il processo riformatore statunitense tenuto dalle autorità di regolamentazione canadesi ha permesso loro di evitare molte delle insidie che incontrarono le loro controparti americane in attuazione del Sarbanes-Oxley Act. Ciò ha permesso loro di riflettere meglio sulle differenze fondamentali esistenti tra i mercati di capitali canadesi e statunitensi. È stato così rilevato che *la differenza principale è nella natura non prescrittiva di molte delle riforme canadesi*, che riflette la natura del mercato finanziario canadese.

Nel tempo si verificherà se si le autorità sono state in grado di trovare il giusto equilibrio tra le esigenze contrastanti di un piccolo numero di grandi emittenti canadesi e il maggior numero di più piccoli emittenti nazionali.

CAPITOLO III

La variegata Corporate Governance dell'Europa

1. L'ARMONIZZAZIONE EUROPEA

L'aumento della complessità organizzativa e strategica delle imprese porta spesso ad un incremento di fabbisogni e difficoltà di coordinamento di diverse realtà aziendali appartenenti a stesse organizzazioni sovranazionali, che operano al fine di ridurre il gap nello sviluppo economico esistente tra i Paesi aderenti. In questa situazione troviamo *l'Unione Europea*, in cui vi sono differenziali di sviluppo tra Paesi di vecchia e nuova industrializzazione. I Paesi di vecchia industrializzazione, come Italia, Germania, Francia, Gran Bretagna, spingono verso l'ampliamento dei confini geo-politici al fine di ricercare opportunità d'investimento in aree economicamente meno sviluppate, come Slovenia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Ungheria, Polonia, Romania, dove trasferire attività produttive, commerciali e amministrative.

L'armonizzazione riveste un ruolo importante, in quanto in presenza di unità operative dislocate in diversi Paesi, anche se appartenenti all'Unione Europea, risulta fondamentale attivare flussi informativi trasparenti e tempestivi tra i vertici e l'organismo personale¹⁷⁶, dato che il successo delle

¹⁷⁶ In proposito, assume rilievo il *ruolo dei lavoratori*, in quanto sono soggetti portatori di interessi economici istituzionali che, in alcuni casi, sono legittimati a rivestire posizioni di governo e di controllo e, in altri casi, sono esclusi dal processo di nomina degli organi di corporate governance. Un'interazione positiva tra i vertici aziendali e l'organismo personale permette un'agevole attuazione degli indirizzi di governance agevolando l'affermazione delle imprese sul mercato. Le differenze culturali, createsi con la delocalizzazione, rischiano di ostacolare gli sforzi del management nel generare fiducia nel personale e creare un clima di coesione verso finalità aziendali.

imprese è sensibilmente condizionato dal grado di condivisione delle finalità aziendali tra i vertici e l'organizzazione. La sempre maggiore internazionalizzazione delle imprese rappresenta una causa dei cambiamenti nei sistemi di corporate governance, in quanto si rende necessario aumentare la trasparenza e la responsabilità di chi di fatto gestisce l'impresa senza possedere il capitale, e la rappresentanza degli interessi di tutti gli azionisti, anche se di minoranza, nell'attuazione delle strategie. Vi è chi sostiene che l'Europa debba adottare un modello uniforme che possa ridurre gli oneri ed i pericoli insiti nelle asimmetrie in atto. Tuttavia, con il processo di armonizzazione si lascia ampio spazio ai singoli Stati membri in relazione a particolari materie, soprattutto in ambito tributario. Si identificano, però, degli elementi di dettaglio da prendere necessariamente in considerazione. Il *regolamento 2157 del 2001*, più precisamente, disciplina la *Società Europea (SE)*, una società per azioni con capitale sociale minimo di 120.000 euro, la cui costituzione¹⁷⁷ è consentita:

- quando si *fondono* S.p.A. soggette alla legge di Stati membri differenti;
- quando due o più S.p.A. promuovono la costituzione di una Società Europea *holding* al fine di sottoporsi ad una direzione unitaria;

¹⁷⁷ Tramite una ricerca commissionata dall'Unione Europea per valutare l'impatto dello statuto della SE sul sistema imprenditoriale europeo, e pubblicata *nell'Aprile del 2009*, è stato possibile identificare la modalità di costituzione di *347 società su 369 SE registrate*. In particolare:

- nel 43% dei casi si ha la costituzione di una SE affiliata da parte di altra SE;
- nel 20% dei casi la costituzione avviene tramite trasformazione o la costituzione di un'affiliata da parte di società di diversi paesi europei;
- meno diffuse sono le fusioni (13%) e la costituzione di holding (4%).

Tuttavia, andando nel particolare, esistono sensibili differenze tra i Paesi:

- in Francia prevale la trasformazione;
- in Germania è molto diffusa la costituzione di affiliate;
- in Repubblica Ceca è ampiamente diffusa la costituzione di affiliate di altre SE.

- quando due o più enti presentano un collegamento stabile con ordinamenti comunitari diversi (*costituzione di affiliata*);
- quando viene stipulato un patto unilaterale di costituzione di società da parte di un'altra Società Europea (*costituzione di affiliata da parte di un'altra SE*);
- in caso di *trasformazione* di una S.p.A. costituita secondo la legge di uno Stato membro.

Lo statuto della SE riveste enorme importanza per la flessibilità con cui affronta il tema della corporate governance, in quanto il regolamento lascia *ampia autonomia decisionale*¹⁷⁸ alle imprese dei vari Paesi membri nella scelta tra modello dualistico e monistico. Al riguardo, molti Paesi membri hanno introdotto modelli non precedentemente adottati per consentire l'adozione delle SE. In particolare, il regolamento si focalizza sul sistema monistico e sul sistema dualistico verticale, ma non esclude la possibilità di adottare il sistema dualistico orizzontale quando contemplato nella disciplina nazionale delle società per azioni¹⁷⁹.

¹⁷⁸ Per circa 20 anni vi sono state proposte inderogabili relative allo statuto delle SE:

- La *proposta del 1970* con la quale era previsto l'adozione esclusiva del modello dualistico imponendo la codeterminazione;
- La *proposta del 1975* che modificava semplicemente le regole sulla codeterminazione, non prevedendo più che il consiglio di sorveglianza fosse nominato dai lavoratori per 1/3 e dagli azionisti per i rimanenti 2/3 ma, la nomina del consiglio di sorveglianza doveva avvenire per 1/3 dai lavoratori, 1/3 dagli azionisti, e il restante terzo congiuntamente da lavoratori e azionisti;
- La *proposta del 1989*, sotto forma di regolamento, che dava la possibilità di scelta tra i modelli.

¹⁷⁹ *Opzione non adottata in Italia* nonostante l'elevata presenza del sistema dualistico orizzontale tra le società per azioni. Questo può in parte spiegare il motivo per cui nel nostro Paese non vi è ancora impiego effettivo delle SE. Come in Italia, anche in *Belgio, Austria, Germania, Regno Unito, Portogallo, Spagna, Slovacchia, Slovenia e Danimarca* non è possibile adottare il modello dualistico orizzontale per le SE.

	MODELLO DUALISTICO	MODELLO MONISTICO	MODELLO NON IDENTIFICATO	TOT
AUSTRIA	5	8		13
BELGIO	1	9		10
CIPRIO	5	4	1	10
DANIMARCA		2		2
ESTONIA	2	1		3
FRANCIA	1	14		15
GERMANIA	45	44	1	91
GRAN BRETAGNA	2	11	3	16
IRLANDA		1		1
LETTONIA	3	1		4
LIECHTENSTEIN		1	2	3
LUSSEMBURGO	2	9		11
NORVEGIA		5		5
OLANDA	9	11	2	22
POLONIA	1	1		2
REPUBBLICA CECA	132	5		137
SLOVACCHIA	10	3		13
SPAGNA	1			1
SVEZIA		4	2	6
UNGHERIA	1	2	1	4
N. TOTALE DI SE	221	136	12	369¹⁸⁰

Fonte: (Bosetti, 2011)

¹⁸⁰ Tra i Paesi presenti nella tabella non troviamo *Italia e Portogallo*, dove è meno appetibile l'incentivo a costituire le SE perché:

1. È già garantita ampia autonomia alle imprese nella scelta del modello di governance da adottare;
2. La proprietà è di ostacolo al coinvolgimento dei lavoratori nell'attuazione delle strategie;
3. Vi è un elevato numero di piccole e medie imprese che spesso non dispongono di risorse sufficienti e una struttura idonea a supportare lo sviluppo secondo le logiche di internazionalizzazione.

La tabella mostra un report sui modelli adottati nelle SE dei vari Paesi Europei, elaborato da *Ernst & Young*¹⁸¹ nel 15 Aprile 2009. Si riscontra che tra i Paesi di vecchia industrializzazione le SE sono maggiormente presenti in Germania (24.66%), mentre tra i Paesi di nuova industrializzazione la diffusione maggiore si ha nella Repubblica Ceca (37.13%). Per quanto riguarda i modelli maggiormente adottati si pone in evidenza che è in maggior misura adottato il modello dualistico (59.89%)¹⁸² rispetto a quello monistico (36.86%). Normalmente l'adozione di un modello rispetto ad un altro è influenzata dall'utilizzo tradizionale di quel determinato modello; singolarità si riscontrano in Germania e Olanda, in cui circa la metà delle aziende che hanno adottato la forma di SE si sono discostate dal modello tradizionale, ovvero il sistema dualistico, per sperimentare soluzioni innovative e godere di maggior autonomia statutaria.

	MODELLO DUALISTICO	MODELLO MONISTICO	TOTALE
AUSTRIA	2	3	5
BELGIO		1	1
CIPRIO		2	2
FRANCIA		3	3
GERMANIA	14	1	15
GRAN BRETAGNA		1	1
LUSSEMBURGO		1	1

¹⁸¹ Ci riferiamo allo *Study on the operation and the impacts of the Statute for a European Company (SE)*.

¹⁸² La prevalenza del sistema dualistico è garantita dall'elevato numero di SE adottate nella Repubblica Ceca, dove appunto prevale nettamente il modello dualistico.

NORVEGIA		2	2
OLANDA	2		2
POLONIA		1	1
UNGHERIA	1	2	3
N. TOT DI SE QUOTATE	19	17	36

Fonte: (Bosetti, 2011)

La seconda tabella si focalizza sulle 36 SE quotate delle 369 totali, ovvero circa il 10% del totale. La scelta tra i due modelli in questo caso risulta più equilibrata e tendenzialmente coerente con il sistema tradizionalmente adottato nei diversi Paesi. Questo perché le imprese di grandi dimensioni e orientate al mercato internazionale non avvertono il forte bisogno di differenziarsi dalla concorrenza sotto il profilo della corporate governance, data la presenza sempre più prorompente di norme di Best Practice che tendono a far convergere i sistemi in uno modello. La rilevanza dei mercati dei capitali dovrebbe aumentare nei sistemi in cui è attualmente minore, dato lo sviluppo del mercato borsistico europeo che dovrebbe eliminare i mercati stagnanti ed inefficienti. La *Federation Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV)* e la *Federation of European Stock Exchanges (FESE)* prevedono che se le otto borse europee si unissero, avrebbero una capitalizzazione di mercato di poco inferiore a quella del New York Stock Exchange (NYSE), con un numero di società quotate di gran lunga superiore alle Borse Valori mondiali.

Per concludere, i progressi effettuati verso l'armonizzazione dei sistemi di corporate governance europei sono stati limitati rispetto ai progressi

compiuti in altre aree. L'intervento comunitario intervenuto finora ha prevalentemente utilizzato lo strumento della direttiva, sia in materia societaria, che in materia bancaria e finanziaria, tuttavia, le direttive in materia societaria fin qui emanate si sono concentrate sull'attività esterna delle società per azioni, predisponendo un quadro uniforme di garanzie per coloro che si trovano ad intrattenere relazioni con la società. L'armonizzazione degli assetti di governo ha avuto quindi uno sviluppo scarno, mentre di maggior rilievo è stata l'incidenza delle direttive in materia bancaria¹⁸³ e finanziaria. La pressione esercitata dal mercato unico europeo rende necessaria, però, l'armonizzazione anche in materia di governo d'impresa comportando un'accelerazione del processo tramite numerose iniziative comunitarie¹⁸⁴. Analizzare le determinanti dei sistemi di corporate governance diviene rilevante al fine di prevedere le differenti modalità di armonizzazione possibili all'interno dell'Unione Europea¹⁸⁵. In un'ottica di lungo periodo, l'armonizzazione elimina le differenze dovute all'effetto nazione, poiché, grazie all'integrazione politica, i fattori storici e culturali dei vari Sistemi-Paese dovrebbero fondersi, creando una nuova generazione di cittadini europei a tutti gli effetti, che condividano valori e cultura¹⁸⁶. Non esiste in realtà un modello universale di governo

¹⁸³ In particolare, le direttive bancarie hanno sancito la prevalenza del modello della *banca universale*, che ha consentito un effetto immediato sugli assetti proprietari imponendo la canalizzazione delle risorse finanziarie verso le imprese tramite banche e investitori istituzionali che operano nell'ambito di gruppi bancari.

¹⁸⁴ La trattazione dell'armonizzazione in atto e futura sarà discussa alla fine del capitolo.

¹⁸⁵ A tal proposito, occorre specificare che, mentre i fattori storico-culturali, che determinano l'effetto nazione, sono considerati variabili di lungo periodo, alcuni dei fattori che determinano l'effetto economico-aziendale e l'effetto economico-istituzionale possono essere modificati in maniera relativamente più facile, nel medio termine. MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, in "Studi di ragioneria e di economia aziendale", Giappichelli, Torino, 1999, p.196.

¹⁸⁶ Vedi il *Caso Centros della nota successiva*. In particolare, per seguire le orme degli invettivi imprenditori danesi è necessario superare le barriere linguistiche, legali ed economiche, in modo tale da diminuire i costi nella scelta di sistemi alternativi di corporate governance, fatto

d'impresa, né una struttura da poter prendere come standard di riferimento: le regole e i meccanismi di governo di impresa si evolvono ogni qualvolta sia necessario al fine di adattarsi ai mutamenti delle esigenze e delle circostanze¹⁸⁷. In tal modo, la varietà dei modelli viene salvaguardata, facendo attenzione a tutelare la trasparenza, l'equità, l'efficienza, l'efficacia e la responsabilità di chi governa l'impresa, tramite un'adeguata riforma del quadro normativo europeo che tracci le linee guida senza fissare standard da seguire. Le linee guida hanno pertanto forza di legge unicamente in merito alla protezione legale degli azionisti, lasciando ampio spazio all'autoregolamentazione¹⁸⁸; in tal

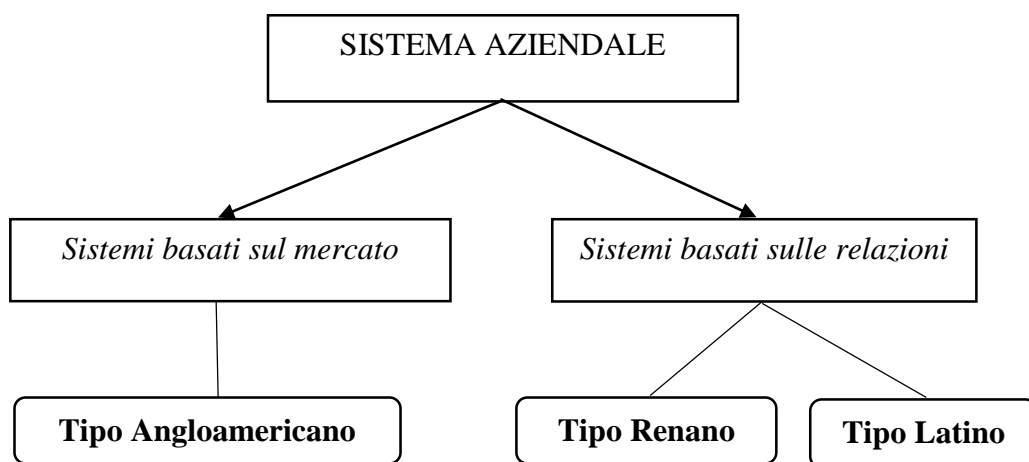
salvo un certo grado di contaminazione locale che comunque non faccia venir meno le caratteristiche di base dei diversi sistemi.

¹⁸⁷ Una famosa vicenda giudiziaria può aiutare ad inquadrare la questione. Ci riferiamo al caso *Centros*, una società di diritto danese da costituire nel Regno Unito per poi registrare una sede secondaria in Danimarca. La società in questione non avrebbe mai operato nel Regno Unito, ma unicamente sfruttato l'ordinamento inglese che non prevede un capitale minimo di 200.000 corone danesi per la costituzione. L'ufficio del registro danese rifiutò l'iscrizione della sede secondaria, rilevando che la costituzione aveva l'unico scopo di contravvenire ad una norma imperativa nazionale in materia di diritto societario. I promotori della *Centros* presentarono ricorso innanzi alla *Corte di Giustizia Europea*, la quale addivenne ad una conclusione assai favorevole per loro. Si stabilì, con la *sentenza del 9 Marzo 1999*, che non poteva essere inteso come un abuso del diritto di stabilimento la decisione da parte di un cittadino di uno Stato membro di costituire una società in un altro Stato membro al fine di approfittare delle norme meno restrittive ivi vigenti in materia societaria anzi, il diniego delle autorità danesi di riconoscere la sede secondaria, era considerata una violazione della *libertà di stabilimento* come definita dagli *artt. 52 e 58 del Trattato di Roma*. In altre parole, chi vede con entusiasmo l'orientamento tracciato dalla Corte di Giustizia Europea con questa sentenza prefigura anche in Europa una *competizione tra gli Stati di stampo americano*, con la possibilità per gli operatori di costituire le proprie società laddove trovano le norme e i sistemi di corporate governance più adatti alle loro esigenze, per poi stabilire sedi secondarie dove invece intendono perseguire opportunità di mercato. Il risultato dovrebbe essere simile a quello statunitense, con qualche Stato, come il Delaware, destinato a fare da catalizzatore di costituzioni societarie, se non altro per certe categorie di società. PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004, pp. 139 e 140.

¹⁸⁸ Si pone in risalto l'importanza del *principio di sussidiarietà* nel disciplinare le varie tematiche di governo per sviluppare il processo di armonizzazione a livello europeo. Il *Trattato di Maastricht*, siglato il 7 *Febbraio 1992*, ha qualificato, infatti, la sussidiarietà come principio cardine dell'Unione Europea: [...] "*Decisi a portare avanti il processo di creazione di un'unione sempre più stretta fra i popoli dell'Europa, in cui le decisioni siano prese il più possibile vicino ai cittadini.*" La Comunità interviene unicamente se il Paese non è in grado di compiere l'azione, o se le dimensioni e gli effetti dell'azione sono rilevanti e quindi meglio realizzate a livello comunitario (*art. 5 del Trattato CE*).

modo, la convergenza avviene mediante un processo naturale che riflette le diverse culture aziendali di ogni Sistema-Paese¹⁸⁹.

Andiamo a questo punto ad analizzare i modelli adottati in Europa in ogni Sistema-Paese analizzando separatamente il sistema anglosassone, quello renano e quello latino.



2. I SISTEMI ANGLOSASSONI

Partiamo con l'analisi dei sistemi anglosassoni, simili al modello dominante in America, in cui il sistema legislativo è basato sulla common law, le imprese sono solitamente quotate in Borsa e costituite da un azionariato ampiamente diffuso sia tra investitori privati che istituzionali. In questi sistemi non troviamo la supervisione diretta dell'azionista finanziatore nei confronti di coloro che effettivamente gestiscono l'impresa; le banche non nutrono nessun interesse diretto nei confronti dell'impresa-debitrice e, per questo, non sono

¹⁸⁹ Studio dell'International Task Force on Corporate Governance of the International Capital Market Group del 1995.

coinvolte nella gestione della stessa¹⁹⁰. Anche il coinvolgimento dei dipendenti nella gestione non è considerato di vitale importanza in quanto, sono per dipiù considerati come un costo per la società e non come stakeholder; l'impresa tenderà a controllare questi costi, cercando di ridurli, piuttosto che coinvolgere questi soggetti nella gestione strategica.

Ci stiamo riferendo ad *un sistema caratterizzato dalla "uscita" dell'azionista piuttosto che dalla "voce" di questi in assemblea*. Con ciò intendiamo dire che, data la presenza di un azionariato diffuso e piccolo, non essendovi influenza diretta degli azionisti sulla gestione, in caso di insoddisfazione questi tenderanno a vendere il proprio pacchetto azionario e spostarsi verso investimenti più vantaggiosi. Tutto ciò è possibile grazie alla presenza incisiva del mercato finanziario che ha il compito di valutare il risultato dell'impresa e, di conseguenza, l'operato dell'Alta direzione, tramite l'andamento del valore delle azioni¹⁹¹. È da qui che nasce la classificazione generica di *sistemi basati sul mercato*. Il sistema offre pertanto un *meccanismo di controllo impostato sulla liquidità*, cioè sulla possibilità di cedere il proprio pacchetto azionario con estrema facilità e con un costo relativamente basso¹⁹².

¹⁹⁰ In particolare, le Banche non acquisiscono pacchetti azionari per rafforzare la relazione con l'impresa-cliente. Nei sistemi anglosassoni, cioè, le relazioni impresa-banca vengono contrattate di volta in volta, senza particolari vincoli prestabiliti, ma tenendo conto unicamente della relazione che si va ad instaurare con quel cliente.

¹⁹¹ L'efficacia dell'influenza indiretta si manifesta nell'imposizione che questo meccanismo comporta nei confronti dei manager che devono garantire sempre un determinato livello minimo di performance per evitare il sorgere di scalate ostili. A tal proposito Bertoli osserva che: *"chi non raggiunge il tasso limite di mercato è condannato a divenire facile preda dei raiders che effettuano operazioni di arbitraggio fra il basso valore di mercato delle aziende e il più elevato costo di rimpiazzo dei cespiti in cui esse facciano cattivo uso"* in A. BERTOLI, *La finanza delle imprese italiane tra vincoli e logiche di comportamento del mercato dei capitali*, in AA.VV., *Economia e finanza aziendale*. Scritti in onore di Edoardo Ardemani, Giuffrè, Milano, 1997, p.35.

¹⁹² Il grado di identificazione dell'azionista con l'impresa è legato al grado di variabilità dell'azionariato ed influenza la lunghezza dell'orizzonte temporale della gestione aziendale: *"più un azionista si considera legato stabilmente all'impresa, più induce a ragionare su*

Il principale meccanismo di controllo interno diretto utilizzato in questi sistemi è la *struttura di remunerazione* per i top manager, organizzata al fine di allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti in modo tale da ridurre il problema di agenzia, tramite incentivi quali le stock options¹⁹³. L'obiettivo principale resta sempre quello di massimizzare il valore per gli azionisti, attraverso la massimizzazione del valore delle azioni, e, in tal modo, migliorare i risultati nei confronti della società e di tutti gli altri stakeholder¹⁹⁴.

2.1. I trusts e il capitalismo manageriale inglese¹⁹⁵

Il sistema di corporate governance inglese trae origine da un corpus di norme disciplinante, i *trusts*. Per tracciare un quadro sintetico di riferimento del

orizzonti lunghi, e quindi è disponibile a investimenti con ritorni dilazionati nel tempo; viceversa un azionista che vive la propria condizione di proprietario come transitoria non può che chiedere all'impresa di vigilare risultati ottenibili nel breve termine". MELIS A., Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea, in Studi di Ragioneria ed Economia aziendale, Giappichelli, Torino, 1999, p. 56.

¹⁹³ Con l'espressione *Stock Option* intendiamo il diritto dato ad un soggetto di acquistare azioni dell'impresa ad un prezzo predeterminato, normalmente diverso dal valore corrente dell'azione al momento dell'emissione, in uno specifico intervallo di tempo, generalmente di diversi anni. Il beneficio monetario si ha unicamente nel momento in cui si esercita il diritto; la remunerazione sarà data dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione e l'ammontare pagato dal soggetto, sulla base del prezzo prestabilito.

¹⁹⁴ Il caso di *The Boots Company Plc*, uno dei maggiori retail del Regno Unito e importante produttore e distributore di prodotti cosmetici e farmaci senza obbligo di prescrizione medica, rappresenta un ottimo esempio di soddisfazione degli interessi degli stakeholder come conseguenza naturale alla soddisfazione del valore per gli azionisti. La società massimizzando il valore dell'azienda, cercò, allo stesso tempo, di rafforzare l'immagine aziendale come impresa gestita efficacemente in maniera etica e socialmente responsabile. La missione aziendale dell'annual report è, infatti, "*to maximise the value of the company for the benefit of its shareholders, seeking, at the same time, to enhance our reputation as a well managed, ethical and socially responsible company*" in *The Boots Company Plc, Annual Report, Nottingham, 1997*.

¹⁹⁵ Nel corso del paragrafo ci riferiremo in particolar modo al *diritto inglese o di Inghilterra*, e non al diritto britannico o del Regno Unito, in quanto l'*ordinamento scozzese è significativamente distinto da quello inglese*. In sostanza, l'Inghilterra e il Galles dal 1536 condividono lo stesso sistema giuridico distinto dalla Scozia, la quale per effetto dello *Union with Scotland Act del 1707* si è unita all'Inghilterra mantenendo il proprio originale sistema legale d'ispirazione civilistica. In realtà, a partire dal *Companies Act del 1856*, le leggi in materia societaria si applicano anche in Scozia, in quanto ha in comune con l'Inghilterra un'unica giurisdizione civile in grado di appello finale, la Camera dei Lords. PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004, pp. 49 e 50.

sistema monistico inglese bisogna perciò partire dalla nozione di trust¹⁹⁶ e tracciare un excursus di ragioni storiche che hanno portato all'equiparazione degli amministratori di società ai trustees¹⁹⁷: il complesso di obbligazioni fiduciarie che legano i Directors alla società sono le stesse per cui un Trustee è responsabile nei confronti dei beneficiari di un trust.

In particolare, tra le caratteristiche del trust troviamo:

1. I beni del trust costituiscono una massa distinta e separata rispetto patrimonio del trustee;
2. I beni del trust sono intestati a nome del trustee;
3. Il trustee è investito del potere – obbligo di amministrare, gestire e disporre dei beni secondo quanto stabilito nel rapporto di trust.

Analizziamo, a questo punto, gli albori del diritto societario inglese. Le prime compagnie inglesi, tra cui è opportuno ricordare la *East India Company* costituita nel 1600, operavano in determinati ambiti commerciali tramite monopoli disposti con un'autorizzazione governativa o parlamentare (*charter*) che ne autorizzava la creazione¹⁹⁸. Tramite autorizzazione pubblica, avuta col *Bank of England Act*, si costituì nel 1694 l'attuale banca centrale inglese, la

¹⁹⁶ Secondo l'art 2 della Convenzione dell'Aja del 1° Luglio 1985, entrata nel nostro ordinamento con la legge 16 Ottobre 1989 n. 364, per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona (costituente), con atto tra vivi o mortis causa, qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico.

¹⁹⁷ L'equiparazione non è difficile se si considera che il trustee è individuato come colui che amministra beni nell'interesse dei beneficiari o in vista di uno scopo determinato; allo stesso modo, gli amministratori di società sono investiti dei poteri di gestione su beni aziendali tenendo conto dell'interesse degli azionisti.

¹⁹⁸ Si trattava nello specifico di "associazioni in partecipazione" tra mercanti, in quanto il capitale apportato dai soci veniva suddiviso, insieme al profitto, al termine di ogni missione commerciale. La pratica continuò fino al 1653 e solo nel 1692 si iniziava ad affermare gradualmente la consapevolezza dei problemi di conflitto di interesse che si andava creando e fu allora imposto il divieto per i soci di operare individualmente ed in concorrenza con la società.

quale nel Settecento fu costretta ad affrontare la concorrenza di un'altra entità, la *Compagnia dei Mari del Sud (South Sea Company)*¹⁹⁹, che proponeva ai detentori di titoli del debito pubblico inglese di scambiarli con azioni di propria emissione. Grazie ad una forte propaganda e uno schema piramidale, per cui gli incassi derivanti dalle nuove emissioni venivano utilizzati per pagare i dividendi di quelle emesse in precedenza, *la Compagnia riuscì ad attivare alla fine del 1719 un'impressionante bolla speculativa* comportando una crescita vertiginosa dei prezzi delle proprie azioni²⁰⁰. La frenesia speculativa comportò la nascita di tante compagnie inattive che scomparvero nel nulla. *L'11 Giugno 1720*, per sopprimere a questo fenomeno, fu emanato il *Bubble Act*²⁰¹, la prima legge destinata alla protezione degli investitori, che comportò la chiusura di molte società e il conseguente scoppio della bolla speculativa²⁰². L'effetto della legge fu quello di subordinare la costituzione delle società di capitali, le cosiddette *joint-stock companies*, all'autorizzazione pubblica. Il comportamento estremamente cauto delle autorità inglesi comportò, per oltre un secolo, unicamente la costituzione di società che svolgevano attività assicurativa o bancaria e importanti iniziative imprenditoriali, quali i canali e le

¹⁹⁹ La *South Sea Company* fu creata per legge nel 1711 su iniziativa di *Robert Harley* partendo da due prospettive di business:

1. Assicurare un saggio d'interesse pari al 6% sui titoli di Stato;
2. Entrare in uno dei mercati più fiorenti dell'epoca, ovvero monopolizzare i commerci con le colonie spagnole in Sudamerica e nelle Indie Occidentali. L'effettiva redditività di quest'ultima iniziativa commerciale era basata sull'aspettativa che il re di Spagna, al termine della guerra di successione, avrebbe effettuato importanti concessioni, il che nella realtà, con la pace di Utrecht, non avvenne.

²⁰⁰ Il prezzo di un'azione, che era pari a 128 sterline il 1° Gennaio 1720, divenne pari a 1.050 sterline il 24 Giugno dello stesso anno.

²⁰¹ Si trattava di una misura, simile a quella imposta dal Sarbanes-Oxley Act americano del 2002, volta, non a contrastare l'attività della *South Sea Company* ma, ad eliminare la concorrenza di società costituite senza un'autorizzazione governativa valida.

²⁰² La *South Sea Company* fu coinvolta in una spirale discendente molto più rapida della crescita che fece ritornare la quotazione delle azioni a 128 sterline.

ferrovie²⁰³. In sostanza, le forme associative disponibili con l'entrata in vigore del Bubble Act erano due:

- a) Le *partnerships*, società di persone in cui i soci erano illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali, le quali potevano emettere azioni a condizione che gli statuti prevedessero restrizioni alla circolazione, in quanto era proibita la sollecitazione del pubblico risparmio e la circolazione di azioni di società sprovviste di autorizzazione governativa²⁰⁴.
- b) La *Deed of settlement company*, ovvero il trust, in cui vi era un gruppo di soci che affidava il capitale conferito nella società ad un trustee.

2.1.1. Inghilterra: il paese europeo bizzarro

L'Inghilterra è considerata il paese europeo bizzarro in quanto più vicino all'orientamento Americano. Non è caratterizzato, infatti, dalla presenza di strutture proprietarie concentrate o piramidali, né tantomeno da significative proprietà familiari, come nella maggior parte dei paesi europei, ma dalla presenza di un mercato per il controllo societario attivo²⁰⁵.

Il caso britannico è ancora più insolito se si pensa che, in realtà, negli USA esistono le azioni con differenti diritti (Dual-Class shares), le famiglie

²⁰³ Era totalmente ignorata la forma di società in accomandita, introdotta solo con il Limited Partnership Act del 1907, che consentiva di organizzare iniziative commerciali col beneficio della responsabilità limitata in capo ad alcuni soci.

²⁰⁴ È da qui che parte la distinzione, ancora oggi esistente nel diritto inglese, tra private e public companies, in quanto solo queste ultime sono società provviste di autorizzazione governativa tramite charter e quindi sono ammesse alla circolazione delle proprie azioni presso il pubblico.

²⁰⁵ *Becht e Mayer (2001)* riportano che le famiglie, mentre rappresentano il 45% delle azioni in Austria, il 32% in Germania e il 30% in Italia, in Inghilterra sono meno del 5% delle azioni. [...] *There is a stark contrast in the significance of families in corporate control between the United Kingdom and the rest of Europe.*

rappresentano gli azionisti di riferimento per molte società, e per lungo tempo si è utilizzata la struttura piramidale.

In verità, il dominio familiare è esistito anche in Inghilterra e la sua estinzione è dovuta al normale lavoro delle forze di mercato che richiedevano investimenti su larga scala. Con lo sviluppo dei mercati finanziari, incentivato dalla necessità di finanziare il forte sviluppo industriale, le famiglie rapidamente cedettero quote azionarie, mantenendo una posizione di rilievo nel Board of Directors nell'esercitare il controllo. A differenza di ciò che accadeva negli altri paesi europei, in Inghilterra le famiglie esercitavano il potere sulla gestione senza essere investiti delle corrispondenti responsabilità²⁰⁶. In questo Sistema-paese il declino della proprietà familiare non fu conseguente alla vendita delle azioni sul mercato ma, piuttosto, all'emissione di nuovo capitale usato, non per finanziare la crescita sociale interna quanto, per acquisire nuove società. L'aumento delle dimensioni sociali, invero, fu garantito, non dalla diluizione del capitale bensì, dall'acquisizione di altre società. Inizialmente, le acquisizioni furono possibili data la mancata presenza di un mercato per il controllo societario. Grazie alla bassa protezione riservata agli investitori, era possibile la fusione tra diverse compagnie perfino formando un Board completamente nuovo. Le fusioni rappresentavano, in questo contesto, il risultato di una *collaborazione tra società*²⁰⁷ piuttosto che di una competizione tra compagnie per acquisire un target in un'asta di mercato.

²⁰⁶ Secondo quanto stabilito da *Chandler* il potere esercitato dalle famiglie era inappropriato e le divergenze tra proprietà e controllo portarono all'inefficienza nella corporate governance.

²⁰⁷ A tal proposito, è importante mettere in risalto che la collaborazione, che garantiva l'eguaglianza nel trattamento delle azioni di nuova emissione, era possibile proprio grazie all'assenza di strutture piramidali nell'U.K. in quanto gli acquirenti non erano in grado di creare piramidi.

Tra il 1940 e il 1950, una serie di scandali comportarono importanti cambiamenti nel mercato di capitali U.K.:

- Fu aumentata la protezione dei piccoli azionisti-risparmiatori;
- Aumentò la presenza di investitori istituzionali nella compagine sociale;
- Emerse un mercato per il controllo societario.

In tal modo, i tratti essenziali caratterizzanti il sistema di governance statunitense si riscontrarono maggiormente in Gran Bretagna. L'elemento principale che accomuna i due Paesi è costituito dalla vitalità dei mercati finanziari, soprattutto del mercato dei capitali, estremamente liquido e di ampia dimensione²⁰⁸. I mercati finanziari più evoluti si sono per l'appunto sviluppati nei paesi di tradizione giuridica di common law. Il *London Stock Exchange* non a caso esiste dal 1773 e tutt'ora domina le relazioni economiche e industriali del cosiddetto *capitalismo popolare inglese*, consentendo la partecipazione di numerosi soggetti al capitale sociale²⁰⁹. Gli organismi che esercitano le funzioni di controllo per l'effettivo funzionamento dei mercati sono rappresentati da un numero elevato di operatori di natura privata aventi ruoli e

²⁰⁸ In particolare, l'estrema parcellizzazione della proprietà ha condotto gran parte della dottrina ad utilizzare il termine "capitalismo manageriale" per descrivere il sistema britannico e ad associare tale modello con quello statunitense, accomunandoli sotto il nome di "modello anglosassone". TREQUATTINI R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli Editore, Torino, 1999, p. 86.

²⁰⁹ In tutto il Regno Unito, il mercato principale del controllo sulla proprietà delle imprese è l'*International Stock Exchange of Great Britain and the Republic of Ireland (ISE)*. Le imprese che vi aderiscono devono osservare le regole di comportamento degli operatori di Borsa (*The Rules of the International Stock Exchange*) e il regolamento sulla disciplina delle società emittenti valori mobiliari (*The Admission of Securities to Listing*). La disciplina a tutela del funzionamento degli scambi utilizza come mercato principale anche l'*Unlisted Securities Market (USM)*, costituito nel 1979, per consentire alle imprese in fase iniziale di sviluppo, soprattutto esercenti l'attività in particolari settori quali energia, informatica e comunicazione, di raccogliere capitale presso il pubblico, pur non essendo in possesso dei requisiti necessari per accedere alla quotazione, fino a che l'autorità dell'ISE, tramite controlli annuali, accerti la possibilità delle società in questione di passare alla quotazione sul mercato principale.

funzioni assai differenti²¹⁰. Nel Regno Unito, più dell'80% delle società quotate sono controllate dagli investitori istituzionali che tipicamente sfoggiano un *grado di attivismo assembleare modesto* basato sulla vendita del portafoglio di azioni in caso di gestione insoddisfacente²¹¹, piuttosto che sull'attuazione di rimedi di natura giudiziaria, come avviene negli Stati Uniti. La differenza con il sistema americano risiede proprio nel fatto che la quota azionaria in possesso degli investitori istituzionali negli USA è sensibilmente inferiore (circa il 50%) comportando una proporzione maggiore di azionisti individuali a cui l'ordinamento americano offre tutele più forti²¹². Ciò ha consentito la creazione di un vero e proprio mercato di riallocazione proprietaria inglese, possibile grazie alla produzione normativa statale ridotta, lasciando ampio spazio alla creazione – interpretazione del diritto ad opera delle pronunce giurisprudenziali²¹³. Nella tradizione inglese, difatti, i rapporti e le relazioni tra le varie categorie di agenti economici si realizzano nella quasi assoluta assenza di obblighi regolamentari: l'*autoregolamentazione* in un sistema giuridico di

²¹⁰ Tra i principali organismi troviamo le *società contabili (accounting houses)*, la cui funzione è quella di garantire la qualità e la veridicità della contabilità aziendale; le *banche commerciali*, la cui attività è collegata in modo diretto al mercato del controllo societario in quanto sviluppano l'offerta di servizi di consulenza alle società che intendono quotarsi; i *merchant banking*, che operano nei settori dell'intermediazione creditizia in senso stretto, della gestione finanziaria e della corporate finance come guida per la clientela; le *società di venture capital*, che permettono la sottoscrizione di quote azionarie di imprese in fase nascente per consentirne l'avvio soprattutto se si tratta di progetti ad alta intensità di innovazione e si distinguono dal merchant banking in quanto quest'ultimo implica un rischio minore dato che la partecipazione è effettuata in realtà già esistenti.

²¹¹ In definitiva, il sistema inglese vive problemi di *partecipazione democratica* degli shareholder alle decisioni aziendali presentando il rischio di gestione discrezionale da parte dei dirigenti.

²¹² In particolare, il sistema processuale statunitense conosce una tipologia di azione completamente sconosciuta negli ordinamenti europei. Ci riferiamo alla *class action*, un'azione regolata dalla *Federal Rule of Civil Procedure 23*, che permette a chiunque di agire individualmente a nome di un interesse diffuso, non essendo possibile un'azione collettiva. I casi più celebri sono quello relativi a danni ambientali, inquinamento o prodotti nocivi.

²¹³ Si fa riferimento alla regola dello *stare decisis*, un approccio contingente e pragmatico, che si ricollega sul piano culturale e valoriale alla filosofia inglese di "*irrazionalismo empiricista*". Ci si basa sull'idea implicita che la realtà muti troppo velocemente e si manifesti in un'eccessiva varietà di forme per poter essere regolata ex ante tramite fattispecie astratte.

common law rappresenta l'unico impulso all'instaurazione di un rapporto di fiducia duraturo. La legislazione britannica in materia societaria, espressa dal *Companies Act del 1985* (modificato nel 1989²¹⁴), lascia ampia discrezionalità ai privati nel derogare a quanto stabilito in via generale dalla legge. Le forme giuridiche tipiche sono rappresentate dalle *private* e *public company*, ma solo queste ultime possono essere quotate nei mercati regolamentari in virtù di regole di *Public information disclosure*, che rappresentano regole comportamentali di trasparenza societaria²¹⁵. Nel rispetto e nella tutela degli interessi delle minoranze, la normativa prevede, per le assemblee ordinarie²¹⁶, l'obbligo di convocazione, almeno una volta l'anno, da parte degli amministratori o dei soci che rappresentano il 10% delle azioni con diritto di voto, che può essere espresso anche per corrispondenza (*proxy by mail*²¹⁷). Altre forme di tutela sono date dalle vie giudiziarie, dalla vendita delle azioni e dall'obbligo di promozione dell'offerta pubblica di acquisto qualora le acquisizioni superino il 30% dei diritti di voto, per evitare la creazione di una proprietà concentrata nelle mani di uno o pochi soggetti.

²¹⁴ A partire dal Novembre del 2006 è stato promulgato il nuovo Companies Act dopo un processo di ammodernamento della legislazione indirizzata alle imprese.

²¹⁵ In Gran Bretagna, ogni azionista in possesso di azioni per un ammontare *superiore al 3%* del capitale, deve obbligatoriamente rendere pubblico il livello di partecipazione e comunicare ogni variazione superiore all'1% e l'acquisto di azioni che garantiscono almeno il 10% dei diritti di voto esercitabili in assemblea.

²¹⁶ Per le *assemblee straordinarie* il Companies Act attribuisce ai soci che detengono il 10% del capitale sociale con diritto di voto solo il potere di richiederne la convocazione da parte degli amministratori indicando l'ordine del giorno.

²¹⁷ Disposizione introdotta con il *Companies Act del 1948* che costituì una novità rispetto ai principi cardine della Common Law, che obbligavano il socio ad intervenire in assemblea personalmente in assenza di una espressa procura.

2.1.2. Il modello organizzativo e i recenti codici di Best practice

Il modello organizzativo inglese si caratterizza nell' *one-tier system*, ovvero nel *sistema monistico*, in cui il vero e unico organo amministrativo è il Board of Directors. I consiglieri sono nominati dall'assemblea su indicazione del Board in carica e con il supporto del nomination committee, così come avviene negli Stati Uniti²¹⁸. La ripartizione delle competenze tra Consiglio di Amministrazione e Assemblea è stabilita nello statuto, nel quale propriamente sono riservate pochissime materie all'assemblea²¹⁹. Il bilancio è redatto dagli amministratori e il controllo contabile è affidato ad una società di revisione²²⁰ che ha il compito di informare i soci sulla tenuta della contabilità e sulla corretta e veritiera rappresentazione del bilancio.

Nel modello anglosassone, o meglio angloamericano, troviamo la figura del *Chief Executive Officer*, responsabile delle decisioni strategiche, e la figura del *Chairman*, con poteri di rappresentanza e responsabilità in ordine al rispetto

²¹⁸ A differenza degli USA dove vi sono regole di tutela specifiche per le minoranze, la legge britannica non prevede particolari norme di nomina dei membri del Board, lasciando la materia alla regolamentazione degli statuti.

²¹⁹ Per legge sono di *esclusiva attribuzione assembleare*:

- Le modifiche statutarie;
- La riduzione del capitale sociale;
- L'acquisto di azioni proprie;
- L'approvazione di contratti di servizio con gli amministratori di durata superiore a 5 anni;
- La domanda di messa in liquidazione della società;
- L'aumento del capitale sociale, a meno che non sia delegato al consiglio di amministrazione;
- Il compenso degli amministratori se così previsto dallo statuto.

²²⁰ Per assicurare *l'indipendenza dei revisori*, il Companies Act richiede che siano nominati nell'assemblea che approva il bilancio. Tuttavia, la prassi prevede la nomina da parte dell'audit committee che deve verificare il possesso dei requisiti per la nomina stabiliti dall'Ottava Direttiva UE e cioè l'appartenenza ad organismi di categoria, l'indipendenza, la professionalità e l'onorabilità. Il revisore esterno può svolgere anche attività diverse dal controllo contabile ma è sempre raccomandata una rotazione di 7 anni.

delle procedure aziendali e all'incentivazione dei Directors a svolgere le proprie mansioni²²¹.

In Inghilterra, come in tutti i sistemi capitalistici occidentali, si sono conosciuti momenti di crisi di fiducia da parte di operatori e investitori che hanno contribuito allo sviluppo di numerosi codici di corporate governance a partire dal 1992²²², allo scopo di fornire precise indicazioni di Best practice. Il processo di miglioramento ha avuto inizio con la pubblicazione del *Cadbury Report (1992)*, finalizzato a diffondere regole di buon governo societario in modo da sopperire alla scarsa fiducia nel controllo interno sull'informativa societaria e alla mancanza di procedure di monitoraggio dell'operato dei manager. Il report in questione è stato adottato dal London Stock Exchange come parte integrante del regolamento di ammissione alla quotazione in Borsa. In allegato al Cadbury Report troviamo *l'Internal Control and Financial Reporting*, un codice per il miglior funzionamento degli organi dirigenziali, punto di riferimento per la costituzione di un adeguato sistema di controlli interni²²³. A tal proposito, sono sanciti dei principi che devono essere osservati dai Directors nella redazione dei documenti formali:

²²¹ Figure che per il 90% dei casi sono autonome in modo da garantire un maggior equilibrio dei poteri di massimo livello.

²²² I promotori di questi codici di best practice sono stati principalmente:

- La London Stock Exchange, l'autorità di gestione del mercato azionario;
- Il Financial Reporting Council, vigilante della comunicazione economico-finanziaria;
- La Confederation of British Industry, ossia l'associazione delle imprese industriali;
- L'Institute of Directors;
- I professionisti contabili.

²²³ In particolare, in esso si sottolinea:

- l'importanza di produrre e conservare corretti documenti contabili quale evidenza dell'operatività aziendale;
- la costituzione di sistemi e procedure di comunicazione che garantiscano l'affidabile trasmissione tra i membri del Board delle informazioni rilevanti della società;
- la creazione di una cultura e di un ambiente di controllo;
- la definizione di procedure per il monitoraggio dei rischi aziendali.

- Il *principio di apertura (openess)* che si estrinseca nella trasmissione all'esterno di tutte le informazioni attinenti l'operato dei manager in modo da permettere l'effettuazione di un costante controllo;
- Il *principio di integrità (integrity)* riguardante la redazione chiara, completa e il più possibile aderente alla situazione reale dei documenti destinati ai soci;
- Il *principio di responsabilità (accountability)* risiedente nel dovere dei manager di rendere conto del proprio operato agli azionisti, fornendo tutte le informazioni necessarie per l'espressione di un giudizio ragionevole.

I temi affrontati nel documento sono quattro:

1. *Funzionamento del Board of Director* – è necessario individuare con precisione i ruoli e le responsabilità dei membri, poiché tale organo assume una posizione centrale nelle scelte strategiche della società;
2. *Non-executive director*²²⁴, garanti del giudizio indipendente del Board sulle decisioni fondamentali inerenti la gestione – si disciplinano, in merito, i *rapporti economici tra i non-executive director e la società*, valutando la materialità delle situazioni specifiche che possono costituire pericolo per l'autonomia di giudizio²²⁵, la *durata*

FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001, p. 124.

²²⁴ Sono costituiti al fine di evitare il ripetersi di fenomeni di corruzione verificatesi in Inghilterra alla fine degli anni '80.

²²⁵ La formulazione fornita dal Code è generica: "*business or other relationship which could materially interfere with the exercise of their independent judgment*", e viene arricchita con contributi forniti dalla dottrina: "*Factors not specifically mentioned in the Code which could impair independence include previous executive involvement with the company and participation in share option schemes. The Committee also saw it as good practice for non-executive services not to be pensionable by the company. Care must also be taken in deciding whether to appoint directors who have significant shareholdings in the company, as this could*

dell'incarico, evitando la riconferma automatica dell'incarico in modo da evitare possibili rapporti collusivi, e il *procedimento di nomina*²²⁶, che deve avvenire formalmente tenendo conto dei requisiti di professionalità e onorabilità;

3. *Executive director* – rappresentano, in alcune circostanze, un rischio per la corretta gestione aziendale in quanto, rivestendo un ruolo particolarmente rilevante nelle decisioni strategiche, possono essere tentati ad esercitare il loro potere in contrasto con la volontà del soggetto economico perseguendo unicamente i propri obiettivi. È stabilito in merito che la *durata dell'incarico* non può essere superiore a 3 anni senza il consenso degli azionisti, e che il *trattamento economico* di questi soggetti deve evitare forme di remunerazione occulte ed illecite quantificandolo tenendo conto delle raccomandazioni fornite dal Remuneration Committee, composto esclusivamente o in maggioranza da Non-executive Directors;
4. *Tecniche di reporting and control* – il Code detta una serie di principi di informativa esterna, nonché di revisione interna ed esterna²²⁷, atti a

appear to be inconsistent with the exercise for independent judgement". DAVIS M., PATERSON R., WILSON A., in *Generally Accepted Accounting Practice in the United Kingdom* (UK GAPP), p. 178.

²²⁶ Il *Rapporto Higgs* riconosce la debolezza del procedimento di nomina. Dall'indagine condotta nel Rapporto risulta che quasi tutte le maggiori 100 società ha un Comitato di Nomina, ma questo è raramente convocato. Dalla prassi risulta un alto livello di informalità nella nomina, in quanto circa la metà degli amministratori non esecutivi sono nominati per contatti personali o per amicizia con gli amministratori esecutivi; solo il 4% ha avuto un'intervista formale e solo l'1% ha ottenuto la posizione rispondendo ad un annuncio pubblico. BRUNO S., *Lineamenti del diritto societario inglese e principi della riforma*, in RUGGIERO E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, 2004, pp. 101 e 102.

²²⁷ Si prefigura il passaggio verso un sistema di revisione di tipo misto, tipico dei sistemi di tipo dualistico che prediligono due organi distinti per la gestione e il controllo, a differenza di ciò che accade nei sistemi monistici in cui è l'organo di direzione che svolge esso stesso funzioni di controllo attraverso meccanismi dell'Internal Auditing. L'importanza dell'Internal

lenire la portata dell'inconveniente creato dal Company Act per il fatto di non preoccuparsi di definire il concetto di quadro fedele in tema di redazione di bilancio, lasciando ampia discrezionalità agli amministratori. Precisamente, il Cadbury Report, coerente con i principi fondamentali del sistema normativo anglosassone, delinea un corpus di norme non imposte in modo autoritario indirizzate verso il miglioramento dell'efficienza dei controlli interni all'impresa attraverso un miglior funzionamento dell'organo di governo.

Per completare e migliorare la disciplina, infine, sono stati successivamente elaborati nuovi rapporti:

- Il *Greenbury Recommendations (1995)*, che si focalizza sugli aspetti retributivi degli amministratori ribadendo l'importanza dell'accountability. La parte di maggior rilevanza è quella in merito alla formazione del Remuneration Committee, la cui funzione è quella di evitare ogni conflitto di interesse derivante dalla definizione dei compensi ai manager;
- *L'Hampel Report (1998)*, in cui si pone in risalto la varietà di interessi coinvolti all'interno dell'impresa e l'importanza di adeguamento delle direttive alle diverse realtà aziendali, mettendo l'accento sui temi critici del governo societario:
 - Distinzione dei ruoli e delle responsabilità delle cariche di CEO e Chairman;

Audit costituisce un passo in avanti verso la trasparenza, il Comitato lascia ai Directors il compito di riferire sulla continuità aziendale.

- Sistemi di remunerazione del Board che incentivino i manager al raggiungimento degli obiettivi aziendali;
 - Sistema di voto che permetta la partecipazione attiva dei soci di minoranza e degli investitori istituzionali;
 - Sistema di controlli interno che salvaguardi gli investimenti degli azionisti;
- Il *Combinated Code*²²⁸ il quale si sofferma sui seguenti aspetti del governo societario²²⁹:
- Assoluta centralità del ruolo del Board of Directors nel rispetto dell'esercizio trasparente del suo ruolo;
 - Presenza di un comitato per la nomina dei consiglieri, soprattutto se indipendenti;
 - Attribuzione della responsabilità del sistema dei controlli interni al Board, e non al CEO;
 - Responsabilità del CEO di garantire una dettagliata informativa ai membri del consiglio in merito alle discussioni;
 - Predisposizione di una procedura per la definizione di politiche di retribuzione degli amministratori;

²²⁸ La prima edizione è stata pubblicata nel Giugno 1998 e successivamente rivisitata in diverse occasioni. Ha riunito in un unico *documento sintetico* i precedenti codici e pubblicazioni dedicate a specifiche problematiche come il *Turnbull Report* sul controllo interno, la *Smith Guidance* dedicata all'audit committee, e l'*Higgs Report* (2003) in merito ad approfondimenti sul ruolo e l'efficacia dei non-executive directors in contrappeso agli amministratori esecutivi.

²²⁹ Il principio di adozione resta il "comply or explain", tuttavia, nel 2006, è stato ritenuto essenziale un rafforzamento di tali indicazioni mediante norme vincolanti contenute nel *Company Law Reform Bill*, in quanto la presenza e l'adesione ai codici di autodisciplina tende a rafforzare l'immagine della governance di un'impresa che opera sui mercati internazionali. Il corrispondente testo americano è rappresentato dal Sarbanes-Oxley Act del 2002.

- Possibilità per gli amministratori di entrare in diretto contatto col Top management per migliorare le informazioni disponibili.

La più recente riforma al Code si è avuta nel 2010, dopo il periodo di crisi bancaria, portando alla nuova edizione del codice di autodisciplina, attualmente in vigore, rinominato *The UK Corporate Governance Code*.

2.2. Uno sguardo all'ordinamento irlandese figlio del sistema di governance inglese

Il sistema imprenditoriale e finanziario irlandese è simile a quello inglese. La corporate governance delle imprese è regolata dal *Companies Act del 1963*, arricchito con il *Corporate Law Enforcement del 2001* e con il *Companies Auditing and Accounting Act del 2003*.

Gli organi presenti nel sistema monistico sono:

- *L'assemblea degli azionisti*;
- Il *Consiglio di Amministrazione*, composto da almeno due membri, difficilmente eletti dai lavoratori²³⁰, ed è rivestito di poteri di direzione e di controllo coordinati dal segretario che ha rappresentanza legale e che assume generalmente la carica di *Chief Executive Officer*. Quest'ultimo vigila sull'attività del Board e verifica la conformità delle azioni compiute alle norme di legge, statuto e delibere assembleari

²³⁰ Generalmente le elezioni da parte dei lavoratori si hanno nelle imprese pubbliche, il cui numero si è sensibilmente ridotto a seguito della privatizzazione avviata nel Paese.

tramite la collaborazione col *Compliance Officer*²³¹. Il Board è, inoltre, obbligato ad istituire l'*Audit Committee*, per predisporre una corretta informativa economico-finanziaria²³².

- I *revisori contabili esterni*, sorvegliati da organismi nati in seguito agli scandali finanziari originati da manipolazioni dell'informativa economica. In particolare, gli organismi sono l'*Office of the Director of Corporate Enforcement (Dce)*, che ha il potere di verificare le caratteristiche dei revisori, e l'*Irish Auditing and Accounting Supervisory Authority (Iaasa)*, che opera come autorità indipendente avente il compito di vigilare sugli organismi di contabilità, sulle relazioni tra questi e tra i membri, nonché di vigilare sull'adozione degli standard professionali e di comportamento.

Per tutelare le esigenze degli azionisti e degli altri stakeholder, nel rispetto della continuità aziendale, la legge dispone che ogni anno un terzo degli amministratori devono chiedere le dimissioni, evitando la formazione di un gruppo di gestione statico e il conseguente eccessivo consolidamento dei poteri in capo a determinati soggetti.

Riguardo i codici di Best Practice, in Irlanda, la Irish Stock Exchange fa riferimento ai codici di autodisciplina inglesi; tuttavia, negli ultimi anni, si è avviata l'introduzione di codici specialistici nazionali. In particolare, la *Corporate Governance Association of Ireland (Cgai)* ha promosso un codice di

²³¹ Nel regolamento di Borsa, aggiornato al 12 Ottobre 2009, è espressamente prevista la nomina del Compliance Officer per tutte le società irlandesi quotate.

²³² In particolare, il Comitato si occupa di nominare un revisore contabile indipendente, di curare le relazioni con questi e monitorarne l'indipendenza e la qualità del lavoro, e formula pareri in merito alla possibilità di affidare al revisore contabile incarichi extra-audit.

condotta per gli amministratori indipendenti dei fondi d'investimento²³³ per agevolare il rispetto dei vincoli di comunicazione imposti dalla Direttiva comunitaria 2006/45/CE.

3. I SISTEMI BASATI SULLE RELAZIONI

Nei sistemi basati sulle relazioni, i cosiddetti *networks*, l'obiettivo ultimo delle aziende è la loro sopravvivenza e il loro sviluppo. Non si ha più un approccio basato sulla massimizzazione del valore delle azioni, come nel sistema angloamericano, ma un approccio basato sulla *massimizzazione del valore per l'intera azienda*. Nel cosiddetto *Corporate Maximisation Model* l'Alta Direzione ha il compito di bilanciare gli interessi dei vari gruppi di stakeholder che entrano in relazione con l'azienda e che nutrono nei confronti di questa uno specifico interesse.

La differenza rispetto al modello anglosassone, ovvero la diversa concezione di obiettivo finale perseguito dall'azienda, nasce dal differente grado di separazione tra proprietà e controllo caratterizzante i due sistemi. Nei sistemi basati sulle relazioni, infatti, vi è una minore separazione tra proprietà e controllo e, di conseguenza, vi è un maggior allineamento tra il concetto di valore per gli azionisti e per l'azienda. Troviamo qui pochi grandi azionisti che sono in grado di esercitare una forte influenza sulla gestione dell'impresa. In più, a differenza del sistema anglosassone, il sistema legislativo che

²³³ Ci riferiamo al *Code for Independent Directors of Investment Funds (2010)*, il quale si concentra principalmente su:

- indipendenza del Board;
- nomina e responsabilità del Chairman;
- ruolo degli amministratori.

caratterizza i networks è basato sul concetto di *civil law*²³⁴, e non sul concetto di common law.

Infine, in questi Paesi non troviamo un mercato per il controllo aziendale sviluppato, anzi questo è quasi inesistente. Nello specifico, le imprese quotate in Borsa, non essendo soggette al controllo esterno, permettono al Top Management di trattenere risorse per autofinanziare nuovi investimenti. In teoria, l'Alta direzione sembra avere maggior potere in quanto è protetta dal rischio di scalate ostili presenti nei Paesi anglosassoni ma, in pratica, è dotata di minor autonomia poiché le decisioni strategiche che si intende intraprendere devono ottenere sempre il consenso di tutti i portatori di interessi, tra i quali troviamo dipendenti, banche e comunità locali. Ribadiamo ancora una volta l'importanza che i sistemi basati sulle relazioni danno al valore complessivo dell'azienda, intesa come un insieme di interessi da coordinare tra loro²³⁵.

Il sistema oggetto di studio in questo capitolo si suddivide in due classi, quella *renana* e quella *latina*. Nella prima classe troviamo i Paesi di orientamento germanico, ovvero quelli che adottano principalmente il modello renano, tra cui Germania, Austria, Olanda, Lussemburgo e, con qualche particolarità, i Paesi Scandinavi; nella seconda classe troviamo, invece, i Paesi di orientamento latino, ovvero Francia, Spagna, Portogallo, Belgio, Grecia e Italia. I due gruppi si distinguono fundamentalmente per il diverso peso che

²³⁴ Andando nel particolare, è opportuno distinguere il sistema legislativo in *civil law germanico* e *civil law francese*. Il primo, tipico del modello renano, è caratterizzato da un grado di protezione legale nei confronti di azionisti e creditori più alto, avvicinandosi così al concetto di common law, mentre il secondo sistema legislativo, tipico del modello latino, si caratterizza per un grado di protezione legale più basso.

²³⁵ A tal proposito, riportiamo il principio presente nell'*art. 14 della Costituzione tedesca*: "la proprietà include gli obblighi e deve essere usata, oltre per perseguire l'interesse personale, anche per servire il bene comune."

ognuno dà al ruolo svolto all'interno dell'impresa dalle Banche e dai lavoratori, in quanto, nel primo, ma non nel secondo gruppo, rappresentano attori cruciali.

Nella trattazione che segue mi soffermerò sulla prima classificazione, ovvero sul sistema renano. Il sistema di tipo latino verrà discusso nel paragrafo successivo.

3.1. Il sistema renano e l'importanza della codeterminazione

I Paesi appartenenti al sistema renano sono accomunati dall'istituto della *codeterminazione* o *cogestione*, un elemento giuridico che tradizionalmente attribuisce ai lavoratori il diritto di partecipare alla corporate governance. Più precisamente, sotto il profilo economico-aziendale, si attua il principio secondo cui il potere di esercitare la gestione e il controllo risiede nelle mani dei conferenti le risorse primarie all'azienda, tra cui troviamo, non solo coloro che conferiscono capitale ma, anche, i *prestatori di lavoro*²³⁶. Partendo da questo presupposto si comprende il motivo per cui all'interno di questi sistemi è attribuita notevole importanza ai dipendenti nel processo decisionale strategico. All'interno dei Consigli di Sorveglianza²³⁷, soprattutto delle maggiori imprese, troviamo rappresentanti dei dipendenti che dovranno

²³⁶ Gino Zappa, un economista e aziendalista italiano, identifica tra le risorse primarie dell'azienda non solo il capitale (K), ma anche il lavoro (L). Da cui la Funzione di Produzione da ottimizzare $Y=K+L$.

²³⁷ Il Consiglio di Sorveglianza è l'organo che ha il compito di controllare il Consiglio di Gestione, o Amministrazione, il quale si occupa di gestire l'impresa. Lo *Statuto costitutivo sul Lavoro* prevede che un terzo dei membri del Consiglio di Sorveglianza delle imprese con oltre 500 membri sia eletto dai dipendenti e la *Legge sulla codeterminazione del 1976* stabilisce che la metà del Consiglio nelle imprese con oltre 2.000 dipendenti deve essere composta da rappresentanti dei dipendenti. MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, in "Studi di Ragioneria e di Economia Aziendale", Giappichelli, Torino, 1999, p.62.

accordarsi con gli azionisti nel delineare la strategia da perseguire, creando un ambiente di tipo collaborativo.

L'altro stakeholder rilevante è costituito dalle *Banche*, dato che rivestono lo stesso ruolo che Borsa e Mercato Finanziario hanno nel modello anglosassone. In sostanza, le Banche hanno da sempre finanziato l'industria in maniera diretta, creando una relazione forte tra il settore bancario e il settore industriale, grazie alla presenza, in questi paesi, della *Banca Universale* senza distinzione tra Banche di Investimento e Banche di Deposito. Si parla di *relationship banking*, una concezione che riduce al minimo i costi di agenzia pre e post- contrattuali dovuti ad asimmetrie informative e a comportamenti opportunistici presenti nei rapporti finanziari. Le Banche, concretamente, detengono pacchetti azionari indirettamente, come consulenti di piccoli investitori, o, addirittura, direttamente, come azionisti interessandosi degli andamenti strategici di lungo periodo e partecipando alla gestione esercitando un'influenza notevole grazie al sistema di voto con deleghe²³⁸.

In conclusione, è possibile dedurre che nel sistema basato sulla codeterminazione il capitale flottante, ovvero disperso nel mercato, è relativamente basso, data la possibilità di avere una partecipazione rilevante all'interno dell'azienda.

²³⁸ Come le Banche, anche le *Compagnie Assicuratrici* rivestono un ruolo fondamentale nella gestione aziendale grazie alle partecipazioni azionarie possedute direttamente o tramite incroci azionari con altre imprese non finanziarie.

3.1.1. Il ruolo delle Banche nel capitalismo manageriale cooperativo tedesco

Tra i Paesi appartenenti all'area renana, la *Germania* rappresenta quello in cui è maggiormente marcato il concetto di codeterminazione, che prende il nome di *Mitbestimmung*, dando vita all'idea di “*economia sociale di mercato*”²³⁹. Storicamente, la corporate governance tedesca ha sempre valorizzato le relazioni che le imprese instauravano con lavoratori e banche. Con l'introduzione nel 1870 del *sistema dualistico*, ovvero del sistema a due livelli (*two-tiered*), il legislatore tedesco introdusse un organo di controllo avente il compito di vigilare sulla gestione, garantendo il rispetto delle leggi e dell'interesse comune. Proprio grazie a quest'organo, i diversi portatori di interessi trovano espressione nell'orientare le decisioni strategiche. Il quadro normativo di riferimento risale alla *Legge sulle Società per Azioni del 1937 (Aktiengesetz)*, basata sull'idea che la gestione societaria non debba essere limitata al solo soddisfacimento degli azionisti ma si debba riferire ad una più ampia comunità di stakeholder²⁴⁰. Nella sostanza, la legge stabilisce che ogni società per azioni²⁴¹ deve costituire un Consiglio di Sorveglianza

²³⁹ Secondo il principio della *Sozialmarktwirtschaft*, ovvero dell'economia sociale di mercato, lo Stato non interferisce in merito al funzionamento del mercato, ma si limita a garantirne i presupposti giuridici, sociali e monetari.

²⁴⁰ Si stabiliva che “*la gestione da parte del Vorstand dovesse avvenire in vista del “bene dell'impresa e dei suoi dipendenti e del bene comune (Gemeinwohl) del popolo e dell'Impero (Reich).”* L'espressione era naturalmente intesa secondo la peculiare visione di bene comune del nazismo e del Terzo Reich e proprio per questo non è stata ripresa nell'*Aktiengesetz* del 6 Settembre 1965, attualmente in vigore. L'attuale testo ne ha infatti ereditato solo la prima fase, che si limita a stabilire che “*il Vorstand deve gestire la società sotto la propria responsabilità*” senza esplicitare le finalità a cui la gestione deve essere informata, in quanto di competenza dell'Aufsichtsrat. PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004, pp. 100 e 101.

²⁴¹ In proposito, si ricorda che il sistema dualistico è obbligatorio per le società per azioni (*Aktiengesellschaft – AG*), mentre è, in linea generale, facoltativo per le società a responsabilità limitata (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH*), le quali sono tenute a introdurlo per

(*Aufsichtsrat*), collocato in posizione intermedia tra l'Assemblea degli Azionisti (*Hauptversammlung*) e il Consiglio di Gestione (*Vorstand*). La forza del sistema dualistico di ispirazione tedesca, o specificamente detto *sistema dualistico verticale*, è nella rigida separazione tra Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza: i membri di quest'ultimo non possono essere simultaneamente manager o dipendenti, data l'incompatibilità dei ruoli.

L'assemblea degli azionisti è competente per le materie espressamente indicate dalla legge e dallo statuto, come la nomina e la revoca per giusta causa dei membri del Consiglio di Sorveglianza, l'approvazione del bilancio, la nomina degli auditor esterni, gli aumenti o le riduzioni del capitale, la liquidazione della società e la modifica dello statuto²⁴². Il principio su cui si basa il diritto di voto è quello del "*one share one vote*"²⁴³, divenuto regola a partire dal 1998, in contrapposizione con gli Stati Uniti dove vi è la possibilità di ricorrere a diverse classi di azioni con differenti diritti (dual-class). Per tutelare i piccoli azionisti è possibile esercitare il *voto per procura* tramite le Banche (*depotstimmrecht*)²⁴⁴. A protezione dei risparmiatori, le Banche sono tenute, però, a formulare proposte di voto coerenti con l'interesse del cliente medio e, se detengono almeno il 5% del capitale, sono obbligate a rispettare le indicazioni di voto che le devono essere fornite anticipatamente dai clienti²⁴⁵.

legge solo se hanno dimensioni relativamente elevate, ovvero *più di 500 dipendenti*, in quanto sorge l'obbligo della codeterminazione.

²⁴² In particolare, per la modifica dello statuto la legge richiede una *maggioranza qualificata*, ovvero $\frac{3}{4}$ dei voti.

²⁴³ Di norma le azioni devono essere almeno pari al 5% del capitale per tutelare le minoranze.

²⁴⁴ Basti pensare che *nel 1975* le banche esercitavano mediamente il 31.27% dei diritti di voto nelle 100 maggiori imprese industriali e, se ci si sofferma in particolare sulle società quotate, i diritti di voto esercitati per delega da parte delle banche eccedevano il 50% del totale.

²⁴⁵ In proposito, la *Legge sul controllo e la trasparenza nel settore delle imprese del 5 Marzo 1998* nasce come incentivo alla partecipazione attiva in assemblea con l'intento di proteggere

Il *Vorstand* è l'organo responsabile²⁴⁶ della gestione ordinaria e ha la rappresentanza giuridica e stragiudiziale della società. È generalmente composto da uno o più membri²⁴⁷ che restano in carica per massimo 5 anni, confermabili una sola volta, e possono essere revocati da parte del Consiglio di Sorveglianza se ricorrono gravi motivi espressi dalla legge²⁴⁸. La remunerazione dei membri viene decisa dall'organo di controllo in modo che sia commisurata e appropriata al lavoro svolto²⁴⁹.

L'*Aufsichtsrat* è l'organo di controllo interno, storicamente nato nel 1870, con l'introduzione del sistema dualistico, nell'intento di salvaguardare l'interesse degli azionisti proteggendo allo stesso tempo il pubblico interesse²⁵⁰. Parliamo appunto di "*impresa sociale*" o "*conoscitiva*", poiché mira alla realizzazione di un equo temperamento di interessi di vari soggetti in un clima di reciproca fiducia: tutti gli interlocutori aziendali condividono lo stesso rischio economico e le stesse potenzialità di sviluppo aziendali. L'organo è composto da minimo tre membri, o un multiplo di questi fino ad un

gli azionisti di minoranza dall'influenza significativa che le Banche hanno sul management nel momento in cui possono esercitare il diritto di voto in assemblea.

²⁴⁶ In linea teorica, gli amministratori *non sono responsabili per azioni compiute in esecuzione di deliberazioni assembleari*, a meno che non sia presumibile un danno grave per la società. La società può rinunciare all'azione di responsabilità contro gli amministratori che non hanno impugnato una delibera assembleare a danno della società dopo che sono trascorsi 3 anni dalla mancata impugnazione e se non vi si oppongono soci che rappresentano il 10% del capitale sociale. L'onere di dimostrare l'inesistenza del danno grave spetta agli amministratori.

²⁴⁷ Nel caso in cui l'organo sia composto da più membri viene eletto uno *chairman (Sprecher)*, con il compito principale di coordinatore, il cui voto può essere decisivo nelle riunioni difficili, in quanto vale doppio.

²⁴⁸ Tra i gravi motivi espressamente previsti dalla legge ricordiamo:

- Violazione dei doveri;
- Incapacità e mozione di sfiducia oggettivamente motivata e votata dall'assemblea;
- Utilizzo dei beni sociali per scopi personali;
- Danno alla reputazione sociale attraverso operazioni speculative.

²⁴⁹ Anche in Germania, come negli Usa, vi è l'istituto delle Stock option. L'unica differenza è nella previsione obbligatoria di un *holding period di almeno 2 anni*, eliminando il rischio di un orientamento manageriale di breve termine.

²⁵⁰ Ricordiamo che il sistema renano può essere descritto come *relationship-based o network-based*, in quanto presuppone la collaborazione tra le categorie di interlocutori tramite il consiglio di sorveglianza.

massimo di 21²⁵¹, eletti principalmente da azionisti²⁵² e lavoratori²⁵³, durano in carica 4 anni, e sono rieleggibili una volta. Compito del Consiglio di Sorveglianza è eleggere il Consiglio di Gestione a maggioranza qualificata²⁵⁴ e, se ciò non è possibile, si stabilisce che i rappresentanti dei lavoratori²⁵⁵ eleggano il vicepresidente e che i soci nomino il presidente²⁵⁶. In più, il Consiglio in questione deve svolgere un *controllo di merito e di legittimità* sull'operato dell'organo di gestione, potendolo anche revocare quest'ultimo per giusta

²⁵¹ La legge sulla codeterminazione del 1976, regolante le imprese con oltre 2.000 dipendenti, dispone regole sulla *numerosità dell'organo* prevedendo che:

- Nelle imprese che contano fino a 10.000 dipendenti, il consiglio di sorveglianza sia composto da 12 membri, di cui 6 eletti dai lavoratori e 6 dall'assemblea;
- Nelle imprese che impiegano da 10.000 a 20.000 dipendenti, il consiglio abbia 16 membri (8 più 8);
- Nelle imprese con oltre 20.000 dipendenti, il consiglio comprenda 20 membri (10 più 10).

È altresì previsto che, nel consiglio di sorveglianza, due membri, nei primi due gruppi di imprese, e tre, nell'ultimo gruppo di imprese, siano rappresentanti delle organizzazioni sindacali operanti in azienda.

BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, p. 119.

²⁵² La legge sulla codeterminazione enfatizza il ruolo riconosciuto ai lavoratori, non specificando niente in merito al ruolo che le banche assumono nel procedimento di nomina dell'organo di controllo. Tuttavia, le banche solitamente sono i principali azionisti delle imprese quindi partecipano al procedimento di nomina esprimendosi nell'assemblea degli azionisti, direttamente o tramite delega.

²⁵³ Nello specifico, la legge sulla codeterminazione prevede che:

- Nelle imprese minerarie ed estrattive del carbone, del ferro e dell'acciaio con almeno 1.000 dipendenti, i lavoratori eleggono il 50% dell'organo di controllo (*1951 – parità piena*);
- Nelle imprese di altri settori che contano più di 500 dipendenti ma meno di 2.000 dipendenti, i lavoratori hanno diritto a nominare un terzo del consiglio di sorveglianza (*1952 – parità in ragione di un terzo*);
- Nelle imprese con più di 2.000 dipendenti, la loro rappresentanza sale ad un mezzo (*1976 – quasi parità*).

I componenti che residuano sono eletti dall'assemblea degli azionisti.

BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, pp. 117 e 118.

²⁵⁴ La legge tedesca del 1976 stabilisce che se non è raggiunta la maggioranza dei due terzi, deve essere costituito un apposito *Comitato di Mediazione (Vermittlungsausschuss)* all'interno del consiglio di sorveglianza, composto da presidente, vicepresidente, un rappresentante dei lavoratori e uno dei soci, per garantire equilibrio e condivisione.

²⁵⁵ In proposito, l'organo di rappresentanza organizzativa dei lavoratori è il *Comitato dei lavoratori (Betriebsrat)*, il quale esprime pareri, a volte anche vincolanti, sulle problematiche attinenti il personale, le retribuzioni, l'organizzazione del lavoro, la salute e la sicurezza. Il personale eleggerà altresì un comitato economico (*Wirtschaftsausschuss*), incaricato di discutere delle problematiche economiche con i vertici aziendali.

²⁵⁶ Si tratta di una disposizione rilevante, poiché, in caso di parità, avendo il voto del presidente valore doppio, si garantisce una posizione di vantaggio agli azionisti.

causa. Questa funzione viene svolta tramite l'approvazione del bilancio ed è accompagnata da una funzione deliberativa che assicuri un sostegno concreto al management nelle decisioni più importanti. L'Aufsichtsrat, in questo modo, assolve a compiti ben più penetranti della mera funzione di vigilanza, che portano ad equipararlo ad un organo amministrativo²⁵⁷. Per sopperire ai danni derivanti da questa situazione, deve essere promossa la cultura della trasparenza e della correttezza dell'informativa economico-finanziaria, garantendo un continuo flusso di informazioni tra i due organi. A tal proposito, possono essere costituiti *comitati interni* temporanei o permanenti con lo scopo di raccogliere maggiori informazioni (diritto di ispezione).

Con la progressiva apertura del mercato finanziario in un'ottica di internalizzazione delle imprese è divenuto fondamentale l'introduzione, nel 1 Maggio del 1998, della *legge KonTraG (Kontroll- und Transparenzgesetz)*²⁵⁸ finalizzata a rafforzare la trasparenza dei sistemi di controllo migliorando la trasparenza nelle relazioni tra gli organi dell'impresa. Nasce così la figura del *revisore esterno*, un soggetto indipendente²⁵⁹ scelto dal Consiglio di Sorveglianza per verificare la correttezza del bilancio e delle attestazioni effettuate dai vertici aziendali. La sua presenza è obbligatoria per le imprese di

²⁵⁷ Il Vorstand e l'Aufsichtsrat, essendo espressione dello stesso gruppo di potere, senza una netta ripartizione delle funzioni, tendono a cooperare creando conflitti di interessi. Un'inchiesta condotta negli anni Sessanta da Werth mise alla luce che il potere dell'Aufsichtsrat aumenta col crescere dell'influenza dei grandi azionisti; viceversa, il potere del Vorstand aumenta con la polverizzazione del capitale sociale: il primo organo è quindi strumento del secondo.

²⁵⁸ Il Codice di Best practice è stato riformato nel 2000 dal *German Panel on Corporate Governance* e si basa sul principio di "comply or explain".

²⁵⁹ [...] The independent auditor has to be German Public Auditor (Wirtschaftsprüfer). Most of the German public auditors (87%) are part of the Institute of Public Auditors, Incorporated Association (Institut der Wirtschaftsprüfer) that is the only German professional organisation which represents public auditors. KHOUDJA S., *Corporate Governance in Germany: the recent changes*, in RUGGERO e. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, Roma, 2004, p. 181.

grandi dimensioni o, in generale, per tutte le imprese quotate nel German Stock Exchange, con l'intento di garantire protezione al pubblico risparmio. In Germania, il comportamento negligente dell'auditor si ha sia a seguito di un illecito civile, che di una violazione del contratto di mandato.

Per concludere la trattazione in merito al sistema di corporate governance adottato in Germania mi voglio soffermare sulle origine storiche del capitalismo germanico, sul ruolo determinante delle banche nello sviluppo industriale, e sull'orientamento normativo nel contesto attuale.

Come negli Stati Uniti, la nascita dell'impresa moderna in Germania si deve allo sfruttamento di economie di scala e di diversificazione produttiva e localizzativa rese possibili dallo sviluppo delle reti di trasporto e di comunicazione. A differenza del capitalismo anglosassone, però, le dimensioni del mercato interno modeste hanno favorito una maggior collaborazione tra le imprese²⁶⁰, la centralità del ruolo finanziario²⁶¹ e imprenditoriale della Banca

²⁶⁰ Grazie ad una *legge del 1897*, che riconosceva l'istituto dei *cartelli*, si ridusse la pressione data da acquisizioni orizzontali e fusioni e furono favorite le partecipazioni incrociate tra imprese, finalizzate al reciproco controllo. [...] The process of concern building started quite late in the century: in 1887, fewer than 20 of the largest 100 industrial enterprise took on the form a concern. Most cartels appeared in the economically prosperous years between 1888 and 1891, and the institution rose to great economic importance in the period between 1895 and 1900. Before 1865 there existed just four cartels, and a decade later that number was still only eight. By 1885, however, there were 90 cartels, and that number was more than doubled, at 210, in 1890. By 1905, a total of 366 industrial cartels had formed. FOHLIN C., *The History of Corporate Ownership and Control in Germany*, in MORCK R.K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 227.

²⁶¹ Secondo *Gerschenkron*, l'importanza delle banche nel sistema finanziario tedesco è causato dall'appartenenza della Germania ai paesi cosiddetti "ritardatari" (*late-joiner*), i quali, costretti a raggiungere un grado di sviluppo confrontabile con quello delle nazioni più avanzate, sono stati indotti a far ricorso a soggetti diversi dal mercato al fine di sostenere il proprio processo di sviluppo industriale. In particolare, in Germania, a differenza degli altri paesi ritardatari, la crisi degli anni '30 non ha inciso sull'importanza della relazione banca-impresa. PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004, p. 66.

universale²⁶², e grazie al ruolo svolto dal sistema educativo, la nascita di una classe manageriale preparata in quanto la Germania disponeva dei migliori istituti di istruzione tecnica del mondo²⁶³. Nel corso degli anni il capitalismo familiare lasciò sempre più il posto al capitalismo manageriale²⁶⁴, soprattutto nelle grandi imprese: solo il periodo nazista, spingendo verso la centralità del controllo statale nelle grandi imprese, rappresentò un'eccezione al modello.

Dopo la Seconda Guerra Mondiale la situazione mutò. Per reagire alla crisi creata dalla guerra e dall'inflazione, le imprese formarono gruppi di interesse (*Interessengemeinschaften*) e gruppi con partecipazioni incrociate (*Konzerne*), facendo sì che famiglie e governo lasciassero spazio ad aziende non finanziarie. Solo con l'unificazione della Germania, il capitale di proprietà delle società non finanziarie si ridusse del 30% lasciando spazio alle compagnie assicurative, ad azionisti stranieri, e a un nuovo gruppo di istituzioni denominate fondi di investimento. In realtà, la volontà di decentralizzare la proprietà nel lungo termine fallì, in quanto, soprattutto nelle grandi imprese quotate, *la proprietà restava centralizzata nelle mani di importanti shareholder tra cui famiglie che continuavano ad essere una forza rilevante.*

In sostanza, *la struttura proprietaria e istituzionale delle imprese tedesche trova il punto di riferimento nel delicato equilibrio esistente tra fondazioni, istituzioni legati a dipendenti e strutture pubbliche, coordinati tra*

²⁶² Ci riferiamo alle *Kreditbanker* nel periodo 1840-1950 e successivamente alle *Grossbanker*, ovvero le tre grandi banche tedesche (la Deutsche Bank, la Commerzbank e la Dresdner Bank).

²⁶³ Si pensi che le imprese tedesche investono ancora oggi il 2% dei profitti (3% in Giappone) nella formazione del personale, in più, tradizionalmente si tende a tramandare di generazione in generazione il lavoro rafforzando in tal modo l'esperienza e la competenza del lavoratore.

²⁶⁴ Nell'analisi chandleriana il capitalismo tedesco viene definito *cooperative managerial capitalism*, per distinguerlo dal modello anglosassone e latino denominato *competitive managerial capitalism* o *personal capitalism*.

loro dalle banche²⁶⁵. Il modello tedesco dimostra come il frazionamento della proprietà azionaria sia una condizione necessaria, ma non sufficiente, per lo sviluppo di un mercato di controllo azionario, infatti qui, grazie alla relazione banca-impresa, sono soddisfatte le esigenze delle imprese senza ricorrere al mercato mobiliare²⁶⁶. Tuttavia, il ruolo delle Banche non deve essere sopravvalutato. È vero che la rappresentanza delle banche nei consigli delle imprese tedesche è maggiore che nel resto dell'Europa, ma tendenze recenti hanno limitato questa presenza e aumentato le responsabilità in caso di crisi. Si stabilisce, infatti, che non è possibile per la Banca recuperare il proprio credito, in sede di procedura concorsuale, nel caso in cui si accerti che questo sia stato erogato in modo succedaneo ad un conferimento di capitale della stessa, contribuendo all'eccessivo indebitamento che ha portato l'impresa allo stato di insolvenza²⁶⁷. Le imprese hanno il delicato compito di produrre un ordine stabile e assumono la veste di *organizzazione sociale* atta a garantire benessere e sicurezza individuale²⁶⁸.

²⁶⁵ Il modello di *Hausbank*, ovvero di Banca universale, favorisce un'elevata crescita del Sistema in quanto:

- la banca, a cui sono concesse partecipazioni azionarie, gode di vantaggi informativi maggiori, eliminando così l'asimmetria informativa nei rapporti con l'impresa;
- il rapporto di credito, essendo basato su informazioni private, mantiene margini di riservatezza sulle scelte strategiche intraprese tutelando maggiormente l'impresa rispetto al mercato che richiede invece la massima trasparenza sulle decisioni gestionali;
- evitando lo sviluppo del mercato finanziario, si riduce la mobilità del capitale e quindi la possibilità di modificare il management, mantenendo l'impresa più stabile nel tempo.

²⁶⁶ "This development was further encouraged by the creation of a state social and pension system under *Bismarck* in the 70s of the 19th Century." KHOUDJA S., *Corporate Governance in Germany: the recent changes*, in RUGGERO e. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, Roma, 2004, p. 183.

²⁶⁷ Stiamo parlando di ciò che la dottrina tedesca definisce *eigenkapitalersetzende Darlehen*, ovvero *crediti in sostituzione di capitale proprio*.

²⁶⁸ Il modello di governance tedesco raramente è entrato in crisi, confermando come l'impresa sia l'immagine di stakeholder che credono e vedono favorevolmente la combinazione e l'interazione *Stato-banca-impresa* nella guida e nello sviluppo del sistema economico

Nell'ottica di concorrenza globale presente nel contesto attuale, la Germania non dovrà introdurre modifiche sostanziali, in quanto il suo *stile di gestione dell'economia*, cosiddetto *militare*, che mobilita la collettività nazionale nell'interesse generale, permetterà semplicemente l'adeguamento del sistema alle esigenze ambientali. Il problema più pressante attualmente in Germania riguarda, unicamente, la consapevolezza di un sistema di codeterminazione tedesco, più penetrante rispetto al resto del mondo, ostacolo alle operazioni di fusione con società estere. Si pensi, ad esempio, che solo i lavoratori impiegati nelle sedi delle imprese presenti in Germania possono partecipare alla nomina dei rappresentanti nell'organo di controllo.

3.1.2. La governance in Austria: analogie e differenze col caso tedesco

La governance austriaca presenta molti punti in comune con il sistema tedesco, preso come punto di riferimento nella definizione del modello da seguire. L'ordinamento austriaco rimarca, di fatto, le idee di fondo del testo tedesco del 1937; in particolare, *l'Aktiengesetz austriaco del 31 Marzo 1965* stabilisce che *“il Vorstand deve gestire la società sotto la propria responsabilità per il bene dell'impresa tenendo conto degli interessi degli azionisti e dei lavoratori²⁶⁹ nonché dell'interesse pubblico”*. Il risultato è

nazionale. FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001, p. 140.

²⁶⁹ Caratteristica distintiva dell'ordinamento austriaco, come di quello tedesco, è la *codeterminazione*, disciplinata dalla *Legge Costituzionale sul Lavoro del 1974*. In particolare, in Austria la partecipazione dei lavoratori alla gestione è stata riconosciuta con la *Legge sui Consigli dei Lavoratori nel 1919*, grazie al riconoscimento del potere di nominare due membri dell'organo amministrativo. In più, dal 1934 sono state autorizzate per legge le assemblee dei lavoratori all'interno delle imprese.

quello di considerare l'impresa come un soggetto dotato di personalità giuridica, provvista di vita propria, che compie azioni nel proprio interesse.

Il sistema di corporate governance che le società per azioni sono obbligate ad adottare è quello *dualistico verticale*, in cui è presente l'Assemblea degli Azionisti, il Consiglio di Sorveglianza e il Consiglio di Gestione.

L'Assemblea degli Azionisti (Hauptversammlung) delibera su questioni fondamentali, tra cui la nomina di revisori contabili esterni²⁷⁰, ed è presieduta dal presidente del Consiglio di Sorveglianza, nominato dall'assemblea stessa per due terzi²⁷¹.

Il *Consiglio di Gestione (Vorstand)* si occupa della gestione ordinaria dell'impresa al fine di garantire la soddisfazione degli interessi degli azionisti, dei lavoratori e della collettività. Nel rispetto dei principi di correttezza ed economicità, predispone il bilancio e tiene le scritture contabili. I membri sono nominati dal Consiglio di Sorveglianza, durano in carica 5 anni e sono rieleggibili una volta.

Il *Consiglio di Sorveglianza (Aufsichtsrat)* è l'organo fondamentale del sistema in quanto rappresenta la volontà degli stakeholder, principalmente di azionisti e lavoratori. L'organo deve comprendere almeno 3 rappresentanti degli azionisti²⁷², e quindi automaticamente, per il principio della "parità in

²⁷⁰ La nomina dei revisori contabili esterni è effettuata *autonomamente* dall'assemblea degli azionisti senza alcun intervento dei lavoratori (eccezione alla codeterminazione).

²⁷¹ A tal proposito, è opportuno specificare che in Austria è stata recepita solo la *legge tedesca sulla codeterminazione del 1952* che prevede il principio di "parità in ragione di un terzo", ovvero i lavoratori hanno diritto di nominare un terzo dei membri del Consiglio di Sorveglianza.

²⁷² In proposito, è stabilito un numero massimo di rappresentanti di azionisti all'interno del Consiglio di Sorveglianza *in base alla dimensione aziendale*. In particolare:

ragione di un terzo”, 2 rappresentanti dei lavoratori²⁷³. Il mandato dei membri dell’organo nominati dagli azionisti dura massimo 5 anni, mentre non vi sono limiti di durata per il mandato dei rappresentanti dei lavoratori. Come è possibile notare, a differenza del sistema adottato in Germania, il sistema austriaco considera gli azionisti come la categoria maggiormente a rischio, in quanto i lavoratori sono fortemente protetti dal meccanismo della codeterminazione. La normativa riconosce, pertanto, maggiori poteri a questi, in merito al ruolo dell’organo di controllo, stabilendo che:

- il Consiglio di Sorveglianza può essere revocato unicamente con maggioranza qualificata dell’assemblea degli azionisti;
- nel caso in cui i membri del Consiglio di Gestione sono impossibilitati a svolgere le proprie funzioni, solo i rappresentanti degli azionisti nell’organo di controllo possono sostituirli;
- i consiglieri dell’organo di sorveglianza nominati dagli azionisti sono rivestiti del potere di possedere il voto determinante nella scelta del

-
- Per le imprese con capitale sociale NON superiore a 350.000 euro, i membri eletti dagli azionisti possono essere al massimo 7;
 - Se il capitale sociale è compreso tra 350.000 e 3.500.000 euro, il numero massimo di rappresentanti eleggibili è 12;
 - Per le imprese in possesso di un capitale sociale MAGGIORE di 3.500.000 euro, il limite è di 20 rappresentanti.

Il codice di Best practice raccomanda, però, consigli *non troppo numerosi* (massimo 10 rappresentanti degli azionisti) per evitare le difficoltà riscontrabili nella coordinazione delle funzioni.

²⁷³ In merito alle elezioni dei rappresentanti dei lavoratori sono stabilite diverse regole:

- Nel caso in cui i rappresentanti degli azionisti sono dispari, i rappresentanti dei lavoratori hanno diritto ad un *seggio supplementare*;
- I *delegati sindacali* non possono far parte del consiglio di sorveglianza se non sono anche dipendenti dell’azienda;
- Nel caso in cui esiste un *comitato aziendale dei lavoratori*, obbligatorio se i dipendenti sono almeno 5, i rappresentanti dei lavoratori da inserire nel consiglio di gestione devono essere scelti tra i membri del comitato.

presidente e del vicepresidente e nella nomina dei membri del Consiglio di Gestione²⁷⁴.

L'organo di controllo può istituire anche *Comitati Interni*²⁷⁵ a cui sono affidate specifiche mansioni, quali, ad esempio, la predisposizione del contratto d'impiego per i consiglieri del Vorstand. Ogni comitato è composto da almeno 3 membri, ovvero due rappresentanti degli azionisti, nello specifico presidente e vicepresidente, e uno dei lavoratori, il quale non previsto all'interno del comitato per i rapporti tra impresa e soci.

La similarità della realtà austriaca a quella tedesca è giustificata dal fatto che, per tutto il Novecento, l'economia nazionale ha visto:

- ✓ la partecipazione significativa da parte dello Stato, che spesso risultava come azionista di riferimento per molte imprese e banche di grandi dimensioni;
- ✓ le famiglie come blockholder nelle imprese private di grandi dimensioni;
- ✓ l'affermarsi di un sistema di relazioni banca-impresa (Hausbanken System) garante dei flussi continui di risorse finanziarie;
- ✓ la cogestione come principio di base dell'ordinamento legislativo nazionale.

Tuttavia, i due sistemi presentano delle dissomiglianze dovute alle diverse condizioni del contesto. Il mercato finanziario austriaco ha trovato maggiori

²⁷⁴ Stiamo parlando della cosiddetta “regola della doppia maggioranza” o “clausola a protezione degli azionisti”.

²⁷⁵ La legge fallimentare del 1997 ha introdotto nell'ordinamento l'Audit Committee, il quale si compone di almeno 5 rappresentanti degli azionisti. Nel 2008 è divenuto obbligatorio per le società quotate e per quello di grandi dimensioni, ovvero con capitale sociale superiore a 96,25 milioni di euro o con un giro di affari superiore a 192,5 milioni di euro.

difficoltà nell'affermarsi a causa della presenza di numerosissime piccole imprese, a discapito delle grandi imprese, con proprietà altamente concentrata. La bassa propensione dei risparmiatori all'investimento aziendale ha fatto sì che il legislatore recepisce con ritardo l'esigenza di una regolamentazione sulla corporate governance, data appunto la scarsa esigenza di tutelare i piccoli azionisti, quasi sempre inesistenti.

Nel 2002, dopo un'indagine dell'Unione Europea che qualificava l'Austria e il Lussemburgo come gli unici paesi ancora privi di un codice di autodisciplina, la Borsa di Vienna, insieme con il Ministero delle Finanze e le associazioni delle imprese finanziarie e per la gestione dei fondi e dei professionisti, redisse il *primo codice di best practice austriaco*. Da qui sono partite una serie di riforme per uniformare la realtà austriaca al contesto europeo. In particolare:

- Nel 2004 è stata recepita la direttiva comunitaria sulla *Società Europea*²⁷⁶ che ha introdotto nell'ordinamento la possibilità di adottare, oltre al sistema dualistico verticale, anche il sistema monistico;
- Nel 2006 sono state introdotte regole finalizzate a promuovere *l'efficacia dei controlli* sia se compiuti dal Consiglio di Sorveglianza, tutelando l'indipendenza dei consiglieri, stabilendo un numero massimo di incarichi da assolvere, ed istituendo l'Audit Committee, sia compiuti dal revisore esterno, stabilendo per le società quotate una rotazione obbligatoria ogni 6 anni e impedendo a consiglieri e manager di

²⁷⁶ Le imprese che non adottano la forma giuridica di Società Europea sono obbligate ad utilizzare il modello dualistico verticale, se si tratta di società per azioni, e orizzontale, se si tratta di società a responsabilità limitata. Si prospetta, però, l'estensione dell'adozione del modello monistico alle società per azioni nel caso in cui i vertici aziendali lo ritengono opportuno per migliorare la protezione degli azionisti.

assumere la carica se non trascorsi almeno 2 anni dalla cessazione dell'incarico precedente;

- Nel 2008 è stato introdotto l'obbligo per le società quotate di pubblicare una *relazione sulla corporate governance*, focalizzandosi sul funzionamento del sistema di controlli interni e di gestione dei rischi. In più sono state recepite le direttive sulla trasparenza (2004/109/CE) e sulla revisione contabile (2006/43/CE);
- Nel 2009 è stata recepita la direttiva 2007/36/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti, come il *voto a distanza* tramite partecipazione telematica;
- Ne 2010 è stato aggiornato il codice di autodisciplina in merito al *sistema di remunerazione dei vertici aziendali*.

Nel concludere l'analisi sul sistema austriaco, è opportuno evidenziare che, nonostante le innumerevoli riforme messe in atto negli ultimi anni, non tutte le imprese di questo Sistema-paese si sono allineate alle disposizioni del codice di autodisciplina²⁷⁷. Le norme presenti nel richiamato codice non sono, infatti, tutte obbligatorie, data la presenza anche di norme volontarie, da adottare a discrezione dell'impresa secondo il principio "comply or explain", e di mere raccomandazioni.

²⁷⁷ Da uno studio della *Camera di Lavoro di Vienna (Arbeit-kammer)* risulta che, prima del 2007, solo il 60% delle 90 imprese quotate rispettava il codice di autodisciplina e soffermando l'attenzione sul settore principale di borsa il dato raggiunge appena l'85%. È stato così suggerita una riforma del testo, che possa eliminare anche le carenze di indipendenza dei consiglieri di sorveglianza e dei revisori esterni; riforma che è stata respinta in quanto guardando il dato inerente il settore principale di borsa (85%) considerando che i titoli qui scambiati rappresentano il 97% del totale, la situazione appare più incoraggiante.

3.1.3. La modernizzazione del sistema tradizionale olandese

Lo sviluppo storico del mercato finanziario olandese è qualcosa di stravolgente. Esso è dato da un *mix di elementi*, tra cui la cultura prevalente sul mercato dei capitali nel periodo di dominanza commerciale olandese²⁷⁸, l'influenza del sistema legale francese avuta durante il periodo di occupazione della Francia²⁷⁹, e una forte influenza dei sistemi adottati nei territori limitrofi quali, innanzitutto, Germania, e poi, Inghilterra e Stati Uniti²⁸⁰.

Il sistema di governance olandese tradizionalmente previsto dal legislatore nella *Dutch Company Law del 1971* è di tipo *dualistico*. Nella maggior parte delle aziende olandesi troviamo quindi un'assemblea degli azionisti, un organo amministrativo (*Bestuur*) e un organo di controllo (*Raad van Commissarissen*). Il sistema in questione può assumere la variante di tipo orizzontale o verticale a seconda delle dimensioni aziendali. In particolare, il sistema di corporate governance di base è quello *dualistico orizzontale*, che

²⁷⁸ L'Olanda può essere considerata uno dei *pionieri del Stock Exchange Capitalism* grazie alla fondazione nel 1602 della prima grande società a responsabilità limitata, la *Vreenighe Oostindische Compagnie (VOC)*, che con la sua speculazione attiva nel commercio dell'East Indies portò nel 1799 al fallimento di molte entità. [...] The spread false rumours regarding the position of the East India Company and several of them even colluded with the bookkeeper of the Amsterdam Chamber fraudulently to include the transfer of non-existent shares in the register of shareholders. FRENTROP P., *A History of Corporate Governance 1602 – 2002*, Deminor, Amsterdam, 2002, p. 73.

²⁷⁹ Occupazione (dalla quale ci fu la separazione del Belgio dai Paesi Bassi nel 1830) avuta nel periodo 1795 – 1813 dopo lo scoppio della bolla speculativa del 1799 messa in atto da una serie di fallimenti che *ridussero la fiducia* nei confronti del mercato.

²⁸⁰ Il *Wetboek van Koophandel*, ovvero il codice di commercio del 1838, creato sulla base del French civil code del 1804, fu sostituito con la *Dutch Company Law del 1971*, attualmente ordinamento di riferimento, basata su quattro principi:

1. "Preventive government monitoring, including the possibility of judicial suppression"
2. "Transparency of the internal organization and division of powers (including financial reporting)"
3. "Protection of the capital against excessive payouts to shareholders"
4. "Strengthened liability of founders, management, and directors"

DE JONG A., RÖELL A., *Financing and Control in The Netherlands. A Historical Perspective*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 472.

conferisce all'assemblea degli azionisti il ruolo chiave per il governo e il controllo dell'azienda, in quanto è questa che nomina sia l'organo amministrativo che quello di controllo. Tuttavia, essendo anche l'Olanda improntata sulla filosofia di codeterminazione nell'ottica della soddisfazione degli interessi di tutti gli stakeholder, la legge impone l'adozione del sistema *dualistico verticale (full structured regime)*²⁸¹. L'imposizione è diretta principalmente alle imprese di maggiori dimensioni, ovvero quelle con più di 100 dipendenti, in cui diviene necessaria la presenza di un *comitato aziendale dei lavoratori (works councils)* che possa dare suggerimenti al management²⁸². Nella logica di "confronto di classi" molti poteri dell'assemblea degli azionisti vengono trasferiti al consiglio di sorveglianza, nell'ambito del quale avrebbero dovuto trovare contemperamento tutti gli interessi convergenti nell'impresa. Il sistema olandese, a differenza di quello tedesco, presenta però diversi *limiti*:

- Il Raad van Commissarissen, ovvero il Consiglio di Sorveglianza, in quanto organo indipendente e *super partes*, si autonoma tramite il sistema di cooptazione che conferisce nelle mani di questo il compito di esprimere il giudizio definitivo in merito ai candidati alla carica di

²⁸¹ La società non è più concepita come un veicolo nelle mani degli azionisti per la creazione del proprio valore, ma come un'entità indipendente improntata sul senso di solidarietà e sul principio di welfare state.

²⁸² Tra gli stakeholder rilevanti in Olanda troviamo principalmente i lavoratori che hanno contribuito allo sviluppo industriale, mentre le Banche rivestono un ruolo di minor rilievo, essendosi, il sistema bancario, mostrato sempre debole. [...] The role of banks in the control and financing of Dutch industry seems to have been rather secondary, and more British than German in nature. While employees have been given some voice in corporate decision-making in the last few decades of the century, again, their power is not as strong as in Germany. DE JONG A., RÖELL A., *Financing and Control in The Netherlands. A Historical Perspective*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 502.

consigliere scelti da assemblea, comitato dei lavoratori e management²⁸³;

- I membri del Consiglio di Sorveglianza devono essere non esecutivi, ma allo stesso tempo dotati di professionalità e capacità gestionali che possono aver sviluppato anche all'interno dell'impresa stessa nella posizione di manager;
- Nel Consiglio di Sorveglianza non vi è alcun membro rappresentante dei lavoratori e il parere del Comitato dei Lavoratori è vincolante solo in merito a questioni proprie sul lavoro.

Le debolezza del sistema olandese, che conducevano ad un'eccessiva privazione di poteri per gli azionisti e per i lavoratori, portarono a determinare il fabbisogno di una riforma finalizzata ad una conversione del sistema verso la best practice internazionale rendendo il mercato più appetibile agli investitori stranieri in un'ottica di concorrenza globale. Da qui è derivata l'emanazione del *Codice Tabaksblatt*²⁸⁴ nell'Ottobre 2004 al fine di migliorare la trasparenza e il sistema dei controlli interni, ridimensionando il ruolo del consiglio di sorveglianza e distribuendo i poteri tra assemblea e lavoratori. In particolare:

- Il *giudizio definitivo* in merito alla nomina del Consiglio di Sorveglianza spetta all'assemblea degli azionisti e il comitato dei

²⁸³ In merito l'art. 158 del nuovo codice civile olandese (NBW) stabilisce che "i commissarissen sono nominati dal raad van commissarissen e che tale potere di nomina non può essere limitato ad una lista vincolante di candidati. L'assemblea, come pure l'organo amministrativo (bestuur), possono proporre dei candidati al raad van commissarissen, che si riserva di prenderli in considerazione ma non è tenuto a nominarli." PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004, p. 134.

²⁸⁴ Il primo codice di best practice olandese risale al 1997. Fu prodotto dal *Comitato Peters*, che prende il nome dal CEO di Aegon Jaap Peters, e contiene 40 raccomandazioni in merito al ruolo del management, del consiglio di sorveglianza e degli azionisti. Le raccomandazioni in questione non implicarono cambiamenti legislativi e la reazione del mercato fu negativa.

lavoratori²⁸⁵, in quanto il Consiglio stesso può discostarsi dalla lista dei prescelti unicamente se questi rechino pregiudizio o siano inadeguati;

- Il *ruolo degli azionisti è rafforzato* con la previsione di trasferire a questi il potere di approvare il bilancio²⁸⁶, di decidere in merito ai cambiamenti dei caratteri distintivi aziendali e di formulare le politiche di remunerazione del management;
- Il Consiglio di Gestione è obbligato, almeno annualmente, a comunicare al Consiglio di Sorveglianza le *informazioni in merito alla gestione dei rischi e al sistema dei controlli interni*;
- La *soglia dimensionale* che rende obbligatoria l'adozione del sistema dualistico verticale è stata elevata da 13 a 16 milioni di euro di mezzi propri.

Inoltre, nel 2008 il *Comitato Frijns*, incaricato di monitorare l'adozione del codice di autodisciplina, ha proposto un aggiornamento, entrato in vigore il 1° Gennaio del 2009, che ha imposto l'obbligo per le società quotate di fornire adeguate motivazioni in merito all'applicazione del codice di best practice²⁸⁷.

Da ultimo, a seguito della globalizzazione e della caduta delle barriere tra i mercati nazionali, sono state introdotte ulteriori modifiche al sistema di corporate governance olandese:

²⁸⁵ Vige qui, come in Austria, la regola della "*parità in ragione di un terzo*" derivante dalla Legge di codeterminazione tedesca del 1952.

²⁸⁶ La ratio prevede che la funzione assembleare di approvazione del bilancio può essere demandata all'organo di controllo con una *clausola statutaria*, a differenza degli altri ordinamenti europei. Ciò è giustificato dalla formazione storica di questo organo di controllo, ovvero *super partes* orientato al perseguimento di una pluralità di interessi nell'esigenza di garantire una futura solidità finanziaria.

²⁸⁷ L'esigenza nasce dalla constatazione solo la metà delle aziende che non adottano il codice di autodisciplina fornisce le adeguate motivazioni.

- Con il recepimento della direttiva comunitaria riguardante la possibilità di utilizzare la Società Europea come forma giuridica per le società per azioni, è stato introdotto nel sistema il *modello monistico*²⁸⁸;
- Viene prevista la *norma di tipo “say on pay”* (2009) prevedendo la possibilità per gli azionisti di decidere in merito alla remunerazione dei manager aumentandone la trasparenza e i controlli;
- Per superare la crisi finanziaria iniziata nel 2007 e recuperare la fiducia degli investitori, è stato introdotto il *Banking Code*, un codice di autodisciplina per le Banche promosso dall’associazione dei banchieri olandesi (Nvb) e pubblicato nel Settembre 2009. Viene focalizzata in questo modo l’attenzione sul ruolo dei consigli di gestione e di sorveglianza, sul risk management e sull’audit, nonché sui sistemi di remunerazione del management delle banche, coerentemente con quanto disciplinato per le società quotate. In più, è richiesta la pubblicazione di un report annuale che specifichi il grado di adozione del codice, monitorato dalla Nvb e dal Ministero delle Finanze.

²⁸⁸ In merito, i principi espressi in riferimento al Consiglio di Sorveglianza e al Consiglio di Gestione vengono rispettivamente trasferiti ai consiglieri non esecutivi e ai consiglieri esecutivi. In più, si raccomanda che il presidente del Board sia un consigliere non esecutivo e che i comitati interni siano composti da amministratori non esecutivi garantendo il rispetto dell’indipendenza.

3.1.4. Lussemburgo: il paese europeo ritardatario

Il Lussemburgo può essere associato ai paesi dell'area renana per vicinanza geografica e per similarità culturali. È considerato il paese europeo ritardatario in assoluto, ancor più dell'Austria, in quanto è stato l'ultimo paese, tra quelli storicamente appartenenti all'Unione Europea, ad adottare un codice di best practice. Fino al 2006, infatti, la legislazione di riferimento era quella del 1915, la quale prevedeva l'adozione del *sistema monistico*, che in molti casi tendeva a trasformarsi in sistema dualistico verticale, senza una specifica regolamentazione, a causa della diffusa pratica di delegare le funzioni gestionali ad un comitato esecutivo (*Comité de Direction*) interno al Consiglio di Amministrazione, separando sostanzialmente i membri con incarichi esecutivi da quelli non esecutivi con mere funzioni di controllo. A tal proposito, la *Legge del 25 Agosto 2006*, ha modificato immediatamente il codice di autodisciplina dell'Aprile del 2006 (*The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange*) recependo la direttiva comunitaria riguardo l'utilizzo della Società Europea. È stata introdotta, così, la possibilità per le società per azioni di adottare il *sistema dualistico verticale*²⁸⁹ in alternativa al previgente sistema monistico. Il legislatore lussemburghese prevede delle norme comuni ad entrambi i modelli:

- *Diritto dei lavoratori di eleggere un terzo dei rappresentanti* del consiglio di amministrazione, nel caso di modello monistico, o del consiglio di sorveglianza, nel caso del sistema dualistico verticale, nelle

²⁸⁹ La Legge del 2006, nel disciplinare il sistema dualistico verticale, attribuisce il potere di gestione e di rappresentanza al *Directoire*, e la funzione di controllo, con connesso diritto al ricevimento trimestrale delle informazioni sull'andamento della gestione, al *Conseil de Surveillance*, di nomina assembleare.

imprese con almeno 1.000 dipendenti o con partecipazione statale minima del 25%;

- Il *mandato* dei consiglieri di tutti gli organi dura 6 anni ed è riconfermabile una volta, se lo statuto non prevede diversamente;
- Il *presidente* è nominato all'interno di ogni organo e possiede un voto che vale doppio, a meno che è previsto diversamente dallo statuto;
- Il consiglio di amministrazione, per il sistema monistico, e il consiglio di sorveglianza²⁹⁰, per il sistema dualistico verticale, devono essere composti da *almeno 3 membri*;
- Tutti i consiglieri devono rispettare il principio di *riservatezza*.

Per quanto riguarda la tutela degli azionisti di minoranza, la *riforma del 2006* abbassa la soglia per la convocazione assembleare dal 20% al 10% del capitale sociale e introduce nuovi obblighi informativi da immettere nella relazione sulla gestione, che deve essere depositata presso la sede sociale, e inviata ai soci, almeno 15 giorni prima dell'assemblea²⁹¹.

Da ultimo, per concludere la trattazione, è opportuno segnalare il *documento parlamentare n. 5730*, un corpus normativo che attende di entrare in vigore con lo scopo di modernizzare ancora una volta la disciplina societaria rafforzando ulteriormente la tutela delle minoranze e introducendo la società

²⁹⁰ La numerosità del consiglio di gestione è di competenza statutaria.

²⁹¹ Il *voto* in assemblea può essere esercitato anche telematicamente; è di norma palese ma lo statuto può anche prevedere che sia segreto.

per azioni semplificata, atta a flessibilizzare²⁹² la governance per le imprese che non intendono quotarsi in Borsa²⁹³.

3.2. La particolarità dei Paesi Scandinavi

Come precedentemente affermato, i sistemi improntati alla codeterminazione possono essere ricondotti all'area renana, già ampiamente trattata, e all'area scandinava, che include Danimarca, Norvegia, Svezia e Finlandia. Le due aree di Paesi tendono a distinguersi per il grado di controllo esercitato sulla gestione effettuato da parte degli azionisti, più forte nei sistemi scandinavi che principalmente sono di tipo monistico. L'importanza della codeterminazione si riduce grazie all'*intensa azione di indirizzo e di vigilanza che gli azionisti esercitano sulla direzione*, e grazie alla presenza di *alti tassi di sindacalizzazione*²⁹⁴. In merito a quest'ultimo elemento, possono essere stipulati accordi di rinuncia alla cogestione tra le organizzazioni sindacali e le imprese compensati dall'azione penetrante che le prime eserciteranno sulle seconde.

²⁹² La flessibilità risiede *nell'inesistenza di un minimo legale di capitale sociale* e nella possibilità di gestire l'amministrazione tramite un *organo monocratico*, causando naturalmente minori garanzie per gli interlocutori esterni in termini di patrimonio su cui soddisfare i propri interessi e di controlli sul governo aziendale. Da qui il divieto per le società, che adottano questa forma giuridica, di quotarsi in Borsa. BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, p. 142.

²⁹³ Di norma si tratta di *piccole* imprese.

²⁹⁴ [...] La codeterminazione può non essere automatica: ad esempio, in *Danimarca* e in *Norvegia* i lavoratori devono avanzare una esplicita richiesta per poter esercitare i propri diritti di partecipazione alla governance, sebbene questi siano contemplati in apposite leggi. BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011, p. 113.

3.2.1. Lo sviluppo della governance in Svezia: la relazione Stato- imprese-sindacati

In Svezia troviamo un contesto economico e politico di tipo socialista²⁹⁵ che vede una profonda collaborazione tra Stato, imprese e sindacati. Il Paese si è sempre basato su una piccola economia orientata all'exportazione di materie prime; la caratteristica principale risiede nella sua stabilità politica ed istituzionale. Il partito socialista, *The Social Democratic Party (SAP)*²⁹⁶ prende il potere a partire dal 1932, con la creazione di un clima orientato al consenso e alla cooperazione tra i vari interessi, soprattutto per quanto riguarda la relazione tra capitalisti e lavoratori, come risposta alle turbolenze politiche ed economiche create dalla Grande Depressione del 1929. L'ideologia politica in generale e la voce di parti e stakeholder organizzati, in particolare lavoratori, sono stati nel tempo supporto per l'implementazione di politiche che hanno assorbito e mitigato gli effetti bruti di forze di mercato tempestose. Parliamo

²⁹⁵ [...] analyzing how political factors have profoundly affected the development of corporate ownership by first setting the stage and then changing the conditions in systematic ways, not only through the design of the legal system and corporate law, and the efficiency of legal enforcement and supervision, but also by changing the balance of interests between labor and capital by regulation of labor, product and capital markets, and development of tax-financed public welfare systems with egalitarian ambitions to redistribute resources and opportunities. HÖGFELDT P., *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 517.

²⁹⁶ Il Partito Sociale Democratico persegue tre politiche che tendono a rafforzare il controllo proprietario:

1. Permettere prestiti bancari a favore della proprietà;
2. Provvedere a forti supporti alla struttura di controllo tramite l'uso di strutture piramidali e azioni dual-class che limitavano il controllo sulla proprietà e la dipendenza al mercato di capitale, spesso associata alle restrizioni sul capitale proveniente dall'estero;
3. Creare una tassazione più vantaggiosa sul capital gain.

In sostanza, la democrazia sociale è di fatto stata un garante del capitalismo privato tramite l'unione delle incombenze politiche e sociali nell'interesse comune.

nello specifico della cosiddetta “*democrazia economica*”²⁹⁷ che ha portato all’introduzione nel Paese dell’istituto della codeterminazione con la *Legge 580 del 1976*, ovvero una legge che ha comportato la partecipazione attiva dei sindacati al governo d’impresa assicurandogli il diritto all’informazione e la nomina di almeno due membri del Consiglio di Amministrazione²⁹⁸.

Il sistema di corporate governance svedese si contraddistingue per l’utilizzo di principi di cogestione tipici dell’Europa continentale e, allo stesso tempo, di caratteristiche tipiche del sistema anglosassone stante all’utilizzo obbligatorio del modello di governance di tipo monistico²⁹⁹. Da un lato, la proprietà è spesso nelle mani di un’azionista di riferimento che indirizza e controlla l’attività di gestione, dall’altro, vi è il riconoscimento di una significativa tutela per la minoranza nell’intento di soddisfare gli interessi di tutti gli interlocutori aziendali.

Nonostante la legge sulla codeterminazione, la legge svedese offre, come tutti i Paesi nordici, un ruolo preminente agli azionisti. L’assemblea prende atto delle decisioni più importanti e nomina la maggioranza dei membri del Consiglio di Amministrazione tramite un *Comitato di Nomina*³⁰⁰ scelto dai soci e composto da almeno 3 membri.

²⁹⁷ “The historical agenda of Social Democrats had three stages: first, the fight for *political democracy* (suffrage), then use of parliamentary power to implement *social democracy* (an egalitarian welfare state), and finally *economic democracy*, wherein economic decisions within firms are not based on strict private rationality but reflect the wider social interest of the firm’s stakeholders and society at large.” HÖGFELDT P., *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Mangers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, pp. 538 e 539.

²⁹⁸ In particolare, secondo la legge sulla codeterminazione, le organizzazioni sindacali hanno diritto ad eleggere 2 *amministratori nelle imprese con più di 25 dipendenti e minimo 3 amministratori nelle imprese con più di 1.000 dipendenti operanti in almeno due settori*.

²⁹⁹ Secondo il *Companies Act del 1975* che disciplina la corporate governance svedese.

³⁰⁰ A differenza degli altri Paesi nordici, il *Comitato per le Nomine svedese* è un organo separato dal Consiglio di Amministrazione, e composto per la maggior parte da membri

Da *Gennaio 2005* è in vigore il Codice di Autodisciplina per sopperire principalmente al forte potere riconosciuto agli azionisti e tutelare maggiormente gli altri interlocutori aziendali evitando problemi di conflitto di interessi. È stato previsto che l'effettivo esercizio della gestione sia affidato ad un direttore generale, anche esterno al consiglio³⁰¹, che la regolarità delle procedure contabili e dell'informativa economico-finanziaria sia affidata a revisori esterni, e che il sistema di remunerazione dei vertici aziendali sia trasparente tramite la diffusione di informazioni anche via web. Si può affermare quindi che la Svezia, tramite l'adozione di questi codici, si sta avvicinando sempre più alla best practice internazionale anche se sostanzialmente mantiene quelle che sono le peculiarità tradizionali del sistema nazionale, ossia il ruolo istituzionale riconosciuto alle organizzazioni sindacali e il ruolo incisivo riconosciuto all'assemblea dei soci.

Per concludere, poniamo in evidenza che, per avvicinare la best practice svedese a quella internazionale, per non compromettere la credibilità nazionale, dal 2008 il codice di autodisciplina si applica a tutte le imprese quotate nel mercato di Borsa svedese³⁰², *indipendentemente dalle dimensioni*, eliminando la richiesta di una capitalizzazione minima di 3 miliardi di corone svedesi. In più, alle imprese svedesi è raccomandata la predizione di due report annuali, da allegare al bilancio, uno contenete le modalità di attuazione del codice di

indipendenti non appartenenti né al consiglio di amministrazione, né al management aziendale, al fine di evitare fraintendimenti con interlocutori aziendali stranieri.

³⁰¹ Se interno al consiglio prende il nome di *managing director* ed è l'unico amministratore esecutivo.

³⁰² Il principio di adozione del codice di best practice è anche in Svezia quello di "*comply or explain*".

autodisciplina, e l'altro riguardante il sistema di controlli interni e le procedure attuate per assicurare un'informativa economico-finanziaria affidabile.

3.2.2. Il sistema di governance partecipativo presente in Danimarca

La Danimarca tradizionalmente si caratterizza per l'adozione di un sistema di corporate governance improntato sulla partecipazione di tutti gli stakeholder enfatizzato sia dal *Danish Companies Act del 1973*, tramite la previsione di una serie di diritti degli azionisti, dei lavoratori, dei creditori, e di leggi sulla salvaguardi ambientale, sia dal *Nørby Code del 2001*, il codice di autodisciplina che regola l'interazione tra management, proprietà e stakeholder.

Strutturalmente il sistema danese può essere considerato un ibrido. Il *Companies Act del 2009* ha introdotto la possibilità di poter scegliere tra due modelli di corporate governance. Il primo modello contemplato è di tipo *monistico* e prevede un Consiglio di Amministrazione (*Bestyrelse*), che assume le decisioni strategiche e vigila sull'attività, e un Organo Esecutivo (*Direktion*), responsabile di porre in atto le scelte di gestione del consiglio di amministrazione. In particolare, il sistema monistico è detto "ibrido" in quanto nessun membro dell'organo esecutivo, o solo alcuni, fanno parte anche del consiglio di amministrazione³⁰³. Il secondo modello previsto dalla riforma è di tipo *dualistico verticale "puro"*³⁰⁴, data l'esigenza di enfatizzare la perfetta

³⁰³ Ricordiamo che nel sistema monistico cosiddetto "puro", di matrice anglosassone, l'organo esecutivo è composto unicamente da amministratori, che verranno nello specifico distinti tra executive e non executive.

³⁰⁴ Il sistema dualistico verticale è il modello tradizionalmente contemplato nell'ordinamento svedese. Fino al 2009 l'applicazione del sistema era però impropria in quanto era consentito che esponenti del consiglio di sorveglianza potessero far parte contemporaneamente anche del consiglio di gestione. Si parla, a tal proposito, di *sistema semi-dualistico verticale*. Gli unici

separazione tra l'organo di sorveglianza (*Tilsynsråd*) e l'organo di gestione in tutti i settori, al fine di garantire la piena autonomia dei controlli e di tutelare maggiormente gli stakeholder da possibili abusi del management. Ciò che accomuna i due modelli è la previsione di un *potere rilevante degli azionisti*, tipico di tutti i Paesi appartenenti all'area scandinava. Il Companies Act prevede la possibilità che l'assemblea nomini un *Comitato degli azionisti*, composto da almeno 5 membri che non possono far parte degli altri organi istituzionali, con il compito di supervisionare l'attività dei vertici e stabilirne la remunerazione³⁰⁵. La maggioranza del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza è nominata dall'assemblea³⁰⁶. In particolare, la procedura di nomina prevede che:

- Nelle imprese con almeno 35 dipendenti i lavoratori possono nominare 2 consiglieri, ma in assoluto non oltre un terzo dei componenti totali³⁰⁷;
- I restanti componenti, che devono essere massimo 6, sono eletti dall'assemblea;
- Lo statuto può prevedere la nomina di uno o più consiglieri da parte di autorità pubbliche o terzi.

settori che erano obbligati a garantire la separazione netta tra i due organi erano quelli bancari e finanziari, data la specifica esigenza di tutelare i risparmiatori.

³⁰⁵ Sul tema della remunerazione è intervenuta la *Legge del 1° Luglio 2007* stabilendo la necessità della predisposizione da parte del consiglio di sorveglianza di specifiche linee guida, sottoposte all'approvazione assembleare, in modo da poter controllare la distribuzione di risorse ai vertici aziendali, garantendo la giusta trasparenza soprattutto quando la remunerazione è composta principalmente da compensi variabili.

³⁰⁶ Più precisamente, i *lavoratori scelgono tramite referendum* se esercitare i diritti derivanti dalla legge sulla codeterminazione, dato il livello di tutela soddisfacente garantito dalle relazioni sindacati-impresa.

³⁰⁷ I consiglieri eletti dai lavoratori hanno gli stessi diritti dei rappresentanti degli azionisti, tuttavia, il loro *mandato* è quinquennale a differenza del mandato dei consiglieri scelti dagli azionisti che può avere durata inferiore.

Infine, il ruolo attivo degli azionisti è confermato anche dal potere, dato ai possessori di almeno il 10% del capitale, di nominare i revisori esterni.

3.2.3. La Corporate Governance in Finlandia

La Finlandia prevede tra i sistemi adottabili in merito alla corporate governance il tipo *monistico* e il tipo *dualistico verticale*³⁰⁸, necessariamente previsto dallo statuto. Nel primo tipo troviamo un Consiglio di Amministrazione, composto da un numero di membri, compresi tra 1 e 5, eletti dall'assemblea, con mandato annuale nelle società quotate e di durata infinita nelle società non quotate, che si occupa sia della gestione che della vigilanza. Nel secondo tipo vi è la presenza di un'Assemblea degli Azionisti che nomina il Consiglio di Sorveglianza³⁰⁹ che, a sua volta, nomina il Consiglio di Gestione. In entrambi i sistemi il controllo sull'informativa economico-finanziarie e sulla correttezza delle scritture contabili è effettuato da un revisore esterno nominato dall'assemblea. Un'importante riforma in relazione alle tematiche della corporate governance è la *Limited Liability Companies Act del 2006* che ha aumentato la tutela della minoranza e dei creditori dando la possibilità sia a grandi che a piccole imprese di effettuare la scelta tra i due modelli e ha enfatizzato la superiorità del sistema monistico, adottato automaticamente senza previsione statutaria.

³⁰⁸ Sistema principalmente utilizzato nelle *società a partecipazione pubblica*.

³⁰⁹ Il Consiglio di Sorveglianza si compone di *3 membri* incompatibili con le cariche rivestite negli altri organi istituzionali.

Per quanto riguarda la rappresentanza dei lavoratori negli organi istituzionali, pure in Finlandia esiste un'apposita disciplina (*Legge 725/1990*)³¹⁰ anche se, rispetto agli altri paesi europei, è scarsamente applicata.

Le prime raccomandazioni nazionali sul buon governo aziendale si sono avute nel 1997 con l'intento di promuovere la trasparenza nei confronti degli stakeholder. L'esigenza nasce dopo il superamento di un periodo di pesante recessione grazie alla liberazione dei mercati finanziari finlandesi, in vista dell'entrata nell'Unione Europea (1993), che ha permesso l'afflusso di ingenti capitali esteri³¹¹ portando il Paese a potenziare la presenza nei settori dell'ICT. *L'idea di internazionalizzazione finlandese è la più marcata d'Europa*, in quanto qui la disciplina sulla corporate governance non è solo indirizzata alle società quotate, ma anche a quelle non quotate con la predisposizione di un apposito codice di best practice.

3.2.4. Il paese scandinavo estraneo all'Unione Europea: la Norvegia

È interessante trattare il caso norvegese in quanto, anche se, la Norvegia rientra tra i paesi non appartenenti all'Unione Europea³¹², ha nel tempo messo in atto un processo di riforme per avvicinare la corporate governance nazionale a quella internazionale. Scopo di quest'iniziativa è quello

³¹⁰ La *legge 725/1990* stabilisce che, nelle imprese con almeno 150 dipendenti, i lavoratori possono accordarsi con i vertici aziendali al fine di nominare fino a 4 rappresentanti, che in ogni caso non devono superare il 20% dell'intero organo.

³¹¹ La *Borsa di Helsinki* raggiungeva una capitalizzazione detenuta dagli stranieri pari al 75% del valore delle azioni quotate sostenendo *il tasso di internazionalizzazione più elevato al mondo*.

³¹² Tra i paesi non appartenenti all'Unione Europea, oltre alla Norvegia, troviamo la Russia, la Bielorussia e la *Svizzera*. In merito a quest'ultima è opportuno fare qui degli accorgimenti sulla particolarità del sistema di governance adottato in quanto si tratta di *una struttura monistica in cui sono presenti funzioni dualistiche*, ovvero il Consiglio di Amministrazione svolge molte funzioni che sono proprie del Consiglio di Sorveglianza.

di sostenere la competitività internazionale delle imprese norvegesi penalizzate dalla fuga dei risparmi all'estero verso mercati più remunerativi e sicuri.

La struttura di governance tipica della tradizione norvegese si rispecchia nel *modello monistico* ma, con l'introduzione del *codice di autodisciplina del 2004*, è data l'opportunità, per le imprese con più di 200 dipendenti, di adottare il *sistema dualistico verticale*. In sostanza, è prevista la possibilità di istituire un organo intermedio tra il consiglio di amministrazione e l'assemblea, il cosiddetto *Corporate Assembly*. Quest'ultimo è composto da almeno 12 membri, eletti secondo la regola della "parità in ragione di un terzo", si occupa di decidere su questioni delicate, di nominare gli amministratori, e vigilare sulla corretta gestione della strategia aziendale.

La legge e l'autodisciplina, infine, pongono molta enfasi sul *principio di indipendenza*, stabilendo che la maggioranza degli amministratori sia indipendente, che almeno 2 tra i rappresentanti scelti dagli azionisti siano indipendenti dal socio di maggioranza, e che, per coniugare le esigenze di rinnovamento dell'organo amministrativo con la stabilità delle strategie adottate, il mandato duri al massimo 4 anni, ovvero 2 anni con possibilità di rinnovo.

4. LA TRADIZIONE GIURIDICA LATINA

Come affermato nel paragrafo precedente, il sistema basato sulle relazioni può essere suddiviso in sistema renano e sistema latino. Il primo sottogruppo è stato già ampiamente trattato precedentemente, in seguito ci soffermeremo quindi con l'analisi del secondo.

Il *sistema latino* nasce principalmente per sopperire all'esigenza di collocare Paesi atipici, come Italia e Francia, non riconducibili a nessuno dei modelli prevalenti negli altri paesi industriali. A differenza degli altri modelli, il sistema latino si caratterizza come un sistema di corporate governance in cui gli azionisti utilizzano la "voce" piuttosto che "l'uscita", in quanto sono capaci di esercitare un'azione di controllo efficace sull'operato dell'Alta Direzione, che tende ad essere per tale motivo meno autonoma, in modo da orientarla nel perseguimento del loro interesse economico. I mercati borsistici di questi paesi sono ancor meno sviluppati di quelli dei paesi dell'area renana. Le imprese con capitale ampiamente frazionato sono rare, poiché principalmente l'azionariato è concentrato nelle mani di uno o pochi azionisti di riferimento, quali grandi famiglie, holding finanziarie, incroci azionari tra gruppi finanziari, enti pubblici o Stato³¹³. Questo rende quasi del tutto impossibile l'effettuazione di scalate ostili e per effettuare acquisizioni e fusioni è necessario l'intervento di banche d'affari che agiscono unicamente come intermediari senza nutrire un interesse di lungo periodo nell'impresa³¹⁴. In più, nonostante la tradizionale forte presenza dei sindacati, la partecipazione dei dipendenti nella gestione è a discrezione della Alta direzione³¹⁵. Il sistema in esame si basa, infatti, su un'ottica marxista e cattolica che vede l'impresa come luogo fonte di ingiustizia sociale, piuttosto che come luogo di creazione

³¹³ La presenza dello Stato nell'economia dei Paesi che adottano il sistema latino è elevata, sebbene con la recente privatizzazione sia diminuita.

³¹⁴ In sostanza, le Banche non sono considerati partner da coinvolgere nel processo decisionale strategico, come nel sistema renano, ma sono semplici fornitori di capitale di credito e non di rischio.

³¹⁵ Ci troviamo in una situazione intermedia tra il sistema anglosassone e il sistema renano, in quanto da un lato si tende a considerare il personale come componente fondamentale dell'impresa, dall'altro si tende a vedere i lavoratori come semplici strumenti di produzione da massimizzare efficientemente con il minimo costo.

del valore, istituendo un antagonismo tra le imprese e i lavoratori che solo recentemente si sta affievolendo.

Nel contesto delineato, in cui l'azionista di riferimento influenza significativamente l'attività d'impresa³¹⁶, diventa rilevante l'attuazione di una governance improntata sulla correttezza e sulla responsabilità idonea a generare fiducia nei mercati finanziari.

4.1. L'influenza dello Stato nella governance francese

La grande impresa francese nasce come risposta dello Stato allo sviluppo economico nazionale, favorito dalla notevole dotazione di risorse naturali, dalla forte presenza di istituzioni creditizie e dall'esistenza di forza lavoro qualificata. Il *colbertismo*³¹⁷, ovvero la forma di intervento pubblico finalizzata alla nascita e alla crescita di nuova imprenditorialità, costituisce il nucleo centrale della tradizione economica francese: *lo Stato è visto come l'interlocutore prezioso*, mediatore nella relazione dirigismo – protezionismo e sostegno stimolante alle innovazioni. In generale si afferma che la Francia non possiede una tradizione di capitalismo manageriale, in quanto l'azionariato diffuso si è sviluppato presso poche società³¹⁸, ma una tradizione di

³¹⁶ Influenza che viene enfatizzata dall'utilizzo diffuso di sistemi che consentono alla proprietà, tramite l'assemblea, di conferire e revocare direttamente il mandato all'organo amministrativo. Ci riferiamo, in particolar modo, al *sistema monistico*, utilizzato in Francia, Belgio, Spagna e Grecia, e al *sistema dualistico orizzontale*, utilizzato in Portogallo e Italia; non è invece, in linea di principio, utilizzato il sistema dualistico verticale, tipico dei Paesi a matrice renana, in cui l'organo amministrativo è eletto indirettamente dall'assemblea tramite l'organo di controllo.

³¹⁷ Il colbertismo prende il nome da *Jean Baptiste Colbert*, che, durante il periodo in cui rivestì la carica di ministro delle finanze (1619 – 1683), istituì un modello di intervento considerevole dello Stato nell'economia.

³¹⁸ *Braudel (1986)* afferma che i francesi non sono un popolo di esecutori, poiché non amano la standardizzazione ma privilegiano i rapporti interpersonali informali mantenendo spazi di autonomia. È per tale motivo che il tessuto industriale nazionale si è sempre caratterizzato per

*capitalismo amministrato*³¹⁹, in cui il coordinamento generale dell'economia nazionale è affidato ad una classe dirigente. L'alto grado di *concentrazione proprietaria* è causato dalla presenza di una debole protezione degli investitori sul mercato³²⁰, dovuta al sistema legale improntato sulla civil law, e dal prevalente finanziamento bancario alle imprese³²¹ a discapito del mercato azionario e obbligazionario.

Il modello organizzativo interno francese, riferito alle *Société Anonyme* (SA – Società per Azioni) e alle *Société en Commandite par Actions* (Società in accomandita per azioni) quotate nella Bourse de Paris, è disciplinato dalla *Loi 537 del 24 Luglio 1966*. La normativa prevede la possibilità di scegliere³²² tra *One tier system*, analogo a quello anglosassone, e *Two tier system*, modello più simile a quello tedesco. Il primo è il modello predefinito in virtù del perseguimento dei principi partecipazione e democraticità nelle decisioni aziendali; *l'Assemblée générale* nomina il *Conseil d'administration*, il cui compito è individuato nel Vienot I³²³ e in cui troviamo la figura del *Président-*

la presenza di *piccole e medie imprese* che perseguono logiche di subfornitura e collaborazione.

³¹⁹ *Crozier (1970)* definisce lo stile francese come un *modello burocratico*, caratterizzato da accentramento decisionale, stratificazione organizzativa e regolamentazione impersonale. I pregi del modello sono la stabilità, la regolarità e la prevedibilità dei comportamenti; i difetti sono rappresentati dalle difficoltà di comunicazione interna e di partecipazione.

³²⁰ “*La Porta, López-de-Silanes, and Shleifer (1998)* have advanced the view that ownership in capital markets is concentrated where there is an absence of strong investor protection embodied in the legal system and regulatory arrangements.” MURPHY A. E., *Corporate Ownership in France. The Importance of History*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 185.

³²¹ In Francia troviamo il *Gruppo Bancario Polifunzionale (Archipel Bancaire)*, introdotto con la *Legge bancaria del 1984*, composto da una serie di intermediari specializzati controllati dallo Stato. La Banca di Francia non è autonoma ma deve seguire le linee guida impartite dal Ministero delle Finanze, divenendo un interlocutore tra le imprese e lo Stato.

³²² Secondo *l'art. 118 della Legge 537 del 1966* la scelta tra i due modelli è liberamente effettuata nello statuto delle società e può essere modificata nel tempo.

³²³ Il Vienot I è un documento guida per le società quotate francesi, curato dal Conseil National du Patronat Français e dall'Association Française des Entreprises Privées, all'interno del quale

Directeur Général, responsabile delle decisioni strategiche³²⁴. Il secondo modello ha, invece, una struttura di governance gerarchizzata in cui il *Conseil de surveillance*, eletto dall'assemblea, esercita il controllo sulla gestione, nomina il *Directeur Général Unique*, e insieme a questo costituisce un *Directoire*, composto da non più di 5 membri, che ha il compito di rendere operativi i piani strategici approvati dall'assemblea. Comune ad entrambi i modelli organizzativi è la figura del *Commissaire aux comptes*, ovvero del revisore esterno, il cui mandato è di massimo 6 anni per non compromettere l'indipendenza, che controlla le azioni dei manager cercando di limitarne la discrezionalità. Per quanto riguarda la rappresentanza dei lavoratori negli organi istituzionali, nonostante l'adozione della cogestione, la nomina di questi è facoltativamente stabilita dallo statuto, e comunque non possono essere più di 4, o superare 1/3 del totale dei componenti l'organo stesso³²⁵.

Come detto in più occasioni, l'orientamento sempre più marcato del capitalismo mondiale verso il fenomeno di separazione tra proprietà e controllo ha spinto i paesi più industrializzati a preoccuparsi delle problematiche legate al governo dell'impresa. In particolare, la Francia è stata uno dei paesi europei, insieme alla Gran Bretagna, *promotori* di una revisione dei sistemi di corporate

è stabilito che il consiglio di amministrazione deve orientarsi alla "*maximisation rapide de la valeur de l'action*".

³²⁴ Nell'ottica del *principio di trasparenza* è importante disciplinare l'apparente conflitto di interessi nelle relazioni instaurate tra presidente e consiglio di amministrazione. In sostanza, è auspicabile un equilibrio di responsabilità che eviti fenomeni di discrezionalità. Sotto tale profilo, al presidente spetta il compito di assicurare in via continuativa l'informazione al mercato, mentre è compito del consiglio di amministrazione presentare conti semestrali, annuali e relazioni di finanza straordinaria.

³²⁵ Eccezione fatta per le *imprese a proprietà pubblica* e per le *imprese privatizzate* in quanto, nelle prime i lavoratori hanno diritto a nominare 3 consiglieri se l'azienda ha tra i 20 e i 1.000 dipendenti e, se supera i 1.000 dipendenti, il diritto sale ad 1/3 dell'organo; nelle seconde, sono obbligatori 2 rappresentanti dei lavoratori in un organo di massimo 15 membri, e per organi più grandi il numero di rappresentanti sale a 3.

governance al fine di garantire una tutela per gli azionisti, e in generale per tutti gli stakeholder, più efficace. Il processo di privatizzazione e di aperura del mercato azionario parigino³²⁶ è stato avviato alla fine degli anni Ottanta tramite l'emanazione di una serie di leggi, tra cui:

- La *Legge n. 70 del 22 Gennaio 1988*, che ha previsto una contrattazione sul mercato completamente informatizzata, adottato requisiti di informazione esterna più stringenti e istituendo nuovi organi di controllo sulla Borsa;
- La *Legge n. 531 del 2 Agosto 1989*, che, con l'obbiettivo di aumentare la stabilità e la trasparenza sui mercati regolamentari, ha disciplinato l'acquisizione di partecipazioni in società di grandi dimensioni decretando limiti al consolidamento di partecipazioni reciproche nello stabilire che una società per azioni non può possedere un'azione di un'altra società se quest'ultima detiene più del 10% del capitale sociale della prima, ed è obbligata a lanciare un'offerta pubblica di acquisto (OPA), nel caso in cui viene superata la soglia di partecipazione, ovvero 1/3 delle azioni con diritto di voto.

La crescente rilevanza dei problemi di governo d'impresa, ha spinto la Confindustria francese *MEDEF (Mouvement des entreprises de France)*, l'*AFEP (Association Française des Entreprises Privées)*, e il *CNPF (Conseil National du Patronat Français)* ad istituire un Comitato scientifico avente lo scopo di esaminare le principali problematiche inerenti il funzionamento dei

³²⁶ Uno dei fattori critici del capitalismo francese è rappresentato proprio dallo scarso sviluppo dei mercati regolamentari: nel 1990, il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e prodotto nazionale lordo (PNL) è pari al 27% in Francia, al 50% negli Stati Uniti, e all'88% in Gran Bretagna.

Consigli di Amministrazione. Dall'esame del Comitato è nato il primo codice di autodisciplina francese, *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, noto come *Rapporto di Vienot (1995)*, dal nome di Marc Vienot, Direttore Generale della Société Generale e Presidente del Comitato. Il codice non si profilava come uno strumento impositivo ma come uno strumento di indirizzo che le aziende dovevano adeguare alla specifica attività svolta. In sostanza si concentrava:

- sulla definizione dell'obiettivo d'impresa, non più come soggetto preposto alla massimizzazione del valore per gli azionisti ma come portatrice di un interesse sociale³²⁷;
- sulla necessità di membri esterni atti a controllare la qualità delle informazioni interne ed esterne;
- sulla costituzione di un Audit Committee, composto da 3 membri, di cui almeno uno indipendente, preposto al controllo interno;
- sull'importanza dell'indipendenza e della rappresentatività di tutti gli azionisti;
- sulla necessità di un'analisi periodica in merito al funzionamento del Consiglio di amministrazione.

In più, Criticando la supremazia che il modello francese dà alle funzioni direzionali a discapito di quelle di controllo, il Ministro Marini nel 1996 istituì

³²⁷ [...] Al contrario del Cadbury Report, in cui la presenza di una puntuale definizione di corporate governance si contrapponeva la sostanziale assenza di riferimenti agli stakeholder fondamentali, il Rapporto Vienot si caratterizza per l'indeterminatezza circa l'essenza della corporate governance e per l'importante rilievo dato alle aspettative di tutti i soggetti interessati all'andamento della gestione. Infatti, il ricorso al concetto di "interesse sociale", inteso come l'interesse che consente di assicurare la prosperità e la continuità dell'impresa, ribadisce il fondamentale principio in base al quale il contemperamento degli interessi costituisce una premessa indispensabile per il corretto funzionamento dell'impresa. TREQUATTRINI R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli Editore, Torino 1999, p. 240.

La modernisation du droit des sociétés, un nuovo codice di autodisciplina, meglio noto come *Rapporto Marini*, che focalizzava l'attenzione sull'importanza dell'esistenza di Comitati Interni all'impresa.

Ancora, nel 1999 è stata stilata un'altra raccolta di linee guida sulle problematiche societarie, il *Rapport di comité sur le gouvernement d'entreprise*, noto come *Rapport Vienot II*, che si focalizza sull'indispensabile separazione dei ruoli tra CEO e CFO, e sulla trasparenza del sistema remunerativo, in particolar modo dei sistemi di stock option.

Infine, per concludere l'analisi relativa ai codici di best practice, nell'Ottobre 2003, l'AFEP e il MEDEF hanno curato *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*³²⁸. Si tratta di un documento di sintesi dei rapporti Vienot I, Vienot II e Bouton (2002), integrato successivamente nel 2008 con raccomandazioni di orientamento europeo sui sistemi di remunerazione.

Per finire, è doveroso mettere in evidenza una serie di provvedimenti posti in essere dal legislatore per aggiornare la disciplina del Code de Commerce e della Legge 537 del 1966. In particolare:

- La *Legge 420 del 15 Maggio 2001 (Loi sur les nouvelles régulations économiques – NRE)* ha riformato principalmente il sistema monistico, avvicinandolo maggiormente a quello dualistico, prevedendo:

³²⁸ Da uno studio del 2010 dell'*autorità di vigilanza sui mercati (AMF)* risulta che il codice AFEP-MEDEF è ampiamente applicato nelle imprese francesi. Nell'analizzare 60 imprese quotate presso la Borsa Euronext Paris si evidenzia, ad esempio, una crescente attenzione verso l'attuazione del principio di indipendenza

- ✓ l'eliminazione dell'obbligo di istituire la figura del *Président Directeur Général* in modo da superare il contrasto tra la normativa francese e la best practice internazionale relativa alla separazione degli incarichi di presidente e di direttore generale;
 - ✓ il rafforzamento del controllo che il consiglio di amministrazione deve esercitare sul management;
 - ✓ la fissazione di un limite massimo di incarichi che un consigliere può assumere contemporaneamente, ovvero 5;
 - ✓ la promozione della trasparenza dei sistemi di remunerazione;
 - ✓ il consolidamento dei diritti delle minoranze con associata agevolazione del diritto di voto in assemblea con l'inserimento della procedura telematica;
- La *Legge 706 del 1° Agosto 2003 (Loi de sécurité financière – LSF)* si focalizza sul potenziamento della protezione degli investitori tramite l'istituzione dell'*autorità di vigilanza sui mercati dei capitali (Autorité des Marchés Financiers – AMF³²⁹)* e l'*autorità di vigilanza sui revisori dei conti (Haut Conseil du Commissariat aux Comptes³³⁰)*;
 - La *Legge 842 del 2005 (Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie)* e la *Legge 1223 del 2007 (Loi en faveur du travail, de*

³²⁹ L'AMF è l'autorità di vigilanza sui mercati dei capitali, un *organo indipendente* che nasce, per migliorare l'efficienza e la visibilità della vigilanza pubblica, dall'unione di tre organizzazioni, ovvero la *COB (Commission de Opérations de Bourse)*, il *CMF (Conseil des Marchés Financiers)* e il *CDGF (Conseil de discipline de la gestion financière)*. Nel 2005 l'autorità ha istituito un gruppo di lavoro per sviluppare il *CoSo*, un framework contenente i principi generali sulla realizzazione dei processi di controllo interno, e nel 2008 una sua versione più semplificata indirizzata alle società quotate piccole-medie, ovvero con capitalizzazione non superiore ad un miliardo di euro.

³³⁰ L'*Haut Conseil du Commissariat* si occupa di vigilare sull'attuazione dei requisiti di *professionalità, deontologia e indipendenza* obbligatori per i revisori contabili (*commissaires aux competes*).

*l'emploi et du pouvoir d'achat – TEPA*³³¹) pongono l'attenzione sui sistemi di remunerazione, enfatizzando l'importanza dell'equa distribuzione delle risorse tra il management, gli azionisti e gli interlocutori sociali, e individuando, allo stesso tempo, dei meccanismi di incentivazione al management trasparenti;

- Infine, la *Legge 649 del 2008 (Loi portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire – DDAC)* recepisce gli emendamenti della IV e VII Direttiva comunitaria in merito all'informativa economico-finanziaria e al sistema di gestione dei rischi.

4.2. Il processo di internazionalizzazione del Belgio

Il processo di miglioramento delle strutture e dei controlli organizzativi in Belgio è iniziato nel 1998 con la predisposizione dei primi codici di autodisciplina, ovvero il *Vbo/Feb* realizzato dall'Associazione degli imprenditori belgi, il *Cbfa* realizzato dalla Commissione per le Banche e la Finanza e indirizzato esclusivamente a banche e istituzioni finanziarie, e il *Cardon Report* promosso dalla Borsa di Bruxelles e diretto a tutte le società quotate. Gli ultimi due codici, ovvero il *Cbfa* e il *Cardon Report*, sono stati poi uniti in un unico documento (*Cbfa and Brussels Exchanges*) ispirato al codice anglosassone, ovvero al *Cadbury Code*. Nel 2004, infine, è entrato in vigore il *Lippens Code*, il quale promuove l'approccio “comply or explain” ed enfatizza

³³¹ La legge *TEPA* si focalizza, in particolare, sul tema della *remunerazione differita*, ossia associata alla conclusione o alla modifica del rapporto, stabilendo la necessità dell'autorizzazione dell'organo di governo, nel sistema monistico, e dell'organo di controllo, nel sistema dualistico, e l'obbligo di pubblicazione di un'apposita relazione sottoposta all'approvazione degli azionisti.

l'importanza della comunicazione sulla corporate governance e sui sistemi di remunerazione; in particolare, nell'ultima sua versione (2009) si focalizza sulla separazione tra CEO e CFO.

La corporate governance belga è stata fortemente influenzata dalla *Legge 2 Agosto 2002* che ha reso obbligatoria la nomina di un revisore esterno nelle imprese con più di 100 dipendenti, e ha introdotto, come in Francia, la facoltà di scelta tra due modelli di governance. Il primo è quello di tipo *monistico*, tradizionalmente previsto, in cui vi è un unico organo, il Consiglio di Amministrazione, formato da almeno 3 membri eletti dall'Assemblea e in carica per non oltre 6 anni, che riveste sia la funzione di direzione che quella di vigilanza, e all'interno del quale possiamo trovare un comitato più ristretto composto unicamente da amministratori esecutivi (*Délégué à la gestion journalière*). I lavoratori normalmente non partecipano al processo di nomina³³². Il secondo tipo previsto è il modello *dualistico verticale* il quale prevede che l'Assemblea nomini l'organo di controllo che, a sua volta, nomina il Comité de Direction, composto da due o più membri. In realtà, si parla piuttosto di sistema *semi-dualistico*, poiché spesso si attua una sovrapposizione tra l'organo di controllo, erroneamente chiamato consiglio di amministrazione, e quello direttivo, composto da membri che possono anche appartenere all'organo di controllo stesso.

In sostanza, quindi, la riforma del 2002 ha formalizzato la separazione tra funzioni di controllo e di direzione introducendo la possibilità di adottare il modello dualistico ma, allo stesso tempo, non definendo puntualmente la nuova

³³² L'eccezione si riscontra nei *Fondi Pensione* dove il Consiglio di Amministrazione è composto per metà dai datori di lavoro e per metà dai lavoratori.

struttura organizzativa, ha generato confusione tra i due sistemi e scarsa chiarezza per gli stakeholder, obbligati a consultare gli statuti aziendali e altri documenti societari per comprendere appieno le relazioni di governo e di controllo. Per le motivazioni appena descritte è stato ritenuto necessario un miglioramento della governance in Belgio che ha portato all'emanazione della *Legge 6 Aprile 2010* diretta a società quotate e a enti pubblici. La legge in questione enfatizza:

- il *principio di trasparenza* (Direttiva 2006/46/CE) imponendo alle imprese la pubblicazione della relazione sulla corporate governance³³³ e sui sistemi di remunerazione³³⁴;
- la corretta impostazione dei *sistemi di remunerazione* dei vertici aziendali, stabilendo l'obbligatorietà del Comitato per la Remunerazione³³⁵ composto da membri non esecutivi in maggioranza indipendenti.

4.3. La debole politica di “buon governo” societario spagnola

Il processo di industrializzazione spagnola ha preso avvio in ritardo rispetto ai paesi europei più sviluppati a causa dell'ostilità religiosa³³⁶ e

³³³ La *relazione sulla corporate governance* deve chiarire l'adesione al codice di autodisciplina, motivando eventuali mancate adesioni, le caratteristiche del sistema di internal audit e di risk management, la struttura proprietaria, e la composizione degli organi istituzionali, compresi i comitati interni.

³³⁴ La *relazione sui sistemi di remunerazione* deve mostrare il procedimento adottato per la determinazione dei compensi approvati dall'assemblea.

³³⁵ *Obbligatorietà esclusa* per le imprese con un numero medio di dipendenti inferiore a 250 durante l'anno, o un attivo non superiore a 43 milioni di euro, o un giro d'affari annuo inferiore a 50 milioni di euro, che posseggono almeno due dei tre requisiti.

³³⁶ La *tradizione religiosa cattolica* poneva enfasi su aspetti etici e sui rapporti umani all'interno dell'impresa percependo il profitto come qualcosa di peccaminoso.

politica³³⁷ verso ogni forma di iniziativa economica e imprenditoriale, dello scarso livello della scienza e della tecnologia, e dal forte deficit pubblico dovuto alla fine delle rimesse di oro nelle colonie oltreoceaniche³³⁸. La crescita industriale fu favorita inizialmente dagli investimenti esteri e successivamente da una politica nazionalista³³⁹ e protezionistica che portò al “*capitalismo senza concorrenza*”, ovvero all’emanazione di una serie di norme volte a controllare la concorrenza interna ed instaurare un sistema di economia regolata. L’inferiorità spagnola rispetto alla concorrenza internazionale è originata proprio dall’atteggiamento imprenditoriale assistenzialista, affermatosi con l’isolazionismo economico e l’interventismo statale³⁴⁰, le cui peculiarità risiedono nel timore verso il libero gioco delle forze del mercato, nella conseguente avversione al rischio, e nell’orientamento imprenditoriale verso

³³⁷ Fino al XIX secolo in Spagna vi era una notevole ineguaglianza sociale e un’elevata concentrazione della ricchezza e del potere d’acquisto a causa dell’*assetto politico assolutista e semif feudale* che non ha permesso la nascita di un mercato interno capace di promuovere lo sviluppo industriale frenando in tal modo l’intera economia.

³³⁸ Il *Tesoro era in competizione col settore privato* nella continua ricerca di risorse per la copertura del disavanzo pubblico e, trovandosi sempre in posizione privilegiata, sottraeva linfa vitale alle iniziative imprenditoriali.

³³⁹ Nella storia dell’economia spagnola si riscontra uno spiccato orientamento di *nazionalismo economico*, il quale si caratterizza per tre aspetti fondamentali:

- a) *Protezionismo*, con la riserva del mercato nazionale ai produttori locali mediante la predisposizione di forti barriere doganali;
- b) *Corporativismo industriale*, con azioni dello Stato al fine di promuovere la concentrazione di imprese e la formazione di associazioni imprenditoriali e di cartelli industriali allo scopo di regolare il funzionamento dei mercati interni e di eliminare od attenuare la concorrenza fra le imprese nazionali;
- c) *Dirigismo economico*, con interventi diretti dello Stato per favorire lo sviluppo economico e l’occupazione.

MAURI A. G., *L’evoluzione dell’impresa industriale in Spagna: il passaggio da protezionismo all’economia aperta*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, pp. 77 e 78.

³⁴⁰ L’intervento diretto dello Stato in economia ha avuto un forte impulso a partire dal 1939, con l’intento di conseguire l’autosufficienza economica, e successivamente, durante gli anni ’60, con l’intento di aiutare i settori in crisi. In particolare, nel 1941 fu istituito l’*INI (Istituto Nacional de Industria)*, il maggior polo industriale statale, che negli anni della crisi procedette all’acquisizione di attività considerate strategiche, alla difesa dell’occupazione, e alla creazione di nuovi posti di lavoro. Solo nel 1988 si procedette con operazioni di *privatizzazione* per sopperire alle perdite create dalla crisi. Tuttavia, la presenza dello Stato in economia è oggi ancora forte.

l'ottenimento di rendite e garanzie statali. Solo dopo l'adesione alla Comunità Economica Europea (1° Gennaio 1986) si è attuato un processo di deregolamentazione e internazionalizzazione, già avviato a partire dal 1978 con la fine della dinastia franchista, tramite un allentamento delle barriere commerciali alle importazioni nei confronti della comunità in cambio di una riduzione delle barriere comunitarie all'esportazione spagnola. Lo Stato non assume più il ruolo di dirigente nelle imprese, ma di promotore del miglioramento delle relazioni tra imprese e stakeholder³⁴¹. Si afferma così un nuovo concetto d'impresa, la cosiddetta *impresa "pioniera"*, capace di confrontarsi col contesto competitivo internazionale grazie a nuove forme di dinamica organizzativa che privilegino la flessibilità della gestione e la tempestività delle decisioni.

Per quanto riguarda le relazioni banca-impresa, il modello spagnolo si è ricollegato storicamente al modello continentale della banca mista, caratterizzato dall'effettuazione congiunta di operazioni di credito mobiliare e di prestito a breve termine, fino alla riforma del sistema bancario e finanziario del 1962 che spinse verso il modello anglosassone, improntato sulla specializzazione funzionale degli intermediari. La riforma in questione, con l'associata creazione di banche commerciali e banche di investimento, però, fallì. Si diede avvio così ad un nuovo procedimento di riforma che basava tutto sistema sul rispetto della solvibilità, requisito divenuto rilevante dopo la crisi bancaria conseguente alla crisi industriale degli anni '60 derivante dagli shock

³⁴¹ Tramite il "*Piano spagnolo delle privatizzazioni*" del 1996 si dismettono molte partecipazioni pubbliche e si introducono specifiche misure di tutela per la minoranza con l'intento di incoraggiare l'ingresso di piccoli investitori. Lo Stato cerca comunque di conservare *golden shares* al fine di esercitare una funzione regolatrice nell'interesse della collettività.

petroliferi. Attualmente il sistema finanziario e bancario spagnolo è in grado di reggere il confronto internazionale³⁴², anche se presenta ancora qualche inefficienza, tra cui l'elevato costo bancario e la ridotta gamma di servizi offerti alla clientela.

Tra i codici di best practice spagnoli, che nel tempo si sono susseguiti con l'intento di migliorare la governance aziendale, troviamo:

- Il *Codice Olivencia*, emanato nel 1998, che regolamentava principalmente la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione, previsto dal modello obbligatorio di tipo monistico, da sempre incapace di esercitare un efficace controllo sui membri esecutivi;
- Il *Codice Aldama*, emanato nel Gennaio 2003, che manifestava apertamente la necessità di una riforma legislativa come sostegno alle discipline di buon governo societario³⁴³;
- Il *Codice di Corporate Governance Unificato*³⁴⁴, emanato nel Maggio 2006, che rappresenta una nuova fase del processo di sviluppo della governance spagnola in quanto riprende i vecchi codici ampliandoli con le raccomandazioni previste dalle direttive europee riguardanti il ruolo degli amministratori non esecutivi (Raccomandazione

³⁴² Si utilizza anche in Spagna il *modello di banca universale* tuttavia il rapporto banca-impresa non è esclusivo, come in Germania e in Giappone, dato che le imprese, di solito, operano con più banche, pur se comunque è solo una di queste che svolge il ruolo di mainbank.

³⁴³ A tal proposito viene emanata nel 2003 la *Legge sulla Trasparenza* disciplinante la materia dei conflitti di interesse, la quale pone l'accento sui *doveri di lealtà e di diligenza*, non solo nei confronti degli amministratori ma anche degli azionisti di controllo, i cosiddetti *amministratori di fatto*, ossia soggetti capaci di influenzare e controllare il management aziendale.

³⁴⁴ Il Codice Unificato è stato fino ad ora *l'ultimo intervento rilevante* compiuto in merito alla corporate governance, tuttavia, le istituzioni stanno lavorando attualmente su un *progetto di legge in merito all' "economia sostenibile"* incentrato sul sistema di remunerazione ai vertici e sul principio di indipendenza.

2005/162/CE), la remunerazione degli amministratori (Raccomandazione 2004/913/CE), e l'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti (Direttiva 2007/36/CE).

Il processo di riforma, comunque, non ha intaccato il sistema di corporate governance che le imprese sono tenute ad adottare, restando *obbligatorio il modello monistico*. La struttura organizzativa imposta dalla legge prevede quindi un'Assemblea degli azionisti³⁴⁵ (*Junta General de Accionistas*) con competenze deliberative di alto profilo³⁴⁶, la quale nomina i revisori contabili esterni³⁴⁷ (*Auditoría de Cuentas*) e il Consiglio di Amministrazione³⁴⁸ (*Consejo de Administración*). Quest'ultimo ha poteri di direzione e vigilanza e istituisce al proprio interno un Comitato per il Controllo Interno³⁴⁹.

³⁴⁵ All'interno dell'Assemblea degli Azionisti possono esservi *Investitori Istituzionali* in rappresentanza dei risparmiatori, i quali partecipano alle decisioni assembleari tramite gli “*split votes*”, ovvero i voti divisi, in conformità alle raccomandazioni ricevute dai risparmiatori.

³⁴⁶ Con la *Legge n.19 del 14 Novembre 2005 dedicata alla Società Europea*, è stata stabilita la possibilità di votare anche telematicamente e di aggiungere argomenti all'ordine del giorno anche senza raggiungere la tradizionale soglia del 5% del capitale, in modo da *accentuare i poteri delle minoranze*.

³⁴⁷ I Revisori Esterni sono scelti tra professionisti iscritti nel *registro istituito presso il Ministero dell'Economia e della Programmazione* e durano in carica dai *3 ai 9 anni*. La loro nomina è stata resa obbligatoria per le società che superano i limiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata dal recepimento della *IV Direttiva Europea*.

³⁴⁸ Il Consiglio di Amministrazione spagnolo dura in carica *6 anni*, è di dimensioni, variabili tra *5 e 15*, tali da garantirne l'efficace funzionamento, e si compone di quattro categorie diverse di amministratori:

- a) *Amministratori esecutivi o interni (Consejeros ejecutivos o internos)*, componenti del top management, con funzioni amministrative;
- b) *Amministratori non esecutivi o esterni rappresentanti la proprietà*, ovvero soci in possesso di almeno il 5% del capitale (*Consejeros dominicales*), o soggetti legati a questi da rapporti personali o commerciali;
- c) *Amministratori non esecutivi indipendenti* privi di ogni legame con la società o con gli azionisti di riferimento (*Consejeros independientes*);
- d) *Amministratori “grigi”*, soggetti che hanno perso la qualifica precedente, di amministratori indipendenti o esecutivi, ma che restano in azienda in virtù delle esperienze e competenze maturate.

³⁴⁹ Ci riferiamo al cosiddetto Audit Committee, obbligatorio per legge, mentre il Nomination e il Remuneration Committee sono solo raccomandati.

4.4. Le debolezze della struttura di governo aziendale presente in Grecia

Il sistema imprenditoriale greco è caratterizzato da un numero considerevole di piccole e medie imprese strutturalmente concentrate per la presenza di un'azionista di maggioranza, quasi sempre rappresentato da famiglie o Stato. La legislazione greca (*Legge n. 2190 del 1920* e *Legge n. 3016 del 2002*) prevede l'adozione del *sistema monistico*, in cui il Consiglio di Amministrazione, composto da massimo 3 membri incaricati per massimo 6 anni e nominati dall'Assemblea, svolge sia funzioni di direzione che di controllo³⁵⁰. Così strutturata l'impresa presenta una serie di problemi inerenti la tutela degli azionisti di minoranza e di tutti gli altri stakeholder e ha bisogno di essere migliorata per accrescere la propria capacità competitiva a livello intenzionale. Fino al 2000, in realtà, le problematiche sul buon governo societario sono state sorvolate. È, infatti, solo a partire dal 2000 che sono stati promossi diversi codici di autodisciplina diretti a società finanziarie e società quotate nella Borsa di Atene (*ASM*) da parte dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (*HCMC*) e dall'*Associazione degli imprenditori*³⁵¹. In

³⁵⁰ Solo con la *Legge 3016 del 2002* è stata meglio regolamentata la composizione del Consiglio di Amministrazione. Per sopperire la rischio di eccessivo potere della maggioranza a discapito delle minoranze, è stato sancito che l'organo debba comporsi per *almeno 1/3 da amministratori non esecutivi, di cui almeno 2 indipendenti*. In più, il provvedimento legislativo ha imposto anche la presenza di un *Audit Committee*, ovvero di un comitato interno al consiglio che si occupi di vigilare sull'efficacia del controllo interno e del sistema dei rischi, previsto poi successivamente anche per le Banche con la *Legge 3429 del 2005*.

³⁵¹ Nel *Codice di Autodisciplina pubblica dall'Associazione degli imprenditori (2001)* è definito un concetto ampio di corporate governance: "Corporate Governance is a system of principles providing a basis for the organization, operation and management of a public limited liability company [...], in a manner that ensures the protection and satisfaction of the legitimate interests of all persons linked to the company in the framework of the company's interests. Corporate Governance aims at serving, on a continuous basis, the company's interests, which are a combination of the interests of the company as a distinct legal entity and

sostanza, l'obiettivo è stato quello di creare uno strumento di tutela per tutti gli interlocutori aziendali sull'esempio del codice di best practice anglosassone (Combined Code).

Tra i provvedimenti legislativi più recenti, successivi all'emanazione dei codici di best practice, troviamo:

- ✓ La *Legge 3556 del 2007* che ha recepito la Direttiva comunitaria sulla trasparenza (Direttiva 2004/109/CE);
- ✓ La *Legge 3873 del 2010* che istituisce l'obbligo di pubblicare una relazione sulla corporate governance contenente la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei Comitati Interni;
- ✓ La *Legge 3884 de 2010* che disciplina la votazione assembleare telematica e l'obbligo di motivare la mancata adozione delle raccomandazioni sul buon governo societario.

Nonostante le recenti modifiche, la Grecia si mostra comunque ancora debole sulle tematiche relative alla corporate governance rispetto al contesto internazionale, di fatto, non vengono specificate delle procedure di selezione dei consiglieri trasparenti, non è sancito nessun obbligo di separazione tra la carica di CEO e CFO, e non sono stabiliti limiti sulla durata del mandato degli amministratori indipendenti.

the legitimate interests of all stakeholders linked to that company". BOSETTI L., *Corporate Governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2010, p. 195.

4.5. La Corporate Governance in Portogallo

Il regolamento contabile portoghese (*D.L. 262/86 – Código das Sociedades Comercias*) ha subito un cambiamento significativo negli ultimi anni con l'intento di conformarsi alle direttive europee e alle dichiarazioni dell'IASB (International Accounting Standards Board) e del FABS (Financial Accounting Standards Board): lo scopo è quello di integrare il cittadino nella vita dell'impresa.

Il processo di miglioramento è stato contraddistinto sia dalla pubblicazione di Codici di Autodisciplina da parte dell'Autorità di vigilanza sui mercati (*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM*) che dall'emanazione di provvedimenti di legge, analizzati in seguito cronologicamente.

CMVM 1999 (revisionato nel 2003) – è il primo codice di autodisciplina, i cui temi principali riguardano la divulgazione delle informazioni, l'esercizio del diritto di voto e di rappresentanza degli azionisti e degli investitori istituzionali, e la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione al fine di garantire maggiore trasparenza.

D.L. 76-A/2006 – prevede per le società per azioni la possibilità di optare tra tre modelli di governance diversi:

1. Dualistico orizzontale – è il sistema più diffuso in Portogallo e prevede la presenza di un'Assemblea di azionisti che nomina il Conselho de administração, i cui membri sono scelti da una lista,

e l'organo di controllo che, nelle società quotate prende il nome di Conselho fiscal, il quale si compone di membri a maggioranza indipendenti e di un membro obbligatoriamente iscritto all'albo dei revisori contabili, mentre nelle in quelle non quotate assume la veste di Fiscal único, ossia di revisore unico;

2. Dualistico verticale – in cui l'assemblea nomina il Conselho general e de supervisão, ovvero l'organo principale che si occupa di vigilare sull'attività di gestione, coadiuvato dal Comissão para as matérias financieras (Audit Committee), e di nominare il Conselho de administração executivo, ovvero l'organo amministrativo che tramite una deroga statutaria può essere eletto anche dall'assemblea (come nel sistema dualistico orizzontale);
3. Monistico – è il sistema di nuova introduzione caratterizzato dalla presenza obbligatoria del Comissão de auditoria, ossia il comitato per il controllo interno, composto da almeno 3 membri.

CMVM 2007 – diffonde l'adozione dei best practice in tutti e tre i modelli indicati dal provvedimento legislativo del 2006.

D.L. 211-A/2008 – è un provvedimento straordinario indirizzato alle istituzioni bancarie e finanziarie con l'obiettivo di mitigare gli effetti negativi

della crisi promuovendo la stabilità finanziaria in modo da riguadagnare la fiducia degli investitori.

CMVM 2010 – pone enfasi su tre tematiche:

- a) Sistemi di remunerazione degli amministratori – è stabilito che la remunerazione sia composta da una parte fissa e una variabile³⁵² limitate entro un tetto massimo e coerenti con la crescita aziendale nell'interesse degli interlocutori.
- b) Sistema di controllo interno e risk management – l'impresa deve attuare tutte le procedure atte a fissare gli obiettivi strategici in conformità del rischio sopportabile;
- c) Indipendenza dei revisori esterni³⁵³ – l'indipendenza deve essere garantita tramite la rotazione del revisore dopo 2 incarichi di 4 anni o dopo 3 incarichi di 3 anni, e vietando l'effettuazione di servizi di extra-audit o, nel caso siano presenti, verificare che non eccedano il 30% del valore totale delle prestazioni rese all'impresa.

4.6. L'unicità del sistema capitalistico italiano

Il sistema capitalistico italiano si configura come un insieme di caratteri specifici che lo rendono differente rispetto agli altri capitalismi europei.

³⁵² Per la componente variabile si prevede che il pagamento derivante dall'esercizio del diritto di opzione deve essere differito di *almeno 3 anni*.

³⁵³ La legge portoghese prevede la presenza di un organo di controllo contabile esterno per le società quotate e per quelle non quotate che utilizzano il modello dualistico, sia esso verticale o orizzontale, nominato dall'assemblea con un mandato di massimo 4 anni.

*L'atipicità risiede nell'unicità del modello che non può essere collocato in nessuno degli schemi internazionali in modo completo*³⁵⁴.

L'attuale struttura del sistema imprenditoriale è il risultato di un lungo processo evolutivo che può essere suddiviso in due fasi: la prima, iniziata con l'Unità nazionale (17 Marzo 1861) e conclusasi con la crisi degli anni '30, si basava sul modello della banca universale tedesca caratterizzato da un significativo ricorso al finanziamento di banche miste che spesso acquisivano anche la proprietà dell'azienda; la seconda fase, iniziata con l'emanazione della Legge bancaria del 1936 che separava le funzioni bancarie tra credito speciale (d'investimento) e credito ordinario, si contraddistingue per la presenza di gruppi di matrice pubblica e privata controllati dallo Stato, il quale interveniva in situazioni di rilevanti perdite societarie. L'affidabilità delle imprese aumentò grazie alla stabilità garantita dalle partecipazioni incrociate e dalle strutture piramidali controllate da un nucleo concentrato di azionisti, considerate strumento difensivo contro il pericolo di scalate ostili. Questo permise un più agevole accesso ai rapporti con le banche, il cui unico obiettivo divenne la concessione di finanziamenti. La crescita dimensionale fu quindi finanziata

³⁵⁴ Un esempio di specificità, viene offerto dall'analisi di alcuni studi empirici sulle relazioni tra cultura e struttura della proprietà:

- la cultura italiana viene considerata nello studio di Hofstede come caratterizzata da un alto livello di *individualismo*, ossia si tratta di una cultura in cui gli individui gli individui si motivano e perseguono un interesse strettamente personale, finalizzato al raggiungimento dei propri obiettivi, [...] e sono scarsamente propensi a collaborare al fine di perseguire obiettivi di gruppo;
- uno studio empirico condotto, da Pedersen e Thomsen, su un campione di 100 imprese europee [...] mostra come una cultura caratterizzata da un alto livello di *individualismo* è, in maniera significativa, *positivamente correlata con una struttura della proprietà altamente frazionata* e *negativamente correlata con l'intervento dello Stato nell'economia come proprietario di imprese.*

La realtà italiana mostra un evidente contrasto tra i due studi. È qui che entra in gioco l'unicità del modello italiano in cui la struttura di allocazione degli assetti proprietari è caratterizzata da un livello relativamente alto di intervento pubblico e da una sostanziale assenza di e proprie public companies. MELIS A., Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea, Giappichelli Editore, Torino, 1999, p. 72.

prevalentemente dall'indebitamento e dall'intervento statale, impedendo lo sviluppo della Borsa Valori.

Tale scenario sta lentamente mutando per effetto di spinte esogene, legate alla globalizzazione dei mercati e all'internazionalizzazione dell'economia, e conseguenti spinte endogene, rappresentate dalle riforme messe in atto in ambito nazionale. Una svolta in tal senso è stata segnata dall'emanazione della *Legge 7/6/1974 n. 216*, che ha istituito la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)* quale organo istituzionalmente preposto al controllo sull'organizzazione e il funzionamento del mercato borsistico.

Attualmente il sistema è ancora dominato da piccole e medie imprese ma, con l'avvio del processo di privatizzazione di molte imprese pubbliche, è aumentato il numero di imprese di grandi dimensioni che competono a livello internazionale; la caratteristica comune ad entrambe le tipologie di imprese è l'*elevata concentrazione proprietaria*³⁵⁵, tipica dei sistemi insider latini. Ciò ha determinato la supremazia di un azionista, o di un gruppo di azionisti ristretto, in sede assembleare creando situazioni di asimmetria informativa nei confronti degli azionisti di minoranza e degli interlocutori esterni: il sistema di controllo sul management è affidato al Consiglio di Amministrazione stesso, piuttosto che al mercato.

Per sopperire alle debolezze evidenziate dal sistema imprenditoriale in un contesto di competizione globale, sia la CONSOB, nella relazione annuale

³⁵⁵ Si tratta per lo più di *gruppi a carattere familiare*, i cui membri, detenendo una maggioranza assoluta del capitale d'impresa o comunque una partecipazione rilevante, sono in grado di garantire un assetto proprietario stabile e un indirizzo strategico unitario ed omogeneo.

del 1995, che la Banca d'Italia, nella relazione annuale del 1996, hanno sottolineato l'importanza di un riordino della corporate governance per migliorare la reputazione delle imprese italiane³⁵⁶. Questo ha portato all'emanazione di una serie di provvedimenti legislativi, tra cui il Testo Unico della Finanza, cosiddetto Decreto Draghi, e la Legge sul risparmio, che hanno delineato un corpus normativo, diretto principalmente alle società quotate, con l'obiettivo di garantire maggior protezione alle minoranze azionarie, in particolare piccoli risparmiatori. In più, viene presa in considerazione la Riforma del diritto societario, la cosiddetta Riforma Vietti, che ha concesso alle imprese di adottare, oltre al modello dualistico orizzontale (tradizionale), il modello dualistico verticale e quello monistico, per uniformare la normativa italiana alla disciplina comunitaria sulla Società Europea. Infine, allo scopo di creare maggiore coerenza tra il sistema praticabile in Italia e quelli vigenti negli altri Paesi industrializzati, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana³⁵⁷ cerca di limitare l'autonomia statutaria delle società quotate, raccomandando l'implementazione di un sistema di corporate governance improntato all'equità e alla trasparenza nell'interesse di tutti gli stakeholder, e obbliga le imprese a divulgare sul mercato le informazioni inerenti i motivi per i quali non si è

³⁵⁶ Il cambiamento in atto si basa su eventi che segnano il *passaggio da un'economia mista ad un'economia di mercato*, quali:

- il *declino del capitalismo pubblico* per effetto delle privatizzazioni degli ex-monopoli di Stato;
- l'apertura delle grandi famiglie imprenditrici a nuovi soggetti investitori, nella direzione di un graduale *ridimensionamento del capitalismo familiare*, necessario per rimanere competitivi in un mercato sempre meno protetto e maggiormente concorrenziale;
- lo sviluppo e la diffusione di una *nuova cultura finanziaria* che considera il mercato borsistico una valida alternativa all'indebitamento bancario.

FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001, p. 164.

³⁵⁷ Il Codice di Autodisciplina emanato da Borsa Italiana S.p.A. *completa la normativa* prevista dalla Riforma Draghi, prevedendo importanti indicazioni sul Consiglio di Amministrazione, il management, e il sistema dei controlli interni.

aderito alle disposizioni autodisciplinari nel rispetto del *principio “comply or explain”*.

Andiamo ad analizzare nel dettaglio le novità delle riforme in ordine cronologico:

Testo Unico della Finanza (TUF), noto come *Riforma Draghi (D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58)*³⁵⁸ – contenente una disciplina strutturata delle le società per azioni quotate finalizzata ad introdurre innovazioni sia nella disciplina dei mercati e degli intermediari finanziari³⁵⁹, sia nel sistema del governo societario dirigendosi verso una maggiore concorrenza e contendibilità degli assetti proprietari³⁶⁰, nonché verso una più puntuale tutela dei soci con

³⁵⁸ Si tratta di *linee generali* che lasciano ampio spazio all'autoregolamentazione, in modo da adattare le norme alla singola realtà aziendale e di stabilire regole di Best practice, come il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A.

³⁵⁹ Il TUF ribadisce e perfeziona le soluzioni innovative introdotte dal *D.lgs. n. 415 del 1996*, il quale si basa sul principio secondo cui deve sussistere una netta separazione tra la gestione dei mercati finanziari e la vigilanza degli stessi di competenza delle autorità. In particolare, tra le autorità di vigilanza troviamo:

- *CONSOB* – autorità di vigilanza dei mercati regolamentati che si sostituisce alla società di gestione dei mercati (Borsa S.p.A.) in ipotesi di estrema gravità e urgenza, e si occupa di garantire correttezza e trasparenza;
- *Banca d'Italia* – autorità responsabile del controllo sui mercati rilevanti per la politica monetaria, quali il mercato telematico dei titoli di Stato e quello dei fondi interbancari, la quale sorveglia sul contenimento del rischio e sulla stabilità patrimoniale;
- *Ministero del Tesoro* – regola il funzionamento dei mercati, riferendosi particolarmente ai soggetti responsabili e alle modalità di svolgimento delle attività.

In più, CONSOB e Banca d'Italia sono entrambi responsabili della vigilanza sulle società di gestione di strumenti finanziari, la cui istituzione comporta il venir meno del monopolio sull'accantonamento dei titoli privati, in precedenza spettante per legge a Monte Titoli S.p.A.

³⁶⁰ La riforma segue le linee guida della *Legge delega 6 Febbraio 1996, n. 52*, varata per dare attuazione alle Direttive 93/22/CE e 93/6/CE in tema di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, la quale si basa sul principio che ai fini della crescita delle imprese italiane non è possibile prescindere dal ricorso al mercato dei capitali e quindi bisogna porsi l'obiettivo di rendere il mercato più significativo, efficiente e trasparente, nella consapevolezza che l'offerta di capitale è strettamente collegata alla fiducia che gli investitori ripongono nella corretta gestione.

particolare riferimento agli azionisti di minoranza³⁶¹. Gli strumenti preposti dal TUF per affrontare i pericoli e le situazioni di mala gestio, però, possono rivelarsi inefficaci, anche se teoricamente validi, a raggiungere lo scopo di migliorare le modalità di controllo interno sull'operato degli amministratori e le forme di contenimento dei poteri del gruppo di controllo, a causa del sostanziale disinteresse che gli azionisti di minoranza hanno verso la gestione delle società in Italia³⁶². Maggiormente valida sarebbe stata una forma di tutela più incisiva per tutti gli stakeholder, e non solo per gli azionisti di minoranza, realizzata mediante una totale rivisitazione del funzionamento degli organi amministrativi, di direzione e di controllo³⁶³, ridefinendone le relative competenze e responsabilità;

Codice di Autodisciplina per le società quotate (emanato da Borsa S.p.A, nell'Ottobre del 1999), noto come Codice Preda³⁶⁴ – indirizza ogni impresa verso la scelta di regole organizzative ottimali, in relazione al proprio

³⁶¹ In particolare, la tutela dei soci viene garantita tramite una regolamentazione più trasparente delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, una partecipazione più attiva alla vita sociale tramite agevolazioni nei quorum deliberativi e nell'attuazione delle azioni di responsabilità, e il miglioramento e l'ampliamento dell'informativa finanziaria.

³⁶² Ci riferiamo, in particolar modo, alla debole utilità di alcuni istituti altrove maggiormente sfruttati, quali la convocazione di assemblee fuori dai ritmi ordinari e le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci.

³⁶³ In sostanza, il legislatore ha optato per una *riforma parziale* della materia, concentrando l'attenzione sul Collegio sindacale e sulle Società di revisione, trascurando totalmente l'organo direttivo per eccellenza, ossia il Consiglio di Amministrazione, e creando una sovrapposizione dei ruoli istituzionali. In seguito alla riforma, il *Collegio Sindacale* deve essere composto da 3 membri, di cui almeno uno deve rappresentare la minoranza, e si occupa della supervisione degli atti di amministrazione, lasciando il controllo contabile alle società di revisione. In questo modo è stata superata la *sovrapposizione dei ruoli di sindaco e revisore, ma si è creata confusione in merito agli amministratori non esecutivi* , avvicinando il Collegio sindacale al Consiglio di sorveglianza tedesco. È stata creata in tal modo una contraddizione tra il ruolo di arbitro e il ruolo politico del collegio in questione, potando a collocare il sistema italiano in una via di mezzo tra il tipo tradizionale e quello dualistico tedesco.

³⁶⁴ Il Codice è stato realizzato dall'allora *Presidente della Borsa S.p.A. Stefano Preda* , dopo uno studio sullo stato della governance nelle diverse S.p.A. quotate che ha accertato l'esistenza di diversi modelli messi a disposizione dalla normativa ma senza uno standard di best practice di riferimento a cui ispirarsi.

assetto proprietario³⁶⁵. Si articola in due documenti: *il Rapporto*, in cui sono enunciati i principi di “good governance”; e il *Codice di Autodisciplina*, in cui sono analizzati ed interpretati i principi per un efficace governo delle relazioni tra soggetti e i relativi interessi, spesso divergenti e si indirizza principalmente al Consiglio di Amministrazione³⁶⁶, il quale riveste un ruolo centrale nella conduzione dell’impresa verso un efficiente e corretto sistema di governance.

L’obiettivo della Commissione presieduta da Preda di mettere a disposizione delle società uno strumento idoneo a rendere equilibrati gli assetti istituzionali ed organizzativi d’impresa è stato ben recepito, come dimostrano gli studi condotti da CESPEP³⁶⁷ e KPMG³⁶⁸. Il Codice, in sostanza, sembra integrare opportunamente le norme previste dal TUF, fornendo un modello di buon governo societario coerente con le prospettive di sviluppo del capitalismo italiano.

³⁶⁵ L’approccio italiano, in linea con la prassi internazionale, si basa sull’*autonomia statutaria* delle singole società, vista l’impossibilità di definire un unico ed ottimale modello di corporate governance applicabile sic et simpliciter.

³⁶⁶ Nello specifico vengono trattati temi sul funzionamento e sulla composizione del C.d.A., sulle responsabilità e sull’indipendenza degli amministratori, sull’importanza dei Comitati Interni e, in particolare, del sistema dei controlli interni.

³⁶⁷ Il *Centro Europeo Studi Pubblico e Privato (CESPEP)* riporta nel *Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance del 6 Giugno 2000* uno studio sulle dichiarazioni di conformità di un campione consistente di società quotate italiane al Codice di Autodisciplina non ancora obbligatorio, in cui rileva che alcune società avevano già istituito un modello di corporate governance conforme ai principi di best practice.

³⁶⁸ Lo studio di *KPMG* si concentra sull’adozione del Codice di best practice, integrato nei regolamenti di Borsa S.p.A., da parte di un *campione disomogeneo*, costituito da società quotate appartenenti sia al settore finanziario che a quello industriale, e evidenzia che, nonostante la possibilità data alle aziende di adottare le disposizioni in funzione alle proprie caratteristiche strutturali, il *57% del campione ha recepito puntualmente le indicazioni di best practice*,

Riforma del diritto societario (D.lgs. n. 5 e n. 6 del 17 Gennaio 2003), nota come *Legge Vietti*³⁶⁹ - sostanziale riforma della corporate governance nelle società di capitali e nelle imprese mutualistiche. La filosofia di base della riforma risiede nel *riconoscimento di un grado di autonomia inversamente proporzionale al livello di apertura del mercato* per limitare il rischio di abusi da parte dei soggetti insider nei confronti degli outsider³⁷⁰. La riforma in questione consente all'Italia di posizionarsi tra i pochi Paesi al mondo dotati di un elevato grado di flessibilità per quanto attiene alla scelta del sistema di governo e di controllo aziendale. In particolare, le imprese possono adottare tre tipi di strutture proprietaria³⁷¹:

- I. Il *modello dualistico orizzontale*, tradizionalmente adottato in Italia³⁷², si caratterizza per la separazione dei poteri di direzione e controllo, in quanto il primo è affidato al Consiglio di Amministrazione³⁷³ (o Amministratore Unico), e il secondo al

³⁶⁹ La riforma del diritto societario è il risultato degli studi di due commissioni: la *Commissione Mironi (1998)* e la *Commissione Vietti (2003)*, da cui appunto prende il nome la legge.

³⁷⁰ Questa è la filosofia che rispecchia il concetto italiano di autonomia privata limitata, in una prospettiva *inversa* a quella anglosassone in cui vige il concetto della mano invisibile del mercato.

³⁷¹ *Ciò che accomuna i tre modelli è l'obbligo per l'assemblea di nominare un revisore esterno indipendente*, su proposta dell'organo di controllo, il cui mandato dura 3 anni per le società non quotate, e se si tratta di società quotate, il mandato dura 7 anni per il revisore unico e 9 anni per la società di revisione. La nomina del revisore esterno può essere emessa solo nelle imprese non quotate che adottano il sistema dualistico orizzontale qualora il controllo contabile venga attribuito al collegio sindacale in tal caso composto esclusivamente da revisori iscritti all'albo istituito presso il Ministero della Giustizia.

³⁷² Ancora oggi il modello dualistico orizzontale è adottato dalla maggioranza delle società per azioni italiane. Si pensi infatti che da un'indagine condotta da *Infocamere*, la società consortile di informatica delle Camere di Commercio italiane, nel 2007 risulta che, tra tutte le società per azioni italiane, soltanto 193 società avevano optato per il modello monistico e 129 per quello dualistico verticale.

³⁷³ Il *Consiglio di Amministrazione* compie tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti e, in generale, per tutti gli interlocutori aziendali.

Collegio Sindacale³⁷⁴, per effetto del mandato triennale conferito dall'Assemblea degli Azionisti;

- II. Il *modello dualistico verticale*, di ispirazione tedesca³⁷⁵, ovvero un sistema gerarchizzato che cerca di eliminare l'influenza diretta della proprietà sul management, in quanto l'Assemblea nomina l'organo adibito al controllo (Consiglio di Sorveglianza³⁷⁶), che a sua volta nomina l'organo amministrativo (Consiglio di gestione);
- III. Il *modello monistico*³⁷⁷, presente soprattutto nelle imprese anglosassoni, si caratterizza per la mancata separazione tra i poteri di amministrazione e controllo, entrambi affidati al Consiglio di Amministrazione, nominato dall'Assemblea dei soci, e al cui interno istituisce il Comitato per il controllo sulla gestione composto unicamente da amministratori non esecutivi e indipendenti;

Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (Legge 28 Dicembre 2005, n. 262, modificata dal D.lgs. 303 del 29

³⁷⁴ Il *Collegio Sindacale* è composto da almeno 3 membri, più 2 supplenti, nominati nel rispetto dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, il cui compito è quello di vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili dell'impresa.

³⁷⁵ La differenza rispetto al modello tedesco risiede nel fatto che NON è prevista la partecipazione dei lavoratori alla corporate governance.

³⁷⁶ Il *Consiglio di Sorveglianza*, a differenza del Collegio Sindacale, oltre a poteri di controllo, possiede anche alcuni poteri decisionali, quali l'approvazione del bilancio annuale e, se prevista dallo statuto, la deliberazione su alcuni piani strategici predisposti dal Consiglio di Gestione.

³⁷⁷ Si tratta di un modello particolarmente adatto ad *imprese di piccole dimensioni*, dove i soci possono agevolmente verificare l'operato degli amministratori e dove è meno pressante l'esigenza di tutelare gli interlocutori esterni.

Dicembre 2006) nota come *Legge sul risparmio* – rafforzamento della normativa in tema di organi di amministrazione e controllo³⁷⁸, conflitti di interessi, informativa sull'adesione a codici di condotta, comunicazione economico-finanziaria, revisione legale dei conti e indipendenza dei revisori, poteri di vigilanza delle autorità pubbliche, e sanzioni penali e amministrative, in risposta alle gravi crisi societarie di inizio millennio.

In sostanza, in Italia, come in tutti i paesi industrializzati, si sta seguendo un processo di adattamento al contesto globale, spesso promosso da organizzazioni sovranazionali come l'Unione Europea. Tuttavia, le imprese sono caratterizzate da una struttura proprietaria che si trova ancora in una via di mezzo tra il sistema britannico³⁷⁹ e quello tedesco³⁸⁰.

³⁷⁸ Nello specifico, nell'intento di aumentare la *tutela per gli azionisti di minoranza*, è stato previsto un processo di nomina dei membri degli organi istituzionali tramite il *voto di lista*, consentendo la presentazione di una lista di minoranza qualificata, ossia di azionisti che individualmente o in gruppo raggiungono una percentuale minima di capitale sociale (da 0.5% a 2.5%), tra cui sarà scelto il Presidente, e in più, deve essere garantito un numero di membri sostanzialmente indipendenti.

³⁷⁹ Il sistema britannico si avvicina a quello italiano tramite l'importanza che il Cadbury Code dà all'istituzione del Comitato per il controllo interno, il quale ha funzioni simili a quelle del Collegio sindacale. La differenza risiede nel fatto che il Collegio sindacale è un organo esterno al Consiglio di amministrazione, mentre il Comitato di Audit è interno.

³⁸⁰ Il sistema italiano si avvicina a quello tedesco grazie al potere di "voce" sulle decisioni aziendali che la riforma Draghi ha concesso al Collegio sindacale che si è avvicinato in tal modo al Collegio di sorveglianza. La differenza risiede nel fatto che il Collegio sindacale non ha potere di nominare gli amministratori e al suo interno non troviamo rappresentanze dei lavoratori.

5. LA CORPORATE GOVERNANCE NEI PAESI EUROPEI EMERGENTI: IL CASO DELLA POLONIA E DELLA REPUBBLICA DI MACEDONIA

5.1. La risposta della Polonia alla crisi economica

Lo sviluppo della corporate governance in Polonia si ha a partire dal 1990 col passaggio dal regime politico socialista al regime democratico, dietro la spinta dello sviluppo dei mercati finanziari e dell'armonizzazione alla governance dei paesi europei per poter accedere all'unione³⁸¹.

Da punto di vista della corporate governance l'obiettivo finale della riforma fu la creazione di un vigoroso sistema di controllo della proprietà privata, di una serie di istituzioni atte a rafforzare la responsabilità dell'esecutivo e a monitorare i soggetti che detengono le proprietà altrui, come istituzioni bancarie e mercato azionario. Lo sviluppo del mercato mirava a far emergere lo spirito imprenditoriale e a creare una sana concorrenza, tradizionalmente molto debole in un'economia pianificata.

Il modello di governance polacco è di tipo *dualistico verticale*³⁸². Il Consiglio di Sorveglianza è composto unicamente da amministratori non esecutivi e ha sia poteri di gestione che di vigilanza. La legge permette elevata

³⁸¹ L'adesione della Polonia all'Unione Europea (1° Maggio 2004) ha senza dubbio contribuito allo sviluppo della struttura di controllo e al rafforzamento della protezione degli investitori e dei meccanismi di mercato. [...]The Polish stock market experienced significant growth after the country's accession to the EU – the IPO number places the WSE at the top of European markets. ALUCHNA M., *Corporate Governance: Polish Lessons from the Global Financial Crisis*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Spinger, New York, 2014, p.52.

³⁸² Da un'analisi comparata tra il sistema di governo societario polacco e quello dei diversi paesi europei si riscontrano caratteristiche di una struttura di controllo basata sul *sistema a due livelli*, come quello adottato in Germania. A differenza di quest'ultima, però, le Banche non ricoprono un ruolo rilevante nell'organo di controllo, formato principalmente da azionisti di maggioranza, caratteristica presente nel *modello latino* in cui troviamo problemi di conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

discrezionalità nell'attuazione della funzione del controllo, data la forte autonomia statutaria e la mancata previsione di indicazioni in merito ai doveri di diligenza e di fedeltà degli amministratori. In questa situazione si creano forti conflitti di interessi, in quanto la proprietà altamente concentrata all'interno delle assemblee influenza la nomina dei membri del consiglio di sorveglianza, i quali istituiranno un top management maggiormente interessato ai problemi dei soci di riferimento³⁸³. La Polonia ha per tale motivo implementato severi meccanismi di regolamentazione per la tutela degli investitori creando un mercato trasparente in cui gli obblighi informativi sono paragonabili agli standard dell'Europa Occidentale.

In realtà, il regime creato in Polonia è ritenuto troppo rigido in quanto soffoca lo sviluppo del mercato dei capitali. Le carenze significative si riferiscono alla scarsa liquidità del mercato azionario e all'inadeguata trasparenza in merito alla comunicazione aziendale sulla strategia. Pertanto, il ruolo di controllo esercitato dalla Borsa (*Warsaw Stock Exchange*) è significativamente più debole rispetto ai paesi sviluppati, anche se svolge un ruolo di primo piano nella definizione di standard elevati di buon governo aziendale, in temi quali la disclosure, la supervisione, l'attivismo degli investitori e l'implementazione di nuove regole.

³⁸³ Emerging markets and economies in transaction reveal a specific characteristic that impacts the effectiveness of corporate governance. As notes by Berglöf and Claessens (2006) the crucial control role is played by large shareholders, whereas the monitoring function of external mechanisms (stock market, market for corporate control, reputation) is significantly weaker. [...] Additionally, the quality of law enforcement depends critically on the quality of the general enforcement environment. ALUCHNA M., *Corporate Governance: Polish Lessons from the Global Financial Crisis*, in DOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p.54.

Le carenze strutturali di governo societario del sistema polacco sono state messe in risalto con l'avvento della crisi finanziaria. In particolare, tre sono stati i *problemi principali* identificati nelle società quotate polacche:

- La mancata gestione del rischio che incoraggiava la speculazione sulle fluttuazioni valutarie create dalle esportazioni in Europa;
- L'abuso dei soci di maggioranza sui diritti della minoranza;
- Il problema di politica finanziaria dovuto alla scarsa liquidità presente sul mercato azionario.

Nonostante lo sviluppo precedente in merito alla corporate governance polacca, dopo la crisi finanziaria è emersa la necessità di mettere in atto nuove riforme con l'intento di uniformarsi agli ordinamenti dei paesi più sviluppati. Le sfide si riferiscono principalmente alla necessità di rafforzare il Consiglio di sorveglianza, includendo al proprio interno professionisti sulla materia dei derivati e membri indipendenti, formare Comitati di Audit con l'intento di migliorare i sistemi di controllo e gestione dei rischi, e migliorare la qualità del sistema giudiziario in modo da garantire una più efficace esecuzione del diritto.

5.2. Il peso del settore bancario nella Repubblica di Macedonia

Il settore bancario nella Repubblica di Macedonia rappresenta il settore dominante del sistema finanziario, coprendo il 90% del patrimonio complessivo. Negli anni '90 il passaggio da un'economia pianificata ad un'economia di mercato ha portato a delle inefficienze nella governance delle banche causate dalla dispersione della proprietà. Il periodo post-

privatizzazione, invece, è stato caratterizzato da un processo di concentrazione che ha visto l'acquisizione di banche macedoni da parte delle banche internazionali, soprattutto appartenenti all'Unione Europea, che divennero investitori strategici creando un ambiente favorevole per lo sviluppo della corporate governance nel settore bancario. La riorganizzazione bancaria permise di raggiungere, in un lasso di tempo breve, una competitività elevata e consolidata sul mercato nazionale e internazionale. Tuttavia, nonostante la situazione sia migliorata, l'intermediazione finanziaria macedone è ancora ad un livello basso rispetto agli altri paesi europei.

6. CONSIDERAZIONI FINALI SULL'ARMONIZZAZIONE FUTURA

Nell'analisi posta in essere in questo capitolo abbiamo riscontrato che la caduta delle barriere spazio-temporali europee ha favorito i fenomeni di cambiamento di perimetro delle imprese in considerazione della convenienza e dell'efficacia competitiva sviluppata in ambito globale. Nonostante ciò, in Europa vi è la presenza di tre distinti sistemi di corporate governance, quello anglosassone, quello renano e quello latino, ognuno con proprie caratteristiche rilevanti.

GRADO DI

RILEVANZA

TIPO DI SISTEMA

	Anglosassone	Renano	Latino
<i>CONCENTRAZIONE</i>	BASSA	MEDIA	ALTA
<i>AZIONARIATO</i>			

<i>ORIENTAMENTO AL MERCATO</i>	ALTA	BASSA	BASSA
<i>MERCATO PER IL CONTROLLO AZIENDALE</i>	ALTA	BASSA	BASSA
<i>AUTONOMIA ALTA DIREZIONE</i>	ALTA	MEDIA	BASSA
<i>COINVOLGIMENTO DEI DIPENDENTI</i>	BASSA	ALTA	BASSA
<i>COINVOLGIMENTO DELLE BANCHE</i>	BASSA	ALTA	MEDIA
<i>PROTEZIONE LEGALE DEGLI AZIONISTI</i>	ALTA	MEDIA	BASSA
<i>PROTEZIONE LEGALE DEI CREDITORI</i>	ALTA	MEDIA	BASSA
<i>INTERVENTO DELLO STATO</i>	BASSA	MEDIA	ALTA

La scelta tra i sistemi è influenzata da tre forze, le prime due riguardanti effetti che cambiano da paese a paese, l'ultima risultante da fattori che possono differire da impresa a impresa, anche se appartenenti allo stesso paese:

- ✓ *Effetto economico-istituzionale*, dovuto ad interazioni tra fattori quali il sistema legislativo e normativo, e lo sviluppo del mercato dei capitali;
- ✓ *Effetto nazione*, ossia un insieme di fattori legati alla storia economica, politica e finanziaria, alla cultura dominante, e al ruolo riconosciuto all'impresa nello specifico sistema-paese;

- ✓ *Effetto economico-aziendale*, composto da fattori qualitativi, come la struttura proprietaria, e fattori quantitativi, come il grado di separazione tra proprietà e controllo, che caratterizzano una determinata impresa.

A fronte di questi effetti, anche se il mondo sembra dirigersi in una direzione che porta al “villaggio globale” caratterizzato da un crescente grado di influenza reciproca e di osmosi tra i differenti sistemi aziendali, comportando una tendenza alla convergenza, resta comunque l'impossibilità dell'esistenza di un modello di sviluppo economico universale.

Nel rispetto di quanto appena affermato, l'intervento comunitario è finora avvenuto prevalentemente attraverso lo strumento della direttiva³⁸⁴, ritenuto maggiormente idoneo a stabilire obiettivi comuni consentendo, allo stesso tempo, il rispetto delle tradizioni giuridiche ed economiche di ciascun Stato Membro.

³⁸⁴ Si ricorda che la *Direttiva* è un atto normativo dell'Unione Europea che vincola gli Stati Membri a perseguire i risultati stabiliti, lasciandoli liberi di scegliere le modalità di attuazione. Le altre fonti del diritto dell'U.E. sono i *regolamenti*, di portata generale e obbligatori in tutte le loro parti, le *decisioni*, di portata individuale e obbligatorie in tutte le loro parti, e le *raccomandazioni*, ossia pareri non vincolanti.

CAPITOLO IV

La Corporate Governance in Asia

1. IL FORTE PESO DELL'ECONOMIA GIAPPONESE

È interessante studiare l'economia giapponese, ed in particolare lo sviluppo delle imprese giapponesi, poiché ci consente di capire le variabili che hanno permesso il rapido sviluppo economico e la conseguente trasformazione di una società feudale in uno dei paesi più industrializzati al mondo. Inoltre, l'interesse verso i sistemi di management nipponici è stato accresciuto dai successi competitivi scaturiti dall'*originalità* del suo modello di gestione, nato dall'adozione e dall'adattamento delle logiche occidentali al contesto locale. Si tratta di un modello che è stato nel tempo preso come punto di riferimento per la sua abilità ad affrontare le nuove sfide derivanti dalla complessità gestionale in un ambiente sempre più dinamico³⁸⁵. In un'ottica di internazionalizzazione e concorrenza globale diviene quindi necessario analizzare il contesto istituzionale, culturale³⁸⁶ e sociale giapponese³⁸⁷, per individuare l'eventuale possibilità di un trasferimento delle specifiche caratteristiche in altri contesti.

³⁸⁵ [...] The history of Japanese corporate governance is especially interesting because the Japanese literally searches the world for the best institutions of capitalism, and changed their institutions more radically and more often than in any other major industrial economy. MORCK R. K., NAKAMURA M., *A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean. A History of Corporate Ownership in Japan*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago and London, Chicago and London, 2005, p. 367.

³⁸⁶ Tra le *variabili di tipo culturale* un ruolo importante è attribuito alle tre *religioni* del paese:

- Lo *Scintoismo*, ideologia alla base della famiglia imperiale, pone l'accento sul patriottismo, sul realismo e sulla purezza in quanto crede nella bontà dell'uomo;
- Il *Buddismo* crede nell'esistenza dell'ultraterreno e privilegia la pazienza e la capacità di concentrazione;

Il primo contatto giapponese con il mondo occidentale ci fu nel 1542 con la spedizione commerciale portoghese, la quale portò ad una serie di guerre che si conclusero con la chiusura del mercato. L'era protezionistica feudale (*Takagawa period, 1603 – 1868*) fu caratterizzata dalla presenza di aziende con proprietà concentrata interamente nelle mani di famiglie che esercitavano un'influenza notevole sulla gestione creando problemi di governance. Tuttavia, la politica di isolamento (*sakoku*) e l'insularità del paese permisero l'unificazione della lingua e la diffusione di valori comuni che facilitarono lo sviluppo economico.

Per guadagnare libertà dalla pressione estera, il Giappone avviò a partire dal 1868 un programma di modernizzazione copiando quelle che erano considerate le pratiche estere migliori. Il processo di industrializzazione può essere diviso in due fasi principali, la prima va sotto il nome di epoca Meiji (1868 – 1945) e la seconda è quella ancora in atto.

La prima fase ebbe inizio nel 1868 con la rivoluzione Meiji che pose fine al Bakufu³⁸⁸ Tokugawa. In quest'epoca si iniziarono ad insediare le prime

-
- Il *Confucianesimo*, filosofia di governo del Giappone, come anche della Cina, enfatizza il rispetto dello Stato e dell'autorità, l'importanza dell'educazione, l'armonia, la lealtà, e il gruppo, sviluppando una concezione gerarchica dei rapporti personali tramite il cosiddetto codice dei doveri morali.

³⁸⁷ [...] Accanto ad autori che fanno propria una *spiegazione di tipo "culturista"*, che enfatizza l'influenza delle variabili culturali e sociali (Abegglen, 1958; Vogel, 1980; Ouchi, 1981; Morishima, 1984), vi sono studiosi che abbracciano una *spiegazione "razionalista"*, che vede l'adozione, presso le aziende giapponesi, di determinati sistemi di gestione come conseguenza di scelte razionali del management (Dore, 1973; Koike, 1984; Aoki, 1991; Fruin, 1992). SONGINI L., *Capitalismo e impresa industriale giapponesi tra cultura, efficienza e competizione*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p.170.

³⁸⁸ Il *Bakufu* indica l'organizzazione amministrativa dello Shogunato, ossia il governo feudale giapponese.

grandi imprese mercantili, le cosiddette *Zaibatsu*³⁸⁹, favorite da una crescita limitata della popolazione, collegata all'assenza di leggi contro l'infanticidio e l'aborto, che evitarono fenomeni di eccessiva scarsità di risorse e situazioni di povertà diffusa. I *Zaibatsu* avevano una struttura piramidale, formata principalmente da imprese a carattere familiare o da gruppi di imprese diversificate, collegate da rapporti di partecipazione reciproca³⁹⁰. La struttura proprietaria comportava una debolezza finanziaria nel breve termine, a causa delle limitate disponibilità familiari. Il problema non comportò però gravi debolezze grazie all'intervento dello Stato e del sistema bancario. In particolare, lo Stato (1868-1885) poneva in essere adeguate politiche economiche ed industriali volte ad agevolare e a valorizzare l'industria, si parla a tal proposito di "*capitalismo di Stato*"³⁹¹; le Banche (1885-1939), sotto le vesti di *banca universale*, come in Germania, sostenevano il tessuto produttivo diventando spesso parte integrante della proprietà azionaria³⁹². La forte coalizione comportava reti di imprese caratterizzate da interessi comuni dei membri che non facevano sorgere problemi di governo societario dovuti a conflitti riguardanti la separazione tra proprietà e controllo.

Durante la Seconda Guerra Mondiale vi fu un processo di nazionalizzazione, ispirato al piano utilizzato per l'industrializzazione nell'Unione Sovietica, che portò all'abolizione di molti diritti sulla proprietà

³⁸⁹ In realtà, tra gli studiosi vi è divergenza in merito al periodo in cui si sono insediati gli *Zaibatsu*, in quanto per alcuni questa forma d'impresa nasce dopo la prima guerra mondiale nel cosiddetto *periodo Tashio* (1912 – 1926).

³⁹⁰ Ricordiamo tra gli *Zaibatsu* gruppi quali *Mitsui*, *Sumimoto*, *Mitsubishi* e *Yasuda*.

³⁹¹ Il *capitalismo di Stato* si sviluppò principalmente durante la Seconda Guerra Mondiale attraverso la nazionalizzazione di molte imprese giapponesi e l'abolizione di molti diritti di proprietà.

³⁹² L'esistenza delle Banche all'intero della struttura proprietaria piramidale rappresentò un fattore chiave nel superamento del periodo di Grande Depressione (1920 – 1930).

tramite la creazione del *Kikakuin* (creato da The Temporary Funds Adjustments of Law del 1937), il quale imponeva l'approvazione dello Stato per le più importanti decisioni strategiche.

Dopo la sconfitta del Secondo Conflitto Mondiale, il Giappone fu governato dalle forze militari statunitensi (1945 – 1952). Venne introdotta la *politica economica SCAP*, la quale, basandosi sull'idea del New Deal statunitense, smantellò i zaibatsu, riorganizzò la struttura delle banche, e rimosse gli incarichi politici dai vertici aziendali. Questo comportò l'apertura delle aziende al pubblico tramite la vendita delle proprie azioni. Fu proprio in seguito all'occupazione americana che, infatti, il Giappone avviò lo straordinario processo di sviluppo economico, caratterizzante ancora oggi il management nipponico. Nel 1950 fu istituito il sistema *Keiretsu*³⁹³, in cui troviamo grandi gruppi industriali con attività notevolmente diversificata, che concesse maggior autonomia decisionale alla nuova classe dirigente³⁹⁴. A differenza dei precedenti gruppi industriali, i Zaibatsu, quelli attuali possono intraprendere rapporti anche con imprese esterne, ed essendo meno coesi internamente, possono porre l'interesse della singola impresa innanzi a quello del gruppo.

³⁹³ I Keiretsu possono essere di tipo *finanziario (kinyu)*, sorti su iniziativa delle principali banche, o *industriali (kigyō)*. Inoltre, possiamo distinguerli in *Horizontal keiretsu*, come il gruppo Mitsui, ovvero network di imprese diversificate in diversi settori, e in *Vertical keiretsu*, come Toyota Motors, che raggruppano, in un'unica entità, fornitori e clienti, ossia aziende minori appartenenti al solito settore industriale. [...] groups wherein member firms were controlled collectively by all the other firms in the group through a multitude of small equity stakes. These groups, called horizontal keiretsu [...] A second genre of keiretsu, called vertical keiretsu, exhibits a more classically pyramidal structure. MORCK R. K., NAKAMURA M., *A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean. A History of Corporate Ownership in Japan*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago and London, Chicago and London, 2005, pp. 435 e 436.

³⁹⁴ In tale contesto innovativo, che vede la creazione di network aperti, viene infatti esaltata la figura manageriale in linea col nuovo capitalismo nazionale basato sul consumo di massa.

Il periodo post-guerra segue diversi step:

- Il primo step è quello degli *Anni '50-'60*, caratterizzato dall'ampliamento del mercato interno grazie all'emanazione delle prime leggi antimonopolio e alla costituzione di un mercato di borsa³⁹⁵, che rafforzarono la concorrenza tra le imprese. Nascono le *imprese cosiddette "indipendenti"*, poiché non appartenenti ad un gruppo, le quali riuscirono a diventare competitive sui mercati interno e internazionale. Il forte sviluppo del mercato interno facilitò l'omogeneità etnica, culturale, linguistica e religiosa caratterizzante le società nipponiche, consentendo alle imprese di sfruttare le economie di scala operando a costi inferiori rispetto alla concorrenza;
- Gli *anni '70* comportarono cambiamenti nella struttura proprietaria, dovuti alla diminuzione delle grandi imprese tradizionali che lasciarono spazio a *piccole e medie imprese* impegnate nella ricerca e nello sfruttamento di risorse naturali all'estero stabilendo impianti produttivi in altri paesi;
- Gli *anni '80* furono caratterizzati da una serie di problemi, causati dalla rivalutazione dello yen, come l'aumento del costo del personale, che portò il Giappone ad attuare processi di ristrutturazione per mantenere alta la competitività³⁹⁶.

³⁹⁵ Delle imprese quotate, il 78% erano rappresentate dalle *Sogo Shosha* (trading company), ossia società, diversificate sia per prodotto che per paese, che erano in grado di promuovere l'ingresso e lo sviluppo in nuovi settori economici e industriali, agendo come intermediari commerciali nella gestione delle esportazioni.

³⁹⁶ I processi di ristrutturazione in questione puntarono sull'aumento della produttività al fine di ridurre il costo del personale, anche tramite licenziamenti, prepensionamenti, o *Shukko*, ovvero pratiche aziendali che fanno beneficiare i dipendenti dell'impiego a vita con salari più bassi.

➤ Ai giorni nostri la proprietà delle imprese giapponesi non è più concentrata nelle mani di pochi azionisti, appartenenti alla stessa famiglia, ma l'azionariato si compone principalmente di banche³⁹⁷, istituzioni finanziarie, in particolare compagnie assicurative sulla vita, imprese e piccoli investitori, data la diffusione del capitale sul mercato³⁹⁸. Allo stesso modo anche il potere di comando non è più nelle mani degli azionisti, non essendo questi più in grado di influenzare le decisioni strategiche. In questo contesto assume notevole importanza la *figura del manager*³⁹⁹ per la sua capacità di gestire efficacemente le strategie aziendali fondate sul concetto di qualità totale (kaizen), su sistemi di produzione just-in-time, su innovazioni incrementali di risorse e conoscenza intangibili⁴⁰⁰. I conflitti di interesse non sono quindi più basati su redditività di lungo periodo, ma piuttosto su quelle di breve periodo.

È opportuno mettere in risalto come, fin dalle prime fasi del processo di industrializzazione, l'intervento dello Stato abbia favorito il progresso economico del Paese⁴⁰¹. In particolare, tra i ministeri che hanno preso le

³⁹⁷ Circa il 40% delle grandi imprese quotate è posseduto dalle banche, le quali fungono da *main bank* essendo il principale conferente di capitale azionario.

³⁹⁸ Si pensi che i maggiori azionisti delle grandi imprese non detengono più del 5% del capitale, e solo nel caso di istituzioni finanziarie possono arrivare al 10%. A tal proposito, le imprese nipponiche sono spesso definite come *public company*.

³⁹⁹ L'impresa nipponica, a parere di Aoki (1991), "dovrebbe essere correttamente concepita come una coalizione di interessi, formata dal corpo azionisti e dal corpo lavoratori, in cui il management dell'impresa rappresenta un corpo intermedio e integrante, che agisce in modo da mantenere un equilibrio tra gli interessi di entrambi le parti". SONGINI L., *Capitalismo e impresa industriale giapponesi tra cultura, efficienza e competizione*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 192.

⁴⁰⁰ Ci riferiamo ad un concetto di impresa in cui la struttura organizzativa è di tipo "soft e organica".

⁴⁰¹ Johnson (1982) definisce lo Stato giapponese con il termine "*plan rational*", per porre in risalto il concetto secondo cui esso si è preoccupato di perseguire direttamente obiettivi

decisioni più importanti di politica economica troviamo il Ministero delle Finanze, il Ministero dell'Agricoltura e Foreste, il Ministero dei Trasporti, il Ministero delle Costruzioni, e il *MITI*⁴⁰² (Ministero del Commercio Internazionale e dell'Industria). Quest'ultimo è l'ente più noto e sorge nel 1925 con l'intento di valorizzare l'azione imprenditoriale, individuando i settori strategici al fine di concedergli agevolazioni fiscali, e sovvenzionando gli investimenti tramite bassi tassi d'interesse sul capitale. In più, l'ente frequentemente indirizzava l'amministrazione delle imprese indicando i livelli di produzione ottimali e gli investimenti necessari⁴⁰³.

Un ruolo fondamentale nel processo di sviluppo economico del Paese è stato giocato anche dalla *burocrazia*, che ha storicamente svolto un ruolo dualistico, come mediatrice degli interessi privati e promotrice del pubblico interesse, data la debolezza di partiti politici e del parlamento⁴⁰⁴.

economici a livello nazionale assumendo un ruolo di guida amministrativa per le imprese, piuttosto che di sviluppare procedure e meccanismi volti a governare l'attività economica. *Fruin (1992)*, al contrario, crede che lo stato giapponese sia stato incapace di riconoscere le opportunità di sviluppo economico, in quanto esso avrebbe semplicemente facilitato l'azione del mercato perseguendo una politica improntata su limitati tassi di inflazione e stabilità dei prezzi.

⁴⁰² L'orientamento di base del MITI è lo stesso dell'IRI italiano (Istituto di Ricostruzione Industriale), ossia quello di sostenere l'economia.

⁴⁰³ Le imprese in declino per evitare l'abbandono da parte dello Stato seguivano le direttive del MITI attuando processi di riconversione.

⁴⁰⁴ [...] In Giappone non sono i professionisti ad assumere incarichi nell'amministrazione statale, come accade negli Stati Uniti, ma grazie all'Amakudari sono i burocrati a venire assunti nelle aziende private. [...] La pratica dell'Amakudari si spiega alla luce delle relazioni esistenti in Giappone tra burocrazia amministrativa, partito di maggioranza (Liberal Democratic Party) e gruppi di interesse. In particolare, l'Amakudari è funzionale sia all'azione di uno Stato "plan rational", sia al mantenimento di uno stretto legame tra imprese private e Pubblica Amministrazione. Tali relazioni sono rese possibili dalla diffusione di un sistema di valori, di derivazione confuciana, che attribuisce un notevole prestigio alla burocrazia, dalla struttura industriale dualistica, che prevede una netta distinzione tra grandi e piccole imprese, e da un sistema scolastico gerarchizzato, che concede un ruolo predominante ad alcune università statali. (*Cicognani, 1992*) SONGINI L., *Capitalismo e impresa industriale giapponesi tra cultura, efficienza e competizione*, in AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, Egea, Milano, 1994, p. 181.

Dopo aver studiato il contesto che ha permesso il rapido sviluppo economico, andiamo ad analizzare l'impianto organizzativo delle imprese nipponiche. *La governance giapponese mira alla durabilità dell'impresa e alla stabilità delle relazioni tra i vari stakeholder in un'ottica di lungo periodo*⁴⁰⁵. Ci riferiamo ad un'organizzazione di tipo funzionale, in cui le decisioni strategiche sono accentrate nelle diverse aree del processo produttivo e sono poste in essere da comitati intermedi che conoscono nei dettagli i problemi dell'impresa grazie all'efficiente scambio di informazioni garantito dal basso livello di formalizzazione e standardizzazione⁴⁰⁶. La governance giapponese si basa infatti su un approccio cooperativo e consensuale.

Il tipo di organizzazione decisionale delineata, però, si trova in contrasto con la struttura proprietaria concentrata che vedrebbe un processo decisionale centralizzato. In particolare, data l'importanza che il sistema dà alle relazioni banca-impresa e lavoratori-impresa, il sistema può essere paragonato a quello renano. Si tratta in realtà di una somiglianza più formale che sostanziale, dati diversi percorsi di sviluppo intrapresi.

La somiglianza si riscontra principalmente nel *rapporto banca-impresa* con il fenomeno del *cross-shareholding*, il quale comporta la condivisione dei rischi tra le unità economiche e la correlata possibilità di partecipare alla

⁴⁰⁵ È opportuno notare che la cultura aziendale nipponica si caratterizza per la diffusione e l'interiorizzazione dei valori aziendali, ossia *valori dell'armonia e collettivi*, che enfatizzano la motivazione, la lealtà, l'uguaglianza e la fedeltà del personale; *valori della continuità e della crescita*, che guardano alla vitalità concorrenziale, alla stabilità occupazionale e alla crescita di lungo termine; e *valori della flessibilità e della qualità*, che accentuano la creatività, l'apprendimento continuo e l'innovazione.

⁴⁰⁶ Le imprese giapponesi rispondono all'incertezza ambientale tramite la *specializzazione, l'apprendimento e la collaborazione*, focalizzandosi sia sull'eccellenza funzionale che sulle interrelazioni con i soggetti esterni per ampliare la diversificazione produttiva e la presenza sui mercati.

nomina degli organi istituzionali, con la conseguente possibilità di intervenire nei processi decisionali⁴⁰⁷.

La *relazione lavoratori-impresa* rappresenta invece la peculiarità del sistema giapponese, la quale si basa su una *concezione lavoro-centrica non istituzionalizzata*⁴⁰⁸ che prevede la massima collaborazione tra l'organo amministrativo e i sindacati aziendali. L'organismo personale costituisce la principale classe di stakeholder e gode di una posizione privilegiata nei processi decisionali. In più, identificandosi con l'impresa in cui opera, il lavoratore non si mobilita facilmente verso altre entità e resta fedele all'organizzazione. L'intensità del principio di codeterminazione differenzia la realtà giapponese da quella tedesca in quanto, in Germania, anche se radicato, si realizza in forza di un'apposita normativa e non spontaneamente come avviene in Giappone⁴⁰⁹.

Il sistema di governance tradizionale, ovvero di tipo *dualistico orizzontale (Kaisha)*, si caratterizza per la presenza di un'Assemblea degli Azionisti, nel cui interesse è condotta la gestione, la quale nomina il Consiglio

⁴⁰⁷ Ci stiamo riferendo alla possibilità data alle banche di acquisire partecipazioni industriali rimarcando la relazione con un cliente importante, col quale sotto il profilo finanziario ha già avviato una relazione di credito a lungo termine. Ogni impresa sviluppa in tal modo un *rapporto fiduciario privilegiato* con una o più banche.

⁴⁰⁸ La *concezione lavoro-centrica* si afferma nel secondo dopoguerra con l'avvio del processo di ricostruzione industriale basato sulla collaborazione tra organi istituzionali e organizzazioni sindacali. Con il provvedimento governativo del 1955 (*Productivity Increase Movement*) venne favorito un accordo tra associazioni di imprenditori e sindacati che prevedeva garanzie di mantenimento dei posti di lavoro e di equa distribuzione della maggior ricchezza derivante dal miglioramento della produttività nei processi aziendali.

⁴⁰⁹ In altri termini, in *Germania* è la legge ad imporre che una frazione dell'Aufsichtsrat sia composta dai lavoratori (*Legge sulla codeterminazione: 1951 – parità piena; 1952 – parità in ragione di un terzo; 1976 – quasi parità*), mentre in *Giappone* spesso in modo automatico i *lavoratori più anziani* con una brillante carriera vengono nominati dall'assemblea degli azionisti come membri dell'organo amministrativo o di controllo.

di Amministrazione⁴¹⁰. Quest'ultimo dura in carica 2 anni rinnovabili ed è composto da almeno 3 membri⁴¹¹ e un Presidente esecutivo (*Sacho*) che definisce piani strategici e si assicura della loro effettiva realizzazione. Accanto al Presidente esecutivo, nelle imprese giapponesi si può trovare anche il Presidente onorario (*Kaicho*) con compiti di rappresentanza istituzionale e di vigilanza sull'equità e sulla correttezza dei processi gestionali. Altro organo fondamentale è il *Kansayaku*, il quale dura in carica 4 anni e svolge funzioni di controllo sulla correttezza e sull'adeguatezza delle scelte gestionali agli interessi degli azionisti. Quest'ultima carica è stata molto spesso criticata: gli auditor, infatti, essendo scelti dal Presidente esecutivo tra i lavoratori interni che non sono riusciti ad entrare nel consiglio amministrativo nonostante il possesso dei requisiti, potrebbero avvertire una sorta di *sudditanza psicologica* nei confronti del *Sacho* che si ripercuoterebbe sulla qualità dei controlli, comportando mancate denunce di eventuali irregolarità emerse durante le ispezioni⁴¹².

Il sistema tradizionale giapponese ha riscontrato recentemente delle debolezze rispetto agli altre economie avanzate, inducendo ad avviare un procedimento di riforma. In merito alla relazione banca-impresa, la crisi

⁴¹⁰ Ricordiamo che in base al principio di codeterminazione giapponese, *circa la metà del consiglio è composta da lavoratori dell'impresa*, spesso in prepensionamento. Si calcola infatti che il 73% delle remunerazioni degli amministratori-lavoratori costituisce il compenso per l'attività lavorativa e solo la restante parte è considerata compenso per gli incarichi amministrativi. Si riducono così anche i problemi derivanti dal rapporto di agenzia tra amministratori e società in merito ai sistemi di remunerazione.

⁴¹¹ Uno degli amministratori deve essere investito del *potere di rappresentanza (Jomu)*, pena lo scioglimento del board.

⁴¹² A tal proposito il *legislatore del 1993* ha modificato il codice di commercio del 1989 stabilendo che i *kansajaku* devono essere composti da almeno 3 membri di cui uno esterno all'impresa, in modo da ridurre il rischio di collusione tra il presidente esecutivo e gli auditor. Successivamente, il *codice di autodisciplina del 2004*, enfatizzando il principio di indipendenza, ha stabilito che gli auditor in questione non possono assumere incarichi direttivi nell'azienda o essere dipendenti di questa.

economica e finanziaria ha comportato la flessione di molti corsi azionari con la conseguente vendita di partecipazioni poco redditizie. A discapito delle partecipazioni bancarie sono aumentate le azioni detenute dagli investitori stranieri⁴¹³, anche se questi restano comunque ancora poco attivi in sede assembleare e nei processi decisionali. Il provvedimento di riforma, in tal senso, non si limita a definire unicamente nuovi assetti organizzativi, bensì mira ad intervenire con un approccio volto a tutelare gli azionisti e gli investitori finanziari, anche a discapito della radicata visione lavoro-centrica. *Il nuovo sistema introdotto dal legislatore del 2002 è di matrice anglosassone. Si prevede cioè la presenza di un unico organo, ovvero il Consiglio di Amministrazione, che eserciti contemporaneamente la funzione di direzione e la funzione di vigilanza, con mandato annuale. Al suo interno troviamo uno o più direttori delegati alla gestione (shikko yakuin) e tre comitati, composti da almeno 3 membri, in maggioranza non esecutivi e indipendenti, che si occupano del processo di nomina, del sistema di remunerazione, e del sistema di controllo interno. Il cosiddetto “modello dei tre comitati”, introdotto dalla riforma, risulta incompatibile col concetto tradizionale di “azienda-comunità”, che vede la partecipazione attiva dei lavoratori alla gestione aziendale, poiché comporta una modificazione della composizione dell’organo amministrativo in*

⁴¹³ In merito, è stato emanato nel 2001 un provvedimento legislativo che obbliga le banche a portare, entro settembre 2006, l’ammontare delle partecipazioni azionarie nel limite dell’ammontare del loro capitale sociale. Ciò ha comportato un aumento delle partecipazioni azionarie detenute dagli investitori sociali, le quali sono *passate dal 5% del capitale nel 1991 al 18% nel 2003.*

favore di un numero crescente di amministratori non esecutivi e indipendenti⁴¹⁴.

Una riforma ulteriore, molto importante per lo sviluppo della best practice giapponese, e si è avuta nel 2006 con un provvedimento che ricalca il Sarbanes-Oxley Act statunitense, noto come *J-Sox (Japanese Sarbanes-Oxley)*⁴¹⁵. La legge è rivolta a tutte le società quotate alla borsa di Tokyo ed impone l'obbligo per il management aziendale di redigere una relazione sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi connessi all'informativa economico-finanziaria, che deve essere poi certificata da un revisore esterno indipendente. In particolare, il J-Sox suggerisce l'adozione del CoSo statunitense come framework di riferimento per il controllo interno⁴¹⁶.

Per concludere, è possibile affermare che il Giappone sta cercando di avvicinarsi alla governance internazionale, anche se comunque presenta tuttora spazi di miglioramento. L'articolazione dei documenti esistenti, infatti, risulta nel complesso ancora poco approfondita. Si pensi, ad esempio, all'assenza di indicazioni in riferimento al funzionamento, alla nomina e alla responsabilità del Consiglio di Amministrazione, al sistema di retribuzione dei vertici, e al rapporto tra l'organo amministrativo e gli azionisti. A tal proposito comunque

⁴¹⁴ Questo spiega il motivo per cui, in realtà, il *modello monistico non ha riscontrato molto successo* tra le imprese nipponiche. Si riscontra nel 2005 che sono solo 17 le società che hanno volontariamente adottato il nuovo modello e che queste sono controllate da investitori stranieri.

⁴¹⁵ Il J-Sox è un'innovazione di ampia portata in quanto coinvolge un numero importante di imprese, ovvero *circa 3.800*, e cerca di *ridurre il gap* esistente con le imprese anglosassoni.

⁴¹⁶ Rispetto alle finalità indicate dal CoSo, ossia l'efficacia e l'efficienza delle operazioni, l'affidabilità dell'informativa finanziaria, e la conformità a leggi e regolamenti, il modello giapponese prevede un obiettivo in più, ossia la *conservazione del patrimonio aziendale*.

Rispetto alle componenti del sistema di controllo, oltre alle 5 indicate dal CoSo, ovvero ambiente di controllo, valutazione dei rischi, attività di controllo, informazione e comunicazione, e monitoraggio, si aggiunge la *gestione delle tecnologie informatiche*.

la Tokyo Stock Exchange con il *progetto “Listing System Improvement Action Plan”*, avviato nel 2009, si sta impegnando a risolvere le inefficienze in merito soprattutto al principio di indipendenza e alla logica “comply or explain”.

2. LA STRUTTURA “PUBLIC-PRIVATE” DELLE IMPRESE IN CINA

Negli ultimi Cinquant’anni, la liberalizzazione del mercato cinese e le riforme sulla governance delle imprese hanno innescato l’avvio di iniziative di privatizzazione e di una crescita economica sbalorditiva. La Cina si sta muovendo sempre più verso una completa privatizzazione tramite l’utilizzo e l’adattamento di modelli esteri dei paesi maggiormente industrializzati. Tuttavia, la caratteristica che ancora oggi distingue le imprese cinesi è la struttura proprietaria, presente soprattutto nelle imprese di grandi dimensioni, ovvero la *salvaguardia della connessione tra pubblico e privato*. Si tratta di imprese finanziate prevalentemente con capitale privato, ma la cui gestione è effettivamente sotto la sorveglianza del pubblico. Le istituzioni cinesi quindi essenzialmente cercano di imitare il modello di corporate governance Occidentale senza adottarlo in tutte le sue caratteristiche⁴¹⁷, in quanto la proprietà e il controllo non vengono spostati dai manager agli azionisti e non si crea un vero e proprio mercato per il controllo societario.

⁴¹⁷ “Although China’s first corporate code contained many elements of the modern formula for privatization – including some requirements for transparency, separation of ownership and control, and annual auditing and reporting requirements – it ultimately failed to effectively transform Chinese business enterprises into full-blown corporate institutions.” GOETZMANN W., KÖLL E., *The History of Corporate Ownership in China. State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago and London, Chicago and London, 2005, p. 150.

Analizziamo quindi l'evoluzione della governance in Cina.

Prima dell'introduzione della prima legge societaria nel 1904, durante il periodo imperiale, sia della *dinastia Ming (1368–1644)* che della *dinastia Qing (1644-1911)*, in Cina vi erano *grandi imprese familiari*, che producevano e distribuivano prodotti locali, anche nel commercio a lunga distanza, e il cui successo era principalmente dovuto al sostegno statale⁴¹⁸. La forte presenza sul mercato internazionale delle imprese cinesi portò la Cina ad imitare⁴¹⁹ la corporate governance occidentale per potersi adattare allo sviluppo dell'economia internazionale. Iniziarono così a risaltare le debolezze dello Stato nell'affrontare l'aggressione politica ed economica estera⁴²⁰. I primi stabilimenti industriali furono intrapresi con l'intento di riguadagnare forza militare e difendere l'orgoglio nazionale, senza contestare lo status quo del governo e della società⁴²¹, piuttosto che per innescare lo sviluppo economico. Questo comportò l'assenza di una rivoluzione industriale e di un ammodernamento dell'economia. Il mercato di capitali domestico, creatosi a seguito della distribuzione di capitali sul mercato per l'ottenimento di finanziamenti da piccoli investitori, anche stranieri, fallì nel 1883 a causa di forti speculazioni. Si stabilì così una nuova forma di impresa basata sul

⁴¹⁸ Lo Stato finanziava le società in cambio di contribuzioni alle società militari e di alte donazioni in favore di progetti pubblici o imperiali.

⁴¹⁹ Il processo è stato piuttosto spinto da un senso di *competizione* nei confronti dell'Occidente.

⁴²⁰ "In the so-called *Self-Strengthening Movement* during the Tongzhi Restoration period between 1862 and 1874, reform-minded government officials – mostly politically powerful provincial governor-generals – attempted to revive the national economy and military after the devastating Taiping Rebellion." GOETZMANN W., KÖLL E., *The History of Corporate Ownership in China. State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago and London, Chicago and London, 2005, p. 153.

⁴²¹ Il governatore generale *Li Hongzhang (1823-1901)* richiese che il governo cinese doveva battersi per migliorare la sua tecnologia e il suo equipaggiamento militare per difendersi dal potere occidentale che aveva mostrato la sua superiorità militare a spese della Cina.

sostegno dal governo (gaundu shangban): i privati provvedevano a fornire capitale e gestire l'impresa, mentre lo Stato deteneva il controllo della produzione⁴²². Tuttavia, quando lo Stato non fu più in grado di effettuare un'efficiente controllo sulla gestione aziendale a causa di fenomeni di corruzione sorsero nuovamente dei problemi finanziari per le imprese, e poiché il rischio dell'impresa ricadeva ancora una volta unicamente sugli investitori privati, che non avevano il potere di controllare la gestione, questi ottenevano bassi profitti e, di conseguenza, investivano sempre meno nelle aziende. Per sopperire a questa nuova ondata di problemi, fu istituita la *guanshang heban*, un tipo di corporazione più attrattiva in cui la funzione di controllo sul management e sull'allocazione del capitale investito fu in parte trasferita agli stessi investitori privati. Dal 1895 in poi, si avviò un processo di privatizzazione ed iniziarono ad istituirsi le prime imprese straniere in Cina. Eppure, il mercato azionario era ancora molto debole e le imprese erano principalmente a carattere familiare.

*Nel 1904 fu finalmente introdotta la prima legge sulle società (Gongsì lü)*⁴²³, la quale si basava sull'orientamento legislativo presente in Giappone e in Inghilterra, ma in una forma più abbreviata. L'obiettivo fu quello di soddisfare la domanda popolare di cambiamento e modernizzazione dell'economia creando una tutela legale per gli investitori migliore, in modo da incoraggiare gli investimenti privati che guidavano alla prosperità nazionale. Molte imprese si quotarono sul mercato divenendo società a responsabilità limitata, ciò

⁴²² Si trattava di situazioni di *quasi-monopolio*.

⁴²³ La *Goingsi Lü* fu l'*ultima riforma attuata dalla monarchia Qing* con l'intento soddisfare il desiderio di introduzione di riforme legali, istituzionali, e formative per modernizzare l'economia cinese cercando di mantenere comunque lo status quo politico conservativo di monarchia imperiale.

nonostante, l'organizzazione aziendale interna non si modificò radicalmente, in quanto la linea gerarchica rimase invariata⁴²⁴. La novità derivante dalla trasformazione legale delle società in imprese private, fu l'introduzione di un incontro annuale per gli azionisti, poiché aumentava il peso delle consultazioni di questi. In più, secondo la legislazione del 1904 divenne obbligatoria la nomina di due auditor incaricati di esaminare le poste finanziarie, ma non fu specificato niente in merito al principio di indipendenza, di conseguenza, spesso gli auditor facevano parte del management e non intraprendevano il loro ruolo di rappresentanti degli interessi degli azionisti⁴²⁵. *Forti cambiamenti furono introdotti in merito al controllo e alla trasparenza finanziaria: le imprese erano infatti obbligate a produrre annualmente un report*⁴²⁶ sulla propria situazione economica, finanziaria e commerciale.

In sostanza, la speranza fu quella di creare un mercato di capitali che potesse supportare lo sviluppo dell'economia nazionale in relazione alla crescita mondiale, ma gli effetti furono limitati a causa di fattori culturali. L'importanza delle relazioni personali ha portato problemi in merito ai conflitti di interessi all'interno delle organizzazioni aziendali, e di fattori istituzionali, a causa dell'assenza di una regolamentazione efficiente del mercato per il controllo societario, e lo sviluppo del mercato domestico cinese è stato frenato

⁴²⁴ In particolare, in Cina esiste una *forte collusione tra azionisti di maggioranza e manager* a discapito degli azionisti di minoranza.

⁴²⁵ In generale, la nuova legislazione non portò veri e propri miglioramenti riguardo alla protezione dei diritti degli azionisti e al controllo del potere manageriale.

⁴²⁶ Il report annuale non prevedeva un sistema uniforme di compilazione standard per tutte le imprese. "Modern, Western-style bookkeeping methods found their way into China only in the 1930s, and to judge from archival evidence, most companies officially began to use a standardized, modernized accounting system only in the 1940s. GOETZMANN W., KÖLL E., *The History of Corporate Ownership in China. State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago and London, Chicago and London, 2005, p. 170.

da una serie di crisi che comportavano una sostanziale sfiducia nei confronti dello scambio di azioni.

Attualmente la Cina, trovandosi in una situazione di vigoroso sviluppo economico, sta ponendo l'accento sull'importanza della protezione e dei diritti degli azionisti mettendo a punto una nuova regolamentazione sulla corporate governance che mira ad eliminare i persistenti problemi esistenti nelle società e nel mercato azionario nazionale⁴²⁷.

3. IL CAMBIAMENTO DRASTICO DELLA PROPRIETA' FAMILIARE IN INDIA

La proprietà concentrata è sempre stata un'importante caratteristica del settore privato in India, così come in Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone e Svezia. A differenza degli altri paesi, l'identità delle famiglie responsabili della concentrazione proprietaria in India cambia drasticamente nel tempo.

Sotto l'Impero Mughal non esisteva un vero e proprio mercato nazionale, poiché l'impero si accontentava di ricevere ricavi dalle tasse e dai tributi e non faceva affidamento sulla classe mercantile. La dismissione dell'Impero Mughal segnò l'avvento di una dozzina di piccoli principati, ognuno dei quali si affidava a mercanti e finanzieri locali portando alla

⁴²⁷ “Our results also provide some insights for policy makers. We suggest that policymakers pay particular attention to the collusion between tunneling participants rather than merely prohibiting certain tunneling tactics. As long as the separation of control and cash flow rights triggers tunneling motives and controlling shareholders can smoothly establish collusion with managers, controlling shareholders can develop more subtle and more invisible ways to tunnel. We also recommend that regulators strengthen corporate governance norms, improve the corporate governance environment, and enhance shareholder protection.” AA.VV., *Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunnelling: Evidence from China*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 22, Issue 6, 28 August 2014, p. 456.

creazione di diverse aziende familiari. L'Impero Britannico gradualmente riempì il vuoto lasciato dai Mughals. Dopo che l'East India Company perse il monopolio nel mercato indiano, infatti, i mercati inglesi istituirono diverse aziende commerciali di grandi dimensioni. Con il raggiungimento dell'indipendenza dalla dominanza inglese nel 1947, l'economia indiana subì varie fasi di importanti cambiamenti strutturali:

1. Negli anni '50 la proprietà delle imprese precedentemente controllata da mercanti inglesi passò ai mercanti indiani;
2. Negli anni '60 e '70 il governo indiano intervenne nell'economia attraverso varie misure che collettivamente furono chiamate "*Licence Raj*"⁴²⁸. Furono istituite diverse commissioni⁴²⁹ che favorivano l'accesso alla finanza e ai permessi governativi, crearono il *MRTTP* (*Monopolies and Restrictive Trade Practices Act*) e il *FERA*⁴³⁰ (*Foreign Exchange Regulation Act*), e nazionalizzarono il settore bancario;
3. Negli anni '80 iniziò un processo di riforma economica verso la deregolamentazione, la quale raggiunse il picco negli anni '90⁴³¹ a

⁴²⁸ Il desiderio del governo, con il *Primo Ministro Jawarharlal Nehru*, fu quello di frenare le grandi imprese familiari intervenendo direttamente nell'attività economica attraverso la creazione di imprese pubbliche, muovendo in tal modo la politica economica del paese verso il *socialismo*.

⁴²⁹ Ricordiamo la Mahalanobis Committee del 1964, la Monopolies Inquiry Commission del 1965, la R. K. Hazari Committee del 1966, e la Industrial Licensing Policy Committee del 1969.

⁴³⁰ Il *FERA* richiese anche alle *compagnie multinazionali* che operavano in India la dismissione della loro proprietà (arrivando a detenere meno del 40%) così che la maggioranza fosse detenuta da azionisti indiani.

⁴³¹ [...] the Indian corporate sector as of the early 1990s had the following profile: a little more than 100 relatively large state-owned enterprise and more than 2,500 smaller publicly traded private-sector companies KHANNA T., PALEPU K. G., *The Evolution of Concentrated Ownership in India. Broad Patterns and a History of the Indian Software Industry*, in MORCK R. K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005, p. 288.

seguito dall'enorme crisi economica del 1991 che portò ad una drammatica regolamentazione e liberalizzazione dell'economia indiana⁴³². Con la liberalizzazione uno degli obiettivi chiave del governo fu quello di riuscire ad attrarre capitale da investitori istituzionali stranieri e per tale motivo istituì il *SEBI*⁴³³ (*Securities and Exchange Board of India*) sull'esempio dell'U.S. Securities Exchange Commission.

Mentre nel XX secolo c'è stato una significativa persistenza del fenomeno della concentrazione familiare nella struttura proprietaria, l'attuale composizione delle grandi imprese vede la minor persistenza delle stesse⁴³⁴. Con la liberalizzazione iniziata negli anni '90 le imprese indiane finalmente sono entrate a far parte del mercato internazionale, iniziando ad esplorare nuove opportunità di business. Per l'India, come per ogni paese emergente, la globalizzazione dei mercati, da un lato, porta nuove opportunità di business ma, dall'altro, impone alle imprese familiari di innovare per alleviare la competizione a livello internazionale e sopravvivere sul mercato in un'ottica di lungo periodo. *L'impatto delle imprese familiari indiane sull'innovazione è molto positivo e ciò rende il caso indiano unico*. Ciò è possibile principalmente per il fatto che si tratta nello specifico di gruppi familiari, i quali mitigano la

⁴³² Il MRTP e il FERA furono revocati e diversi settori dell'economia, quali telecomunicazioni, aviazione commerciale e bancario, precedentemente riservati al settore pubblico, furono aperti al settore privato.

⁴³³ Grazie al SEBI furono messe in atto una *serie di riforme inerenti il mercato azionario*, come il potenziamento della disclosure, il rafforzamento dei meccanismi di tutela per gli investitori, e l'apertura del mercato agli intermediari internazionali.

⁴³⁴ È opportuno notare che comunque in India circa il *70% delle imprese familiari sono ancora la forza motrice dell'economia* a causa dell'assenza di altri tipi di imprese, come quelle pubbliche.

distorsione del mercato poiché vi è la condivisione dei valori in tutto il gruppo, e l'importanza della reputazione permette di accedere con più facilità al finanziamento bancario⁴³⁵. Si crea in tal modo un mercato virtuale in cui ogni affiliata al gruppo può riallocare i propri fondi in conformità con le opportunità di investimento⁴³⁶. La continua presenza di un gran numero di imprese familiari, nonostante l'apertura ai mercati esteri, implica sostanzialmente la mancata fiducia nei confronti dell'azione governativa.

4. UNO SGUARDO ALLA GOVERNANCE DEGLI ALTRI PAESI ASIATICI

4.1. La “buona” corporate governance della Malesia

La Malesia presenta un quadro normativo nazionale sulla corporate governance forte, fatto di regolamenti, regole locali e best practice. Nel corso degli anni le richieste e le pressioni provenienti dal mercato per la creazione di un sistema di buona corporate governance sono aumentati. A seguito della *crisi economica del 1997*, sono state intraprese le prime iniziative per migliorare diversi aspetti, quali la correttezza, la trasparenza, e la responsabilità

⁴³⁵ Le imprese familiari sono, in sostanza, più propense ad effettuare investimenti a lungo termine. Tuttavia, il rischio risiede nella possibilità di espropriare ricchezza a discapito della minoranza.

⁴³⁶ [...] the family normally holds its stakes for a long time and targets greater benefits, such as the firm's growth, technological innovation and long-term firm survival. Moreover, family ownership tends to invest in R&D and technological innovation rather than opting for the traditional approach of sales maximization for short-term profitability. Therefore, family ownership should have a positive effect on a firm's innovation activities. SUMAN L., MONOMITA N., JEAN C., *Innovation and Family Ownership: Empirical Evidence from India*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 22, Issue 1, 23 June 2013, p. 6.

dell'organizzazione verso il mercato⁴³⁷. La crisi ha infatti funto da catalizzatore per l'inizio dei progressivi sforzi delle autorità regolamentari, insieme al settore industriale, per promuovere un forte quadro normativo di buon governo societario (*Capital Market Masterplan*), attualmente ancora in atto⁴³⁸. In più, sono anche stati istituiti degli organi istituzionali con l'intento di favorire l'attuazione e il miglioramento della corporate governance in Malesia, ossia il *MICG (Malaysian Institute of Corporate Governance)* e il *MSWG (Minority Shareholders Watchdog Group)*.

La regolamentazione della Malesia si concentra in particolar modo sul ruolo del *Board of Director*⁴³⁹, considerato un elemento chiave della corporate governance, in quanto gioca un ruolo fondamentale come amministratore e controllore della società, e promotore di valori interni comuni. Il successo di un Consiglio di Amministrazione dipende dalle sue dimensioni⁴⁴⁰, dalla

⁴³⁷ The *High Level Finance Committee on Corporate Governance* in Malaysia in the Report on Corporate Governance (1999) has defined CG as: "the process and structure used to direct and manage the business and affairs of the company towards enhancing business prosperity and corporate accountability with the ultimate objective of realizing long-term shareholder value, whilst taking into account the interest of other stakeholders." YATIM N., YUSOFF H., *Governance Structure and Practice in Malaysia: Board of Directors' Role and Responsibilities*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 200.

⁴³⁸ La Malesia ha ricevuto molti *riconoscimenti* per i progressivi sforzi compiuti per rafforzare la propria struttura di governo societario:

- ✓ In un report della World Bank Doing Business è stata classificata al 4° posto per la tutela data agli investitori durante il periodo 2006-2010;
- ✓ La Banca Mondiale sulla Corporate Governance le ha assegnato il *massimo dei voti* per la conformità agli IFRS nella Relazione sull'osservanza di norme e codici (CG ROSC) del 2006;
- ✓ L'Institute of International Finance (IIF) nel 2007 l'ha posizionata nel *quartile superiore* dei paesi emergenti esaminati per la conformità con le linee guida di corporate governance IIF.

⁴³⁹ In proposito, la Securities Commission della Malesia raccomanda la Board Charter, uno strumento utile a facilitare l'esercizio degli incarichi del C.d.A.

⁴⁴⁰ *Non esiste una regola prescrittiva sul valore ottimale del Board (in media i Board in Malesia si compongono di 9 amministratori)*, tuttavia, il Companies Act del 1965 specifica il numero minimo di amministratori. Non è prevista indicazione sul numero massimo di

composizione⁴⁴¹ e dalla leadership⁴⁴², bisogna cioè eliminare le attività fraudolenti, la cattiva gestione e i comportamenti non etici degli amministratori. Il *Companies Act del 1965* stabilisce che gli affari e le attività di una società devono essere gestite e dirette dal Board, identificando i doveri collegati all'incarico dividendoli in due blocchi, il primo racchiude i doveri di lealtà e di buona fede, mentre il secondo raggruppa la cura, la diligenza e la competenza. In modo esplicito, il Consiglio di Amministrazione ha sei responsabilità (*Best Practice AAI del MICG del 2000, revisionata nel 2007*):

1. Revisione e adozione di un piano strategico per l'azienda;
2. Monitoraggio dello svolgimento delle attività della società, per valutare se il business è gestito correttamente;
3. Individuazione dei rischi principali e garanzia dell'attuazione di sistemi adeguati per gestire tali rischi;
4. Pianificazione del processo di successione alla carica direttiva;

amministratori, anche se le aziende normalmente lo specificano nei loro statuti (di solito non superano i 15 membri).

⁴⁴¹ Il Consiglio deve comporsi di amministratori esecutivi e non esecutivi. Una società quotata deve garantire che almeno *due amministratori, o un terzo del consiglio, siano indipendenti (in media in Malesia rappresentano il 45% del Board)*, il cui mandato non può superare i 9 anni, anche cumulati. [...] BM Listing Requirement describes independent director as “one who is independent of management and free from any business or other relationship that could interfere with the exercise of independent judgment or the ability to act in the best interests of a listed company.” In più, il Consiglio si compone al proprio interno di *Comitati (MCCG 2007)* che esaminano problemi particolari, quali Controllo Interno (obbligatorio), Remunerazione e Nomina (facoltativi, ma il 90% delle imprese quotate utilizzano tutti e tre i comitati). YATIM N., YUSOFF H., *Governance Structure and Practice in Malaysia: Board of Directors' Role and Responsibilities*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 209.

⁴⁴² Una pratica desiderabile per ottenere un Board efficace è la separazione dei ruoli di Presidente e Amministratore Delegato. [...] Nevertheless, CEO duality is an acceptable practice; and in the event the roles are combined, the Code recommends that “there should be a strong independent element on the board” to strive for independent decision-making. A decision to combine the roles of Chairman and CEO however should be publicly explained in the annual report (as per Best Practice AAI of MCCG 2007). È stato verificato che su 80 società quotate nella Borsa di Malesia, solo in 7 società le due cariche non sono separate, ovvero l'8.7%. YATIM N., YUSOFF H., *Governance Structure and Practice in Malaysia: Board of Directors' Role and Responsibilities*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 211.

5. Sviluppo di una politica di comunicazione per l'azienda e attuazione di un programma di relazioni con gli investitori o azionisti;
6. Rivisitazione dell'adeguatezza e dell'integrità dei sistemi aziendali di controllo interno e gestione dei sistemi informativi, inclusi i sistemi di conformità alle vigenti leggi, regolamenti, norme, direttive e linee guida.

Per aiutare gli amministratori a comprendere il loro ruolo e i loro doveri verso la società, la *Borsa di Malesia ha prodotto una guida sulla corporate governance (BM CGG)* destinata ai C.d.A. di tutte le società quotate. Lo scopo della guida è quello di aumentare il livello di corporate governance attraverso la strutturazione e l'attuazione di buone pratiche e processi che generano un Board più efficace⁴⁴³. In merito alle responsabilità del Board ricordiamo la *BM CGG 2009*, che evidenzia la necessità di un Consiglio non solo vigile, ma anche favorevole alla gestione. Di conseguenza, tra le responsabilità fondamentali include:

1. Partecipazione attiva alle decisioni strategiche;
2. Gestione delle sfide;
3. Supervisione della gestione;
4. Conformità alle normative di gestione del monitor, riguardo alla condotta etica e al reporting finanziario;

⁴⁴³ La governance della singola società dovrebbe essere progettata per fornire una guida strategica ed un effettivo controllo di gestione, chiarire i ruoli e le responsabilità dei consiglieri, e garantire un equilibrio tra gli individui in modo che nessuno abbia un potere assoluto.

5. Raggiungimento efficace del buon governo e della tutela di tutte le parti interessate;
6. Comunicazione della struttura e delle pratiche del Board.

4.2. I problemi di buon governo societario presenti in Turchia

Nel 2003 il *Capital Markets Board (CBM⁴⁴⁴)* della Turchia, seguendo le altre economie sviluppate e in via di sviluppo, ha emesso Principi di Corporate Governance, al fine di migliorare la struttura del Board, aumentare i diritti degli azionisti, e perfezionare la qualità del report finanziario attraverso la comunicazione pubblica e la trasparenza, e di conseguenza, accrescere la fiducia dei risparmiatori e ristrutturare il mercato dei capitali turco (*Istanbul Stock Exchange – ISE*).

Una delle questioni centrali della corporate governance è che non esiste un'unica definizione di buone pratiche di governo societario, in quanto queste dipendono da diversi fattori specifici al singolo paese, quali il sistema legale, il contesto economico, gli assetti istituzionali.

La Turchia è stata *l'ultimo Paese dell'OCSE* ad emanare un codice di Best practice, ma sta comunque mostrando una tendenza al miglioramento dell'efficacia aziendale⁴⁴⁵, in quanto nel tempo è sempre più aumentata la qualità dei meccanismi di corporate governance interna ed esterna. Il paese asiatico in questione rappresenta quindi un ambiente unico per studiare l'impatto dei meccanismi di corporate governance sulla qualità dell'informativa finanziaria fornita al mercato in un'economia emergente. Dal

⁴⁴⁴ Fondata nel 1981 a seguito del processo di liberalizzazione del mercato.

⁴⁴⁵ Il miglioramento è stato mostrato dal *Global Competitiveness Report* (WEF 2010).

1980 l'economia turca ha subito dei cambiamenti significativi della struttura del mercato a seguito del processo di liberalizzazione, che mira ad incoraggiare investimenti nazionali ed esteri. Nonostante ciò, la Turchia è ancora oggi resta il mercato emergente con un numero limitato di imprese quotate, caratterizzate da un volume di scambio e una capitalizzazione bassi, in quanto il mercato dei capitali turco è poco liquido, poiché le società usano il debito per finanziarsi e non le azioni. *Le ragioni di queste debolezze sono economiche, politiche e storiche*, in quanto il quadro normativo non protegge adeguatamente gli investitori, la proprietà è per lo più concentrata nelle mani delle famiglie e ha una struttura piramidale, e i meccanismi di controllo sono inesistenti.

Il Codice commerciale turco è fortemente influenzato dal modello dell'Europa Continentale, dato che deriva dal Codice del Commercio francese, dal codice italiano, e da quello tedesco. Tuttavia, a partire dal 2001, il sistema contabile in questione ha subito dei cambiamenti significativi sotto l'influenza anglosassone in tema di reporting contabile e finanziario⁴⁴⁶. Di conseguenza, sono stati emessi dalla CMB due comunicati, ovvero *l'Accounting Standards in Capital Market* (emesso nel 2003 e in vigore dal 2005) che impone a tutte le società quotate di conformarsi ai principi contabili e finanziari emessi dalla CMB in linea con gli IFRS, e il *Financial Reporting in Capital Market* (emesso nel 2008 e in vigore dal 2009) che richiede alle società quotate un utilizzo efficace degli IFRS.

⁴⁴⁶ Al fine di assicurare l'accuratezza delle relazioni finanziarie la CMB nel 2006 ha emesso *l'Independent Auditing Standards in Capital Markets*, un comunicato che definisce i requisiti di indipendenza dei revisori e regola il campo di azione della revisione, in linea con i principi di revisione internazionale ISA.

Data la struttura proprietaria delle imprese quotate, i principi contabili emessi nel 2003⁴⁴⁷, sulla base dei principi OCSE, sono volti al risolvere principalmente il problema della mancanza di equità dovuta ai problemi di agenzia che sorgono tra il management, scelto dalla maggioranza (famiglia), e gli azionisti di minoranza⁴⁴⁸. Dal 2004, la CMB ha inoltre richiesto a tutte le società quotate di presentare annualmente una *Relazione sulla Corporate Governance*⁴⁴⁹ che indichi il livello di conformità ai principi e motivi l'eventuale mancato rispetto delle linee guida.

Secondo il report dell'Institute of International Finance del 2005, il problema principale nell'applicazione dei principi di buon governo societario in Turchia risiede nelle deficienze del meccanismo di attuazione legale. A seguito di ciò, il 1° Luglio 2012 è stato emanato il nuovo codice commerciale turco, per permettere lo sviluppo del mercato dei capitali, migliorare gli standard contabili e di revisione, e introdurre nuovi principi di corporate governance, tenendo conto delle esigenze delle aziende turche e della cultura del Paese.

⁴⁴⁷ I Principi di Corporate Governance della Turchia si dividono in *quattro sezioni*:

1. Azionisti;
2. Comunicazione e trasparenza;
3. Parti interessate;
4. Consiglio di amministrazione.

⁴⁴⁸ [...]Unlike in most of the developed economies, boards of listed firms on the ISE are described by a lower level of independence and relatively smaller boards and audit committees. On average, the board independence over 2006–2009 period is 3.8 %. KARAIBRAHIMOĞLU Y. Z., *Corporate Governance and Earnings Management: Quarterly Evidence from Turkey*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 284.

⁴⁴⁹ Secondo la regola “*comply or explain*” prevista dai principi OCSE.

4.3. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione in Arabia Saudita

L'elevato potere conferito al Board of Directors all'interno delle imprese fa sorgere la possibilità che questo si discosti dai fini aziendali compiendo una cattiva gestione. Di conseguenza, i principi di corporate governance internazionali hanno regolato il comportamento dei membri del Board al fine di garantire una gestione corretta e improntata agli obiettivi aziendali⁴⁵⁰. Tra i doveri dei membri del Board troviamo il dovere di diligenza⁴⁵¹, di lealtà⁴⁵², e fiduciari⁴⁵³. Si tratta di *concetti immaturi nel Medio Oriente*:

- Il *dovere di diligenza (Duty of care)* non è contemplato nel CGC (Corporate Governance Code) e nel CL (Company Law) dell'Arabia Saudita e per sopperire alle inefficienze legislative l'autorità regolamentare si attiene a ciò che è stabilito dall'UK Companies Act;
- Il *dovere di lealtà (Duty of loyalty)* viene analizzato in base alla presenza di conflitti di interessi⁴⁵⁴ e insider trading⁴⁵⁵. I conflitti di

⁴⁵⁰ [...]In particular, there are company law jurisprudences in which the law clearly states that the association between the corporation and its board members is a principal-agent association which encourages board members to owe the corporation, the well-known expression being 'fiduciary duty' (Kamal 2001). Board members are fiduciary agents; hence, their powers should be implemented not only as required by law, but also for the benefit of the corporation as a whole (Malcolm 1997). AL KAHTANI F. S., *Current Board of Directors' Practices in Saudi Corporate Governance: A Case for Reform*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 300.

⁴⁵¹ Una persona deve agire con lo stesso grado di abilità e cura che ci si aspetterebbe da un'altra persona con stesse conoscenze e stesse esperienze (UK Companies Act)

⁴⁵² Il dovere di lealtà verso gli azionisti e verso la società è definito come quel comportamento che *previene* il conflitto di interesse e l'insider trading.

⁴⁵³ Questo è sostenuto dai *principi OCSE del 2004*, che dichiarano l'origine dei doveri fiduciari da altri due importanti doveri, ovvero il Duty of Care e il Duty of Loyalty: "I membri del Board devono agire perfettamente informati, in buona fede, con la dovuta diligenza e cura, e nel miglior interesse della società e dei soci".

⁴⁵⁴ Secondo *Al Ghazali (2008)*, il conflitto di interessi all'interno di un Consiglio di amministrazione è generalmente inteso come qualsiasi situazione che possa influenzare la neutralità delle decisioni di un membro a causa di interessi personali (sia materiali che morali) o quelli dei suoi parenti.

interesse in Arabia Saudita riguardano non solo la figura dei non executive, ma anche quella degli executive. Tuttavia, la legislazione araba permette delle eccezioni alla situazione di conflitto:

- Quando il membro in conflitto aveva approvato già preventivamente la decisione;
- Quando eventuali contratti segreti conclusi a favore della società vengono poi notificati al Consiglio e agli azionisti;
- Quando il membro in conflitto è il miglior offerente nelle gare di appalto pubblico.

La legislazione saudita identifica come insider trading le informazioni ottenute in modo privilegiato e non disponibili al pubblico, ma nell'attuazione delle sanzioni vi è un problema di giurisdizione, in quanto le autorità di vigilanza non dovrebbero imporre sanzioni penali;

- Riguardo ai *doveri fiduciari (Fiduciary duties)*, l'UK Companies Act sottolinea il dovere degli amministratori di agire nei limiti delle loro competenze in linea con la gestione della società e dà la possibilità al Board di delegare alcuni suoi poteri a comitati interni. In merito a questi ultimi, il CGC pone il divieto di compiere azioni oltre la loro sfera di competenza per evitare che il Consiglio deleghi esageratamente i suoi poteri.

La legislazione in Arabia Saudita pone molta importanza alla struttura, funzione e composizione del Board. La maggior parte delle imprese utilizzano

⁴⁵⁵ Secondo *Franchi (1981)*, l'insider trading si verifica quando i membri del consiglio guadagnano in modo indiretto benefici maggiori rispetto a quanto stabilito dal contratto.

il sistema monistico, anche se in realtà la CGC e la CL araba non indicano nessuna preferenza tra i modelli di governance.

In particolare, riguardo la numerosità del Board, la CL stabilisce solo il numero minimo di membri nel Board, ovvero 3. A differenza degli Stati Uniti, la CGC è intervenuta stabilendo anche il numero massimo, ovvero 11.

Come in tutti i paesi emergenti, la proprietà è concentrata, a causa della presenza di mercati non sviluppati e sistemi legali deboli: in Arabia Saudita troviamo infatti principalmente imprese a carattere familiare e per il 45% delle azioni quotate sono detenute dallo Stato.

Per concludere, al fine di soddisfare realmente l'intento di uniformarsi al contesto internazionale, la corporate governance araba deve porre in essere alcune riforme:

- Il CGC dovrebbe rendere obbligatoria la presenza nel Board unicamente di membri altamente qualificati in economia, finanza, diritto e management;
- Bisognerebbe rendere effettiva la raccomandazione derivante dal Cadbury Code sulla separazione tra CEO e CFO, eliminando l'influenza negativa delle ricche famiglie e del governo sulla nomina dei membri;
- Dovrebbero essere comprese con maggior chiarezza le responsabilità derivanti dall'attuazione dei doveri fiduciari, di lealtà e di diligenza, e la Capital Market Authority Board dovrebbe conseguentemente

annullare le eccezioni previste in caso di conflitto di interessi, in modo da non consentire ai consiglieri di competere e trattare con la società;

- I comitati per la risoluzione delle controversie sul mercato dovrebbero trasferire le competenze punitive penali alla procura penale;
- Il CGC dovrebbe prevedere che il mandato dei membri non esecutivi non superi i 3 anni e dovrebbe imporre regole sull'adunanza e sulla votazione nelle assemblee, così come stabilito a livello internazionale;
- In merito ai comitati, il CGC dovrebbe prevedere esplicitamente che l'Audit Committee si riunisca almeno 2 volte l'anno e dovrebbe indicare che il Remuneration Committee e il Nomination Committee siano costituiti da almeno 3 membri non esecutivi.

5. I SISTEMI DI GOVERNANCE NELLE SOCIETA' PER AZIONI RUSSE

Dopo la disgregazione dell'Unione Sovietica nel Dicembre del 1991 e la proclamazione degli Stati indipendenti, anche la Russia ha subito profonde riforme economiche con il passaggio dalla politica comunista a quella liberale⁴⁵⁶. Sotto il regime sovietico, le imprese erano chiuse alla competizione interna e internazionale ed erano unicamente finanziate dallo Stato. Con la fine del comunismo si sono affermati i principi di economicità, efficacia ed efficienza della gestione, correttezza della governance ed equo trattamento di tutti gli stakeholder. Tuttavia, le imprese manifestano comunque degli evidenti

⁴⁵⁶ La spinta alla modernizzazione della governance si è avuta anche su invito di Stati Uniti e Gran Bretagna a seguito dell'entrata della Russia nel G8 nel 1997.

limiti nella corporate governance, dovuti principalmente alla forte influenza esercitata ancora oggi dal governo.

La trasformazione dell'economia russa ha avuto avvio con un processo di “privatizzazioni di massa” (1992-1994⁴⁵⁷) consistente nel trasferimento delle proprietà statali alla collettività tramite dei *voucher*, ovvero certificati rilasciati dallo Stato, gratuitamente o col pagamento di un prezzo simbolico, che potevano essere tranquillamente ceduti dal privato non interessato, anche ad investitori stranieri, tramite l'aiuto di fondi comuni di investimento. Lo Stato ha assunto, in tal modo, la veste di regolatore al supporto dello sviluppo economico ed ha emanato svariate riforme legislative con riferimento al diritto societario nel complesso (1994), alla società per azioni (1995), al funzionamento dei mercati di capitali (1996), alla protezione degli interessi legittimi degli azionisti (1999), e alle procedure fallimentari (2002).

Data la numerosità e la varietà crescente di stakeholder in azienda, si rende necessario il rispetto di specifiche regole finalizzate a garantire la parità di trattamento arginando la discrezionalità degli insiders. Le aziende russe possono scegliere tra tutti e tre i modelli di governance, ovvero *monistico*⁴⁵⁸,

⁴⁵⁷ A seguito della privatizzazione, nel 1994, gli insiders, che avevano ricoperto un ruolo chiave nell'acquisto dei voucher, arrivarono a detenere il 62% del capitale delle aziende privatizzate. Tuttavia, nel 2000, la quota degli insiders è scesa al 32% e quella degli outsiders, compresi investitori stranieri, è aumentata dal 20% al 52%.

⁴⁵⁸ Esiste la possibilità per le imprese russe di adottare un sistema di corporate governance ibrido che va sotto il nome di *sistema semi-dualistico*, in quanto fino ad un quarto dei membri del consiglio di sorveglianza possono assumere cariche esecutive del consiglio di gestione, come avviene nel sistema monistico in cui il consiglio di amministrazione, incaricato del controllo aziendale, costituisce al proprio interno il comitato di direzione.

dualistico verticale e *dualistico orizzontale*⁴⁵⁹. Nelle imprese di grandi dimensioni, ovvero con più di 50 azionisti, il sistema principale è quello di tipo dualistico verticale⁴⁶⁰, in cui gli azionisti nominano, tramite l'assemblea, il consiglio di sorveglianza e il revisore esterno⁴⁶¹, e deliberano su decisioni strategiche importanti e sull'approvazione del bilancio.

Il problema di governance russo risiede nel fatto che l'assemblea essendo spesso dominata da un unico socio, o un gruppo di comando, mette a rischio le minoranze. In realtà, nel sistema russo troviamo il cosiddetto "*paradosso delle minoranze azionarie*", in quanto queste non influenzano la gestione ordinaria, data la presenza di un gruppo di comanda, ma hanno il potere di autorizzare o bloccare operazioni⁴⁶² vantaggiose per la maggioranza messa in atto tramite rapporti collusivi col management.

Il Consiglio di Sorveglianza⁴⁶³ è l'organo più importante in quanto è responsabile della formulazione e del monitoraggio degli indirizzi generali di governo aziendale. Per uniformarsi alle norme di best practice internazionale,

⁴⁵⁹ Il *modello dualistico orizzontale* deve essere previsto dallo statuto e si caratterizza per il maggior potere dato all'assemblea degli azionisti, che oltre a nominare il consiglio di sorveglianza, elegge anche i membri del consiglio di gestione.

⁴⁶⁰ Il sistema dualistico verticale tende a caratterizzare imprese in cui la proprietà è frazionata, mentre nelle imprese con proprietà maggiormente concentrata vi è la possibilità di adottare il *sistema monistico*, il quale prevedendo la presenza di un solo organo investito sia della funzione di direzione che di quella di controllo, è meno oneroso. In quest'ultimo modello, l'unico obbligo è quello di garantire la netta separazione tra CEO e CFO.

⁴⁶¹ Obbligatoriamente previsto dalla legge per il controllo sull'adeguatezza del sistema contabile e sulla regolarità della comunicazione economico-finanziaria.

⁴⁶² Si tratta di *operazioni con parti correlate*, ossia imprese controllate con partecipazioni che rappresentano almeno il 20% del capitale, o imprese controllanti. Dato che queste non possono prendere parte alle deliberazioni assembleari su operazioni che le riguardano, quando la parte correlata rappresenta l'azionista di maggioranza, soltanto i soci di minoranza potranno partecipare alla delibera, concretizzando così il "paradosso delle minoranze".

⁴⁶³ Riguardo la *numerosità del consiglio di sorveglianza*, la legge russa stabilisce il numero minimo di componenti in base alla dimensione delle imprese:

- Per le imprese con almeno 50 azionisti, i consiglieri devono essere minimo 5;
- Per le imprese con almeno 1.000 azionisti, devono essere minimo 7;
- Per le imprese con almeno 10.000 azionisti, i consiglieri devono essere almeno 9.

che incentivano la creazione di comitati interni al consiglio a cui delegare funzioni specifiche, il Codice di autodisciplina russo (2002) raccomanda l'istituzione di comitati⁴⁶⁴ composti interamente da membri indipendenti.

La normativa russa impone la nomina di un Direttore generale, responsabile della gestione corrente, che può operare individualmente o far parte di un consiglio: la presenza del Consiglio di gestione non è prevista obbligatoriamente dalla legge, ma il codice di autodisciplina raccomanda la sua istituzione in ogni azienda.

Nonostante l'esistenza di un apparato normativo e autoregolamentare completo e coordinato, le imprese russe risultano ancora deboli in merito ai problemi di corporate governance, a causa dell'influenza politica sulle dinamiche aziendali ancora rilevante, e della trasparenza insoddisfacente per il fatto che i manager ancora nascondono sbilanciamenti a favore dei propri interessi. A tal proposito, sono in atto interventi di riforma: nel 2010 è stata pubblicata una proposta di legge che impone *restrizioni al fenomeno del cross-shareholding*, ossia ostacoli alla circolazione di titoli da parte delle società controllate che penalizzano la minoranza; e poi, il *Ministero per lo Sviluppo Economico* sta curando un piano di riforma focalizzandosi sul concetto di *indipendenza degli amministratori*.

⁴⁶⁴ Tra i comitati previsti dal codice di autodisciplina russo troviamo il comitato di audit, il comitato per le nomine, il comitato per la remunerazione, il comitato per la corporate governance, il comitato per la risoluzione di conflitti tra azionisti e società, il comitato strategico, e il comitato etico.

CAPITOLO V

Lo sviluppo dell’Africa

1. LE SFIDE DELL’EGITTO: GUADAGNARE FIDUCIA INTERNAZIONALE E INVESTIMENTI ESTERI DIRETTI

Negli ultimi anni, l’Egitto si è impegnato a riformare il governo aziendale per aumentare la fiducia negli investitori e ottenere così maggiori investimenti, anche esteri, ed evitare scandali societari legati alla debole governance. La competizione ha spinto tutti i paesi, e soprattutto i paesi in via di sviluppo, come l’Egitto, a riformare l’ordinamento legislativo⁴⁶⁵. In particolare, quattro sono i meccanismi attraverso i quali si attuato il processo di riforma:

- ✓ Valutazione delle raccomandazioni delle organizzazioni internazionali;
- ✓ Istituzione dell’Egyptian Institute of Directors (EIOD);
- ✓ Creazione di nuove leggi e regolamenti sulla corporate governance;
- ✓ Aumento dell’enfasi del settore bancario egiziano sui problemi di corporate governance.

⁴⁶⁵ [...] corporate governance reform in developing countries can help to achieve government’s legitimacy towards the public and international donating organizations (Reed 2002) and above all avoid the type of corporate scandals abovementioned. In addition to a range of benefits such as “High and sustainable rates of growth, increases confidence in the national economy, and deeper capital market and increases its ability to mobilize savings...encourages growth of private sector by supporting its competitive capabilities, helping to secure financing for projects” (Dahawy 2009). SOROUR M. K., *Corporate Governance Reform in Egypt: Achievements and Challenges Ahead*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 144.

Andiamo ad analizzare il ruolo che ogni meccanismo ha ricoperto nel processo di riforma egiziano.

Ruolo delle organizzazioni internazionali – Le organizzazioni internazionali, ossia la Banca Mondiale (BM) e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), hanno ricoperto un ruolo fondamentale nella riforma sulla corporate governance messa in atto in Egitto. Esse hanno cooperato col governo egiziano tramite il *ROSC (Report on the observance of standards and codes)*, ovvero un rapporto sull'osservanza di norme e codici internazionali. In particolare, con il *ROSC 2001* è stata valutata l'adozione dei principi OCSE da parte delle imprese quotate egiziane con l'intento di ridurre al minimo il divario tra le pratiche adottate in Egitto e quelle stabilite dall'OCSE. I miglioramenti stabiliti dal ROSC 2001 riguardarono la struttura della proprietà e del controllo, l'informativa finanziaria e non, il ruolo degli amministratori nel Board, e il controllo del lavoro dei revisori tramite un apposito sistema formale. Il *ROSC 2004* ha documentato i miglioramenti tangibili in merito alla governance, dovuti ad un aumento della consapevolezza nei confronti delle riforme. I miglioramenti su cui ha puntato il ROSC 2004 riguardarono l'avvio di nuove riforme delle leggi contabili e di revisione, il rafforzamento del ruolo della pubblicità da parte della Capital Market Authority (CMA), e la creazione del Cairo e Alexandria Stock Exchange (CASE) come autorità di vigilanza sul mercato. Un'altra iniziativa chiave del procedimento di riforma è stato il *ROSC 2009*. Quest'ultimo ha riconosciuto progressi in merito alla corporate

governance e propone ancora una volta l'ammodernamento delle norme contabili e di revisione per avvicinarsi sempre più agli standard internazionali.

Ruolo dell'EOID (Egyptian Institute of Directors) – L'EOID è stato istituito nel 2003, come affiliato al Ministero del Commercio con l'Estero⁴⁶⁶, durante la redazione del ROSC 2004 ed è considerato una pietra miliare della riforma di governo societario egiziano, in quanto è stato il primo istituto a fornire assistenza al governo egiziano nel procedimento di riforma, collaborando con l'OCSE, la World Bank Institute e l'IFC. Il suo scopo è quello di sensibilizzare le aziende all'adozione delle regole sulla buona corporate governance e alla pubblicazione delle Relazioni sulla Corporate Governance per specificare il grado di adozione delle linee guida nel rispetto della “comply or explain”. A tal proposito, l'EIOD ha istituito, in collaborazione col Presidente della Cairo and Alexandria Stock Exchange, il primo codice di best practice egiziano (*ECOCG 2005*⁴⁶⁷), il cui scopo è stato quello di promuovere un comportamento responsabile e trasparente nella gestione aziendale secondo le migliori pratiche internazionali per la soddisfazione dell'interesse comune di tutti gli interlocutori aziendali. Nel 2009, infine, a seguito delle raccomandazioni del ROSC 2009⁴⁶⁸, l'EIOD ha rivisto il Codice di Autodisciplina del 2005 con *l'ECOGG 2011*, che ha posto enfasi sull'importanza del concetto di “comply or explain” incoraggiando

⁴⁶⁶ Durante il 2003 la sua affiliazione è poi cambiata al Ministero degli Investimenti, e infine, dal 2011 lavora sotto la supervisione diretta del Presidente dell'Egyptian Financial Supervision Authority.

⁴⁶⁷ Un altro codice importante emesso dall'EIOD è stato quello, sempre volontario, rivolto alle società pubbliche con lo scopo di creare standard di riferimento per il raggiungimento degli obiettivi economici e sociali (*ECOCGSO 2006*).

⁴⁶⁸ Il ROSC 2009 ha mostrato un *problema cruciale riguardante le 30 maggiori aziende egiziane*, appartenenti all'EGX-30, ovvero che queste mascherano la loro non conformità alle linee guida sulla buona governance per ottenere la legittimità ed evitare le sanzioni della Capital Market Authority (CMA), violando la pratica internazionale della “comply or explain”.

ancora una volta ad informare il mercato tramite il sito web e la relazione sulla corporate governance del grado di conformità agli standard.

Ruolo delle riforme legislative e regolamentari – Il quadro normativo della corporate governance in Egitto è sostenuto da due legislazioni: la *Capital Market Law del 1992* e i regolamenti esecutivi della *Companies' Law 159*. Si tratta di leggi che sono state più volte rivisitate per migliorare l'istituto giuridico alla base di una buona governance⁴⁶⁹. Tuttavia, ancora oggi il quadro normativo richiede una serie di riforme, in quanto non esiste tuttora una legge universale per tutte le società, si dovrebbe cioè attivare un'armonizzazione tra le varie leggi nazionali. Con il ROSC 2009 è stata messa in atto questa nuova sfida, tuttavia, per il momento è stata solo avviata una riforma per coordinare la vigilanza sulle società quotate tramite la *legge 10/2009* che ha portato all'istituzione dell'autorità di vigilanza finanziaria del mercato egiziano (*Egyptian Financial Supervisory Authority – EFSA*). In sostanza, quest'ultima è attualmente l'unico regolatore non bancario con la leadership per promuovere il programma di riforme basandosi su concetti quali l'indipendenza e l'obiettività⁴⁷⁰.

Ruolo del settore bancario – I Codici di Best practice hanno assunto un forte rilievo nel settore bancario. Il miglioramento della governance nel settore bancario si estende a tutta l'economia, in quanto le *banche rappresentano la*

⁴⁶⁹ Tra le riforme ricordiamo la creazione di un comitato per il controllo interno, l'aumento degli obblighi informativi e di comunicazione al mercato, la lotta all'abuso di informazioni privilegiate, e la tutela degli interessi degli azionisti da parte degli amministratori.

⁴⁷⁰ Si tratta di concetti che già *nel 2006 il CMA* stava cercando di regolamentare in conformità con i principi internazionali IAS con la creazione di un registro di revisori contabili ed un codice etico sulla revisione.

principale fonte di finanziamento delle imprese egiziane, considerando che queste sono prevalentemente a conduzione familiare e non quotate in borsa⁴⁷¹. Tuttavia, anche per le banche vi è il problema della reale bassa conformità alle linee guida sulla buona governance. Devono quindi essere messe in atto nuove riforme⁴⁷² per migliorare la competenza dei membri dei consigli delle banche, per riprogettare sistemi di remunerazione dei vertici più equi, per migliorare la trasparenza e la comunicazione, e aumentare l'indipendenza dalla CBE (Central Bank of Egypt). In merito a quest'ultimo punto, per attuare l'indipendenza da una banca centrale è richiesto il supporto della governance pubblica, ponendo un altro problema, diffuso in tutti i paesi in via di sviluppo, ovvero quello della corruzione.

In conclusione, il processo di riforma ha riscosso molti successi, ma deve fare i conti ancora con una serie di sfide:

- Il livello moderato di consapevolezza sull'attuazione di una buona governance, che spingerà l'EOID e l'Istituto Bancario Egiziano a sensibilizzare amministratori e dirigenti e invogliare l'attivismo degli investitori;
- La mancanza di un quadro giuridico universale sulla materia che riduce l'efficacia della vigilanza da parte delle autorità;
- L'adozione facoltativa del Codice di Autisìdisciplina, che dovrebbe diventare obbligatoria;

⁴⁷¹ Sorour (2011) afferma che la riforma della governance nel settore bancario egiziano è un processo in continua evoluzione, in cui le banche adottano i principi di corporate governance per ottenere legittimità da parte della Central Bank of Egypt (CBE) e da parte degli azionisti.

⁴⁷² Nel 2011 è stato emesso il *codice di autodisciplina per le banche (ESB)* che impone il suo rispetto e la motivazione di mancate adesioni.

- Il miglioramento della governance delle banche per mettere maggior pressione alle imprese in merito all'adozione dei codici di best practice;
- La lotta alla corruzione e la promozione della trasparenza nella governance pubblica.

2. TANZANIA: SVILUPPO DI UN CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE CONTRO LA CORRUZIONE MANAGERIALE

In Tanzania l'attenzione verso le pratiche di governo societario deriva dal settore pubblico a causa della presenza di fenomeni diffusi di corruzione, quali il nipotismo e l'appropriazione indebita, di incompetenza manageriale, e di sovvenzionamento statale ad imprese in fallimento. Tra il 1967 e il 1995 le società di grandi dimensioni erano principalmente concentrate nelle mani dello Stato e protette dal mercato. I problemi di corporate governance risiedevano nel *rapporto ambiguo tra Stato, come proprietario assoluto delle società, Consigli di Amministrazione e Alta Direzione*. La scarsa responsabilità e il controllo inefficace diede un potere assoluto ai dirigenti che non perseguivano l'interesse sociale⁴⁷³ ma quello personale, portando al fallimento delle società.

Gli sviluppi della regione africana, e di tutto il mondo, hanno portato alla necessità di sviluppare pratiche di buon governo societario anche in Tanzania. In particolare, in qualità di membro dell'*African Union (AU)*, gli è stato richiesto di aderire, come gli altri paesi africani, al miglioramento della

⁴⁷³ La "spinta" necessaria per il conseguimento di uno sviluppo sociale ed economico è stata prevista dal governo post-indipendenza nel 1999 (*United Republic of Tanzania – URT*).

governance⁴⁷⁴. Inoltre, appartenendo al *Commonwealth britannico*⁴⁷⁵, la Tanzania ha accettato di adottare misure per migliorare la governance al fine di attrarre capitali⁴⁷⁶ e migliorare le prestazioni aziendali, in modo da combattere la competizione degli Stati Membri.

Di recente vi sono stati una serie di tentativi per affrontare le sfide di corporate governance. Importanti sviluppi si sono avuti con la politica di privatizzazione, con la promulgazione del *Banking and Financial Institutions Act nel 1991*⁴⁷⁷, e i suoi regolamenti nel 1997. Nel 2002, inoltre, la Capital Markets and Securities Authority (CMSA) e il Comitato Direttivo sulla Corporate Governance hanno introdotto una serie di principi per un efficace governo societario che le imprese sono incoraggiate ad adottare. Il *Capital Markets and Securities Act (1994)* sono modellati sulle norme internazionali, soprattutto del Regno Unito, e si basano sul principio “comply or explain”. Le linee guida prevedono la delineazione precisa delle responsabilità, della

⁴⁷⁴ L’Unione Africana ha sostanzialmente sviluppato una visione di sviluppo generale (*New Partnership and Development – NEPAD*), la quale riconosce la corporate governance come una delle questioni chiave da affrontare per raggiungere lo sviluppo sociale ed economico del continente africano: il governo societario svolge un ruolo fondamentale nella lotta alla povertà, perché migliora l’efficienza nella distribuzione delle risorse. In base a questa visione, ogni paese è tenuto ad attuare individualmente le iniziative appropriate al proprio contesto.

⁴⁷⁵ Tra i membri del Commonwealth troviamo tra i *54 Stati membri*, oltre la Tanzania, il Kenya, il Botswana, il Gambia, il Ghana, le Mauritius, il Trinidad, il Tobago, l’UK, la Malaysia, e il South Africa. Si tratta di Stati indipendenti facenti precedentemente parte dell’impero britannico.

⁴⁷⁶ [...] foreign direct investment (FDI) flows to Tanzania have been increasing over the last 10 years, but that there have also been large fluctuations. FULGENCE S. E., *Corporate Governance in Tanzania*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 165.

⁴⁷⁷ La Banca Centrale della Tanzania ha un interesse legittimo a garantire che gli istituti bancari operino in modo sano. Si tratta di un obiettivo che può essere in gran parte raggiunto se i consigli di amministrazione delle banche svolgono efficacemente le loro funzioni di vigilanza. La Banca Centrale ha così emanato degli standard di riferimento per tutte le banche (*Banking and Financial Institutions Act*) con l’obiettivo di:

- Promuovere e mantenere la fiducia nel mercato;
- Stabilire degli standard per le strutture e i processi di corporate governance;
- Fornire una guida per gli amministratori per il corretto esercizio delle proprie responsabilità fiduciare.

nomina e della remunerazione degli amministratori, il trattamento equo degli azionisti e la tutela della minoranze, e l'efficace e trasparente diffusione delle informazioni. In particolare, il Board of Directors si compone di una struttura unitaria⁴⁷⁸, in cui vi deve essere equilibrio tra amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti⁴⁷⁹, e al cui interno troviamo tre Comitati⁴⁸⁰ a cui sono delegate specifiche funzioni. Gli amministratori sono nominati dall'Assemblea ogni 3 anni⁴⁸¹ e non possono ricoprire più di 3 incarichi, ad eccezione del Segretario del Tesoro, il quale può ricoprire più di 3 incarichi in quanto custode di azioni di governo nelle aziende pubbliche. Il Companies Act prevede una serie di responsabilità degli amministratori per tutelare la minoranza, la quale può rivolgersi al Tribunale in caso di oppressione o cattiva gestione. Al fine di aumentare il controllo interno, il Companies Act prevede anche l'obbligo di nominare un revisore responsabile della correttezza contabile e finanziaria.

Le norme di diritto societario in Tanzania, come in altri paesi, stabiliscono che gli amministratori devono gestire l'azienda ma non specifica le attività che rientrano nella gestione di una società. A tal proposito, il Comitato Direttivo sulla Corporate Governance interviene al fine di stabilire delle linee guida che forniscano in termini generali una definizione della funzione del Board, ossia quella di determinare le finalità e i valori societari e definire la

⁴⁷⁸ Le linee affermano però chiaramente che ci dovrebbe essere una *chiara distinzione del ruolo e delle responsabilità del Presidente e dell'Amministratore delegato*, in modo da garantire equilibrio tra poteri ed evitare di arrivare a decisioni inalterate.

⁴⁷⁹ Si stabilisce che *almeno un terzo* dei membri del Board of Directors sia composto da amministratori non esecutivi e indipendenti.

⁴⁸⁰ I tre Comitati raccomandati dalle linee guida sono quello di *Audit*, quello di *Remunerazione*, e quello di *Nomina*. In pratica, però, in alcune organizzazioni troviamo anche il *Comitato Disclosure*, che si occupa di promuovere la divulgazione e la conformità in base agli standard nazionali e internazionali.

⁴⁸¹ In merito agli *amministratori esecutivi*, questi durano in carica per massimo 5 anni e possono essere rinnovati solo tramite una disposizione soggetta alla valutazione delle prestazioni e all'approvazione assembleare.

strategia attraverso la quale raggiungere gli obiettivi aziendali. Per fare ciò, gli amministratori sono chiamati ad esercitare la leadership, l'intraprendenza e moralità nel dirigere gli affari aziendali.

Per concludere, la Tanzania, essendo un paese che ha raggiunto l'indipendenza in una condizione di sottosviluppo, come molti altri paesi dell'Africa sub-sahariana, ha compiuto sforzi per migliorare la propria economia, aumentare il tenore di vita e creare un ambiente favorevole per lo sviluppo e gli investimenti nel settore privato. Dal 1980, il governo è stato un fondamentale sostegno per l'attuazione di strategie volte alla liberalizzazione del mercato e alla privatizzazione delle imprese statali. Vi è, però, un diffuso problema della *corruzione*⁴⁸², e al fine di promuovere l'integrità ambientale e creare un contesto migliore per gli investimenti e per lo sviluppo del settore privato, il governo della Tanzania ha adottato vari provvedimenti:

- Nel 1991 è stato istituito il Prevention of Corruption Bureau (PCB);
- Nel 1995 è stato emanato il Codice Etico della Leadership Pubblica per frenare la scorrettezza nei livelli più alti del servizio pubblico;
- Nel 1996 è nata la Commissione permanente d'inchiesta per verificare l'abuso di potere da parte di funzionari pubblici;
- Nel 2001 è stata istituita la Commissione per i diritti umani e il buon governo.

⁴⁸² According to the Transparency International's annual Corruption Perception Index (CPI) for 2003, out of the 133 countries that were surveyed, the East African countries of Kenya, Uganda and Tanzania ranked relatively high in levels of corruption. [...]Tanzania currently ranks as the second least corrupt country in East Africa on Transparency International's CPI and Transparency International-Kenya's East Africa Bribery Index. However, Tanzania's score on the Index (corruption prevalence) has risen from 17 % in 2009 to 28.6 % in 2010. FULGENCE S. E., *Corporate Governance in Tanzania*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 172.

Nonostante l'ondata di riforme avviate nel settore pubblico, la Tanzania ha dovuto affrontare comunque numerosi scandali aziendali⁴⁸³ tra il 2000 e il 2008, causati sempre dalla corruzione, che hanno spinto il governo a mettere in atto nuove riforme per rafforzare il proprio sistema finanziario e migliorare la corporate governance e la trasmissione tempestiva di informazioni sul mercato⁴⁸⁴.

3. CONCLUSIONI SULLO SVILUPPO DEI PAESI AFRICANI

Dato che il settore privato sta diventando sempre più un partner chiave per lo sviluppo dei paesi africani, diviene importante creare degli ambienti migliori per attirare investitori locali e stranieri e rafforzare il livello di corporate governance. In molti paesi africani, infatti, la corporate governance è diventata un elemento critico della gestione aziendale e della crescita economica, in quanto vi è una correlazione positiva tra un efficace governo societario e l'aumento dei flussi di capitale. A tal fine devono essere migliorati i pilastri di un efficace corporate governance, ovvero la trasparenza, la responsabilità, la correttezza e il rispetto dei diritti di tutte le parti interessate. Tuttavia, anche se in molti paesi africani, come in Egitto e in Tanzania, vi sono

⁴⁸³ Ricordiamo EPA (External Payment Arrears) ha permesso alle aziende di prendere in prestito denaro dalla Banca Centrale nelle operazioni di valuta estera causando una serie di speculazioni, MEREMETA, DOWANS e RICHMOND.

⁴⁸⁴ "Tanzanian trust has been sold out too cheap (Fulgence 2013; Sitta 2005)". This means, this convinces the Tanzanians who are not in the market place that the safest place to put their money is under their mattress. The truth is; more savings and investments are needed, this is only obtained by building confidence in the people who can and should invest their financial resources in the formal sector instead of putting their money under the mattress. FULGENCE S. E., *Corporate Governance in Tanzania*, in IDOWU S. O., ÇALIYURT K. T., *Corporate Governance. An International Perspective*, Springer, New York, 2014, p. 179.

stati dei miglioramenti nello sviluppo delle economie nazionali, restano ancora poco evoluti rispetto all'economia globale, in quanto l'ambiente non è favorevole alla promozione degli investimenti e alla crescita economica: si tratta di paesi corrotti e la volontà dei politici di combattere la corruzione è carente.

Si identificano così una serie di *raccomandazioni* per risolvere il problema:

- ✓ Istituzione e promozione di un efficace corporate governance – Politici e professionisti devono creare un clima di fiducia e cooperazione tra la comunità imprenditoriale e le persone, favorevole agli investimenti;
- ✓ Rettifica dei Codici di Best practice (The African Union Convention on Prevention and Combating Corruption) – Bisogna mettere in atto delle misure di rafforzamento del sistema giudiziario e giuridico migliorando le istituzioni di controllo e autocontrollo;
- ✓ Sensibilizzazione dell'opinione pubblica nei confronti di norme e codici di condotta;
- ✓ Aumento della qualità della comunicazione e della trasparenza;
- ✓ Prevenzione dello sfruttamento delle risorse – Bisogna eliminare ogni forma di frode o abuso di denaro a discapito di un concittadino.

CONCLUSIONI

L'attività d'impresa si svolge con la partecipazione di diversi soggetti che cooperano apportando ognuno i propri contributi nell'attesa di ottenere adeguate ricompense. Nel mondo reale, la mancanza di perfetta conoscenza e prevedibilità e la disomogeneità delle preferenze e della razionalità delle persone, richiede la progettazione accorta di assetti proprietari e di governance per il buon funzionamento delle imprese e dei sistemi economici nel loro complesso. La globalizzazione del mercato e delle informazioni ha portato alla caduta delle barriere spaziali e temporali, comportando l'apertura del perimetro di riferimento per le aziende e l'entrata di nuovi soggetti con attese da soddisfare. In questa situazione complessa, incerta e ambigua, la domanda che sorge spontanea è: *“Who should control the corporation, and for the pursuit of what goals?”*

Nel corso del **Capitolo I**, a tal proposito, ho analizzato i vari assetti proprietari e modelli di governance che si sono affermati nel tempo, e che ancora oggi sono in fase di miglioramento. La loro progettazione deve essere tale che:

- sia favorita la massima libertà e varietà di espressione delle persone;
- si produca un senso di sostanziale equità evitando che qualche soggetto adotti comportamenti opportunistici tanto gravi da compromettere l'armonia sociale;
- il costo delle soluzioni adottate sia quanto più possibile contenuto.

È stato evidenziato che è possibile individuare diverse tipologie di modelli di corporate governance se ci si focalizza su determinate caratteristiche:

- In base al regime giuridico dominante distinguiamo Paesi Civil Law da Paesi Common Law: la regolamentazione sarà maggiormente presente nei Paesi in cui il mercato finanziario è meno sviluppato e non può garantire le dovute tutele, ovvero nei paesi civil law;
- A seconda del tipo di monitoraggio esercitato nei confronti dell'impresa parliamo di Insider System e Outsider System: se il monitoraggio proviene dall'esterno, ovvero esiste un mercato per il controllo societario sviluppato, si parla di outsider system;
- Il regime di amministrazione e controllo dominante contraddistingue, infine, il modello monistico da quello dualistico: se le funzioni di amministrazione e controllo sono attribuite ad un solo organo parliamo di sistema monistico.

Ogni assetto appena delineato permette di individuare chi controlla la società e verso chi è rivolta la gestione. In linea generale, un Paese Civil Law sarà Insider System e adotterà il modello dualistico, in quanto per sopperire alla mancanza di un mercato per il controllo societario sviluppato (insider system) si ricorrerà maggiormente alla regolamentazione (civil law) e all'adozione di un modello di governance che dia la possibilità di distinguere le funzioni di amministrazione e controllo per evitare problemi di gestione (modello dualistico). In ogni caso, l'obiettivo è quello di salvaguardare il fine sociale che deve essere rivolto a tutti gli interlocutori sociali per far sì che l'impresa operi efficacemente.

Capite le varie tipologie di assetti proprietari e di governance che le imprese possono adottare, è opportuno analizzare come ogni Sistema-Paese affronta la dinamicità del mercato e quali sistemi adotterà, e se è possibile creare un modello universale di corporate governance. Nel mio lavoro, in particolare, partendo dal capitolo II, ogni capitolo si focalizza su una nazione:

- ❖ Il **Capitolo II** tratta delle prospettive del Nord America, focalizzandosi principalmente su Stati Uniti e Canada. Gli Stati Uniti sono considerati lo standard di riferimento a partire dalla Seconda Guerra Mondiale, in quanto hanno visto un forte sviluppo del mercato che ha portato alla nascita del capitalismo manageriale. Il Canada, invece, nonostante stia cercando di avvicinarsi alla governance statunitense, tramite l'accordo Nafta, resta un insider system caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata e un mercato debole, come in Europa.
- ❖ Il **Capitolo III** si focalizza sulla varietà dei modelli presenti in Europa. Possiamo, infatti, trovare due gruppi di sistemi quelli basati sul mercato e quelli basati sulle relazioni. Nel primo sistema troviamo il modello di governance anglosassone di matrice americana, adottato da Inghilterra e Irlanda: un sistema caratterizzato dalla “uscita” dell’azionista piuttosto che dalla “voce” di questo in assemblea. Nel secondo sistema, quello basato sulle relazioni, le imprese mirano alla sopravvivenza e alla massimizzazione del valore per l’intera azienda, e non solo per gli

azionisti. Lo possiamo distinguere nel tipo renano e nel tipo latino. Il primo tipo caratterizza due aree, ossia quella renana (Germania, Austria, Olanda e Lussemburgo) in cui prevale l'istituto della cogestione, soprattutto nei confronti di Banche e dipendenti (impresa conoscitiva o sociale), e quella scandinava (Danimarca, Norvegia, Svezia e Finlandia) che, a differenza dell'area renana, è caratterizzata dalla forte influenza che azionisti e sindacati rivestono sulla gestione. Il tipo latino si compone dei cosiddetti Paesi atipici (Francia, Belgio, Spagna, Grecia, Portogallo e Italia), chiamati in tal modo poiché non possono essere collocati con precisione in nessun modello dei paesi industrializzati, e si caratterizza come un sistema di corporate governance in cui gli azionisti utilizzano la "voce" piuttosto che "l'uscita" e in cui lo Stato esercita un'influenza notevole. In più alla fine del capitolo vengono analizzate anche le particolarità della governance di due paesi europei emergenti, ovvero la Polonia, la quale ancora oggi si trova ad affrontare innumerevoli sfide a causa del suo sistema debole, e la Repubblica di Macedonia, in cui il settore bancario riveste un peso rilevante nell'economia.

- ❖ Il **Capitolo IV** analizza la governance in Asia, dove l'unica economia maggiormente sviluppata è quella giapponese grazie ad un efficace e veloce adattamento al contesto locale delle filosofie e tecniche gestionali occidentali. La governance giapponese si basa su un approccio cooperativo e consensuale, che vede la partecipazione

attiva di lavoratori e Stato. Quest'ultimo è particolarmente presente nelle economie asiatiche, provenienti da ideologie comuniste: in Cina, infatti, viene ancora oggi salvaguardata la connessione tra il settore privato e quello pubblico. L'India si caratterizza per la forte presenza di imprese familiari, come nei paesi europei: l'impatto delle imprese familiari indiane sull'innovazione è molto positivo e ciò rende il caso indiano unico. La Malesia si caratterizza per la presenza di un buon quadro normativo sulla governance aziendale, anche se la recente crisi finanziaria ha rilevato qualche deficit nel principio di trasparenza nella gestione del Board (punto cruciale delle riforme in Arabia Saudita), mentre la Turchia presenta diverse debolezze nel sistema di governo aziendale dovute agli inefficienti meccanismi di tutela legale. Infine, nonostante l'esistenza di un apparato normativo e autoregolamentare completo e coordinato, le imprese russe risultano ancora deboli in merito ai problemi di corporate governance, a causa dell'influenza politica sulle dinamiche aziendali ancora rilevante, e della trasparenza insoddisfacente per il fatto che i manager ancora nascondono sbilanciamenti a favore dei propri interessi.

- ❖ Il **Capitolo V**, per finire, analizza i problemi di governance presenti in Africa, concentrandosi sull'Egitto e sulla Tanzania, dovuti principalmente all'elevata corruzione caratterizzante questi paesi che non permette la creazione di un ambiente favorevole alla

promozione degli investimenti e alla crescita economica, lasciando l’Africa sempre arretrata rispetto al contesto internazionale.

Dopo aver analizzato l’evoluzione e le problematiche della governance di tutto il mondo, possiamo rispondere alla questione principale del mio lavoro di tesi: ***esiste in realtà la possibilità di un’assoluta convergenza internazionale tale da creare uno “standard ottimale a livello d’impresa”, trasferibile e adattabile ai differenti contesti nazionali?***

È possibile affermare che nell’ambito delle economie nazionali lo sviluppo delle forze produttive si svolge con modalità differenti tanto che è possibile individuare una pluralità di sistemi capitalistici. Ogni modello di impresa è il prodotto della cultura, della storia, dell’etica, della politica, della religione, delle istituzioni, ovvero dell’interagire di diversi fattori ambientali. Proprio nell’ambiente di riferimento nascono importanti peculiarità dei diversi modelli di impresa, ognuno con propri punti di forza e di debolezza, che non possono essere adottati in altri sistemi-paese: al mutare dei fattori ambientali, anche il modello prevalente in un determinato contesto può subire trasformazioni. In questa situazione dinamica, l’idea di una sorta di standard ottimale a livello di impresa, trasferibile e adottabile alle differenti situazioni, ossia l’idea di un modello di governance universale, non può essere accolta. Il vantaggio non sarà tanto nell’aderenza ad un paradigma piuttosto che ad un altro, bensì nell’ampia libertà di scelta offerta agli operatori economici, e alla velocità di adattamento ai continui mutamenti del contesto internazionale.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, EGEA, Milano, 1994.

AA.VV., *Economia e finanza aziendale*. Scritti in Onore di Edoardo Ardemani, Giuffrè, Milano, 1997.

AA.VV., *Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, in "Economia e politica industriale", collana diretta da TARALLO P., Franco Angeli, Milano, 2000.

AA.VV., *Economia Aziendale & Management*. Scritti in Onore di Vittorio Coda, Egea, Milano, 2010.

AA.VV., *Market-driver management, corporate governance e spazio competitivo d'impresa*, in "Impresa economia comunicazione", collana diretta da BRONDONI S. M., Giappichelli, Torino, 2010.

AA.VV., *Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunnelling: Evidence from China*, in "Corporate Governance. An International Review", Vol. 22, Issue 6, 28 August 2014.

AA.VV., *Le difficoltà del cambiamento dei sistemi di governance delle società italiane quotate*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*.

AIDEA (Accademia Italiana di Economia Aziendale), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna, 2010.

AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998.

ALLEGRI M., MARTINI S. B., *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Modelli e pratiche a confronto*, Franco Angeli, Milano, 2006.

ALVARO S., CICCAGLIONI P., SICILIANO G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, in "Quaderni giuridici", N. 2, CONSOB, Roma, Febbraio 2013.

ALVARO S., LUPINI B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in "Quaderni giuridici", N.3, CONSOB, Roma, Aprile 2013.

BIANCHI M. T., *Analisi e confronto economico aziendale dei modelli di corporate governance*, in “Corriere Tributario”, Vol. 34, Fascicolo 17, 2011.

BOSETTI L., *Corporate Governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011.

BRUNO S., *Lineamenti del diritto societario inglese e principi della riforma*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

CACCHI PESSANI S., *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron*, in “Giurisprudenza Commerciale”, Vol. 30, Fascicolo 6, 2003, Parte I.

CAMMARATA S., *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto. – Il conflitto d’interessi nelle corporations statunitensi*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

CERADI (Centro di Ricerca per il Diritto d’Impresa), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, Roma, 2004.

CHANDLER A. D., DEAMS H., *Managerial Hierarchies. Comparative perspectives on the rise of the modern industrial enterprise*, Harvard University Press, 1980.

DITTMETTER C., *La governance dei rischi. Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, Egea, Milano, 2015.

DONALDSON G., LORSCH J., *Decision Making at the Top*, Basic Book, New York, 1983.

FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

FORTUNA F., PAOLONI P., *La corporate governance nelle Pmi: situazione attuale e tendenze evolutive*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell’esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*.

FRENTROP P., *A History of Corporate Governance 1602 – 2002*, Deminor, Amsterdam, 2002.

GANDINI G., *Modelli di Corporate Governance e comunicazione aziendale nelle imprese globali*, in “Symphonya. Emerging Issues in Management”, University of Milan – Bicocca, Issue 2, 2015.

GARZELLA S., NARDI N., *I requisiti del “buon governo”*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell’esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*.

GENCO P., *Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell’impresa*, Giappichelli, Torino, 2014.

GERSCHENKRON A., *Il problema storico dell’arretratezza economica*, Einaudi, Torino, 1965.

GRAY T., *Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: new directions for corporate governance*, in “Library of Parliament. Parliamentary Information and Research Services”, October 2005.

GRIFFI U. PATRONI, *Le società di capitali in Svizzera*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

GRILLO M., SILVA F., *Impresa, concorrenza e organizzazione. Lezioni di economia e politica industriale*, Carocci, Roma, 1998.

IDOWU SAMUEL O., ÇALIYURT KIYMET TUNCA, *Corporate governance. An international perspective*, Springer, New York, 2014.

KEENAN J., *Corporate Governance in UK/USA Boardrooms*, IN “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 12, Issue 2, April 2004.

KENT BAKER H., ANDERSON R., *Corporate Governance. A synthesis of theory research, and practice*, John Wiley & Sons, 2010.

KHOUDJA S., *Corporate governance in Germany: the recent changes*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

KUMAR P., ZATTONI A., *Large shareholders and corporate governance outside the United States and United Kingdom*, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 22, Issue 4, 8 July 2014.

KUMAR P., ZATTONI A., *Market versus Internal Factors in Corporate Governance*, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 23, Issue 5, 2 September 2015.

KUMAR P., ZATTONI A., *Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance*, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 23, Issue 6, 4 November 2015.

LIAO C., *A Canadian Model of Corporate Governance*, in “The Dalhousie Law Journal, November 2015.

MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, in “Studi di Ragioneria e di Economia aziendale”, Giappichelli, Torino, 1999.

MILGROM P., ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994.

MILLSTEIN IRA M., *Corporate governance: a North American perspective*, in “Global corporate governance forum”, Issue 3, International Finance Corporation, NW, Washington, 2006.

MONKS R. A. G., *Corporate State USA – 2003*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 12, Issue 4, October 2004.

MONKS R. A. G., *Corporate Governance – USA – Fall 2004 Reform - The Wrong Way and the Right Way*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 13, Issue 2, March 2005.

MORCK RANDALL K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005.

PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004.

PINTO A.R., *Lezioni introduttive al diritto societario americano*, De Girolamo V. (raccolte da), in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

QING Z., LILIN C., TIANJUN F., *Mediation or Moderation? The Role of R&D Investment in the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from the Chinese IT Industry*, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 22, Issue 6, June 2014.

ROSTOW, *Gli stadi dello sviluppo economico*, Einaudi, Torino, 1962.

RUGGIERO E., PANZIRONI V., CARRARA C., *Le regole del governo societario negli USA e in Europa*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

SPEAKER K., CHAIR C., *Special Issue Conference on “Challenges in Corporate Governance in Emerging Economies” the 2nd Edinburgh Forum on Emerging Markets*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 23, Issue 3, 28 April 2015.

SUMAN L., MONOMITA N., JEAN C., *Innovation and Family Ownership: Empirical Evidence from India*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 22, Issue 1, 23 June 2013.

TREQUATTRINI R., Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto, Giappichelli Editore, Torino, 1999.

TSUNG-MING Y., Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan, in "Corporate Governance: An International Review", Vol. 22, Issue 4, 4 February 2014.

VISENTINI G., The recent reforms of the law of companies. The framework within which companies operate, in Ruggiero E. (a cura di), Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto.

ZATTONI A., Assetti proprietari e corporate governance, in Airoidi G. (presentazione di), Egea, Milano, 2006.

ZEITOUN H., PAMINI P., Corporate Ownership Structure and Top Executives' Prosocial Preference: The Role of Relational and External Blockholders, in "Corporate Governance. An International Review", Vol. 23, Issue 6, 28 Avril 2015.

*Dipartimento di
Impresa e Management*

*Cattedra di
Corporate Governance and
Internal Audit*

I MODELLI DI CORPORATE

GOVERNANCE:

Evoluzione e differenze a livello mondiale

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Chiara Cascone

Matricola: 661931

CORRELATORE

Prof.ssa Maria Federica Izzo

Anno accademico 2014/2015

I MODELLI DI CORPORATE

GOVERNANCE:

Evoluzione e differenze a livello mondiale

INDICE

Introduzione

Capitolo I: Nascita e sviluppo della Corporate

Governance Internazionale

4. GLI ALBORI DELLA CORPORATE GOVERNANCE
5. LA RILEVANZA DELLA CORPORATE GOVERNANCE
NELL'ATTUALE CONTESTO ECONOMICO
6. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE
 - 6.1. Regime giuridico dominante: differenza tra Paesi common law
e Paesi civil law
 - 6.2. Outsider e Insider system
 - 6.3. La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

Capitolo II: Le prospettive del Nord America

3. IL CAPITALISMO MANAGERIALE STATUNITENSE
 - 3.1. I fattori di sviluppo della moderna corporation
 - 3.2. Logiche imprenditoriali e controllo dell'impresa manageriale

- 3.3. Uno sguardo alla struttura della corporate governance americana
 - 3.4. Evoluzione della normativa sul governo societario: mix tra provvedimenti legislativi, regolamentari e autodisciplinari
 - 3.5. Come si è arrivati al sistema statunitense del Terzo Millennio: il rilevante peso della crisi finanziaria
 - 3.6. Il dibattito sul futuro della public company
4. L'IMPORTANZA DEL SISTEMA GIURIDICO NEI CAMBIAMENTI DELLA GOVERNANCE CANADESE
- 4.1. L'ascesa e la caduta della società con proprietà diffusa: l'importanza dell'era coloniale
 - 4.2. Differenze col modello legale di governo americano
 - 4.3. La risposta del Canada alla recente riforma statunitense sulla governance

Capitolo III: La variegata Corporate Governance dell'Europa

7. L'ARMONIZZAZIONE EUROPEA

8. I SISTEMI ANGLOSASSONI

8.1. I trusts e il capitalismo manageriale inglese

8.1.1. *Inghilterra: il paese europeo bizzarro*

8.1.2. *Il modello organizzativo e i recenti codici di Best practice*

8.2. Uno sguardo all'ordinamento irlandese figlio del sistema di governance inglese

9. I SISTEMI BASATI SULLE RELAZIONI

9.1. Il sistema renano e l'importanza della codeterminazione

9.1.1. *Il ruolo delle Banche nel capitalismo manageriale cooperativo tedesco*

9.1.2. *La governance in Austria: analogie e differenze col caso tedesco*

9.1.3. *La modernizzazione del sistema tradizionale olandese*

9.1.4. *Lussemburgo: il paese europeo ritardatario*

9.2. La particolarità dei Paesi Scandinavi

9.2.1. *Lo sviluppo della governance in Svezia: la relazione Stato-imprese-sindacati*

9.2.2. *Il sistema di governance partecipativo presente in Danimarca*

9.2.3. *La Corporate Governance in Finlandia*

9.2.4. *Il paese scandinavo estraneo all'Unione Europea: la Norvegia*

10.LA TRADIZIONE GIURIDICA LATINA

10.1. L'influenza dello Stato nella governance francese

10.2. Il processo di internazionalizzazione del Belgio

10.3. La debole politica di "buon governo" spagnola

10.4. Le debolezze della struttura di governo aziendale presente in Grecia

10.5. La corporate governance in Portogallo

10.6. L'unicità del sistema capitalistico italiano

11.LA CORPORATE GOVERNANCE NEI PAESI EUROPEI EMERGENTI: IL CASO DELLA POLONIA E DELLA REPUBBLICA DI MACEDONIA

11.1. La risposta della Polonia alla crisi economica

11.2. Il peso del settore bancario nella Repubblica di Macedonia

12.CONSIDERAZIONI FINALI SULL'ARMONIZZAZIONE FUTURA

Capitolo IV: La Corporate Governance in Asia

6. IL FORTE PESO DELL'ECONOMIA GIAPPONESE
7. LA STRUTTURA "PUBLIC-PRIVATE" DELLE IMPRESE IN CINA
8. IL CAMBIAMENTO DRASTICO DELLA PROPRIETA' FAMILIARE IN INDIA
9. UNO SGUARDO ALLA GOVERNANCE DEGLI ALTRI PAESI ASIATICI
 - 9.1. La "buona" corporate governance della Malesia
 - 9.2. I problemi di buon governo societario presenti in Turchia
 - 9.3. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione in Arabia Saudita
- 10.I SISTEMI DI GOVERNANCE NELLE SOCIETA' PER AZIONI RUSSE

Capitolo V: Lo sviluppo dell'Africa

4. LE SFIDE DELL'EGITTO: GUADAGNARE FIDUCIA INTERNAZIONALE E INVESTIMENTI ESTERI DIRETTI
5. TANZANIA: SVILUPPO DI UN CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE CONTRO LA CORRUZIONE MANAGERIALE
6. CONCLUSIONI SULLO SVILUPPO DEI PAESI AFRICANI

Conclusioni

Bibliografia

Abstract

Le problematiche del governo societario d'impresa, ovvero le problematiche riguardanti la corporate governance, costituiscono un argomento che suscita un interesse crescente nel tempo tra gli studiosi di economia aziendale, i policy makers, gli interlocutori aziendali, i risparmiatori e, in generale, gli operatori economici. Una definizione molto appropriata di *corporate governance* si trova nel *Cadbury Report (1992)*, in cui viene identificata come *“the system by which companies are directed and controlled”*. In particolare, la corporate governance può essere definita, in senso stretto, come l'insieme di istituzioni e di regole finalizzate ad assicurare un governo efficace, efficiente e corretto nei confronti di tutti i soggetti interessati alla vita aziendale; in senso ampio, come un insieme di condizioni che si creano nel sistema economico nel quale le imprese si trovano ad operare.

Inizialmente, l'espressione corporate governance era usata quasi esclusivamente nel mondo angloamericano e richiamava principalmente la problematica della configurazione e del funzionamento dei Board of Directors delle grandi imprese quotate. A tal proposito, *Adam Smith (The Wealth of Nations, 1776)* afferma che: *“Being managers of other people's money rather than their own, it cannot be expected that they (managers) should watch over it with the same anxious vigilance which (they would) watch over their own. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”* Il vero dibattito sulla Corporate Governance si avvia, infatti, con la nascita della *public company* statunitense

nel *XX secolo* che porta alla separazione tra proprietà e controllo causata dalla necessità di ricercare una figura specializzata che governasse l'impresa, ovvero il manager, per sopperire all'esigenza di frazionare il capitale tra una miriade di azionisti. Successivamente, nei primi anni '90, con l'inizio dell'ondata globale di liberalizzazione e privatizzazione, la questione ha assunto rilevanza internazionale. La globalizzazione e la finanziarizzazione dell'economia hanno, infatti, cambiato il modo di "fare impresa": *le aziende divengono entità centrali per l'economia nell'assegnazione delle risorse*. L'allocazione efficiente delle risorse dipende dall'efficacia dei sistemi di corporate governance adottati. La caratteristica essenziale della società diventa la sua capacità di essere un'entità separata dai soggetti che la posseggono: l'azionista cede il controllo sulla sua ricchezza, restando un semplice fornitore di capitale. I singoli Paesi iniziano a formulare i primi Codici di Best Practices enfatizzando il rafforzamento della posizione degli azionisti di minoranza; innalzando gli standard di diligenza, responsabilità ed indipendenza degli amministratori; e potenziando i sistemi di controllo interno. La statuizione di queste regole non è fonte di distorsione del libero mercato, ma uno strumento che rende più efficiente il processo decisionale in una situazione di conflitto d'interesse tra vari stakeholder. Si giunge ad un equilibrio funzionale al soddisfacimento delle diverse aspettative, spesso non coincidenti, dato il crescente peso degli investitori istituzionali ai quali le famiglie affidano i propri risparmi per poter diversificare il rischio finanziario. L'attuale contesto economico ha superato la fase di decollo dando impulso al consumo di massa in un contesto di sviluppo imprenditoriale caratterizzato dalla competitività tra

Stati Uniti, Giappone e Area Euro. L'impresa vive sempre più in un contesto technology-intensive costituito da sistemi altamente meccanizzati e specialistici che richiedono notevoli risorse umane e finanziarie. Per quanto riguarda la prima categoria di risorse, saranno sempre più ricercate competenze specialistiche, Top Manager, in grado di prendere decisioni in contesti complessi e dinamici, che di fatto assumeranno il controllo strategico di impresa; la seconda categoria di risorse sarà costituita sia da capitali provenienti dal mercato, sia da capitali di debito.

La *globalizzazione* determina nuovi confini di competizione tra le imprese, modificando i tradizionali rapporti spaziali e temporali di concorrenza: i vantaggi locali vanno ora coordinati in un vasto sistema di economia e gestione delle imprese, il cosiddetto *market-space management*. Si abbattano tutte le barriere, sia spaziali che temporali, in modo da creare uno spazio competitivo aperto caratterizzato da strategie di delocalizzazione volte a cogliere nuove opportunità di successo competitivo ed economico e facilitare la trasmissione delle informazioni grazie all'innovazione tecnologica e allo sviluppo delle reti telematiche (ICT). La progressiva caduta delle barriere di spazio e di tempo tra Paesi si concretizza in un allargamento della sfera di relazioni sociali, economiche e politiche che caratterizza, direttamente o indirettamente, l'intero pianeta. Le relazioni aziendali non sono più, come in passato, esclusive verso un determinato fornitore, ma si estendono in tutta la filiera produttiva sotto forma di alleanze strategiche di concorrenza (*Competitive Strategic Alliances*). Tutto questo determina a livello aziendale l'esigenza di pensare a nuove forme di interazione con l'ambiente esterno e di

stimolare la riorganizzazione interna creando strutture e processi maggiormente idonei a contrastare la competizione a livello mondiale e, contemporaneamente, soddisfare gli interlocutori sociali con equità, responsabilità e correttezza. Si parla, a tal proposito, di *strategie di networking* basate sulla collaborazione, e non più sulla competizione, per raggiungere l'obiettivo condiviso di crescita globale. Nasce, così, l'esigenza di adottare una visione globale di Corporate Governance che, partendo dai vertici, sia in grado di orientare tutto il comportamento aziendale verso il massimo sviluppo. La competizione non sarà più firm-to-firm ma network-to-network. Tuttavia, recentemente, l'opinione pubblica è stata scossa da fallimenti improvvisi e scandali finanziari che hanno colpito le grandi imprese dei vari Paesi tramite un *effetto domino* facilitato proprio dall'assenza di barriere temporali e spaziali. Questi episodi negativi hanno messo in luce la debolezza del sistema di controllo interno ed esterno nel contrastare le condotte scorrette dei vertici aziendali e la conseguente perdita di fiducia tra la collettività di risparmiatori. Da qui, nasce la consapevolezza di un impegno nazionale ed internazionale per fissare precise regole di *buon governo societario* dirette a ridurre il gap tra mercati globali e sistemi di Corporate Governance e vigilanza esterna, che caratterizzano i vari Paesi. In questo contesto le imprese saranno stimolate ad adottare modelli di successo o a crearne dei nuovi in base alle proprie esigenze. In sostanza, diventa naturale e necessario identificare diversi *modelli di governance* tenendo conto dei fattori economici-sociali tipici della singola realtà nazionale. Analizzando i principali Paesi di tutto il mondo si rileva come questi sono portati a non modificare i propri modelli ma a migliorarli in base

alle competenze acquisite. Partendo dai Paesi maggiormente sviluppati, ovvero Stati Uniti e Europa, fino ad arrivare ai Paesi Emergenti, come la maggior parte dei paesi asiatici e africani, viene messo in risalto come ogni sistema-paese migliora la propria corporate governance in un'ottica di sviluppo del mercato dei capitali, in alcuni contesti totalmente assente, tramite l'adozione di un apposito codice di best practice. Ciò ricordiamo è posto in essere al fine di rendere il proprio sistema più efficiente in un ambiente dinamico, in modo da affrontare la sempre maggiore competenza internazionale e favorire la crescita aziendale incentivando gli investimenti, anche esteri. Le ricerche empiriche sull'adozione dei vari modelli di capitalismo mettono, però, in evidenza il bisogno di tener sempre conto dell'influenza che istituzioni e normative, anche sociali, consolidate nel tempo, hanno su ogni sistema-paese. A tal proposito, viene alla luce le differenze esistenti tra i vari continenti, come ad esempio la particolarità dei paesi africani, caratterizzati dall'incidenza nella governance di un'elevata corruzione politica e istituzionale. In più, le differenze si riscontrano anche tra Paesi dello stesso continente, è il caso ad esempio dell'attuale assenza di un'armonizzazione europea, delle diversità esistenti tra i paesi asiatici, in cui solo il Giappone risulta maggiormente sviluppato, e addirittura le dissomiglianze presenti nel Nord America, spesso considerato un punto di riferimento per la governance mondiale, dove Stati Uniti e Canada adottano logiche non del tutto uguali in merito alle strutture di governo societario conformi alle specifiche evoluzioni storiche dei due paesi.

È possibile affermare, a questo punto, che non esiste un modello migliore in assoluto ma un modello di governo societario più indicato alla

situazione concreta, influenzata dal sistema legislativo, e dallo sviluppo economico, finanziario, politico, storico e culturale. Il vantaggio non sarà tanto nell'aderenza ad un paradigma piuttosto che ad un altro, bensì nell'ampia libertà di scelta offerta agli operatori (*teoria dello "scontro di civiltà" – clash of civilizations*).

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Il capitalismo industriale nelle economie avanzate. Europa, Stati Uniti e Giappone*, EGEA, Milano, 1994.

AA.VV., *Economia e finanza aziendale*. Scritti in Onore di Edoardo Ardemani, Giuffrè, Milano, 1997.

AA.VV., *Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, in "Economia e politica industriale", collana diretta da TARALLO P., Franco Angeli, Milano, 2000.

AA.VV., *Economia Aziendale & Management*. Scritti in Onore di Vittorio Coda, Egea, Milano, 2010.

AA.VV., *Market-driver management, corporate governance e spazio competitivo d'impresa*, in "Impresa economia comunicazione", collana diretta da BRONDONI S. M., Giappichelli, Torino, 2010.

AA.VV., *Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunnelling: Evidence from China*, in "Corporate Governance. An International Review", Vol. 22, Issue 6, 28 August 2014.

AA.VV., *Le difficoltà del cambiamento dei sistemi di governance delle società italiane quotate*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*.

AIDEA (Accademia Italiana di Economia Aziendale), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna, 2010.

AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998.

ALLEGRI M., MARTINI S. B., *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Modelli e pratiche a confronto*, Franco Angeli, Milano, 2006.

ALVARO S., CICCAGLIONI P., SICILIANO G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, in "Quaderni giuridici", N. 2, CONSOB, Roma, Febbraio 2013.

ALVARO S., LUPINI B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in "Quaderni giuridici", N.3, CONSOB, Roma, Aprile 2013.

BIANCHI M. T., *Analisi e confronto economico aziendale dei modelli di corporate governance*, in “Corriere Tributario”, Vol. 34, Fascicolo 17, 2011.

BOSETTI L., *Corporate Governance e mercati globali*, Franco Angeli, Milano, 2011.

BRUNO S., *Lineamenti del diritto societario inglese e principi della riforma*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

CACCHI PESSANI S., *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron*, in “Giurisprudenza Commerciale”, Vol. 30, Fascicolo 6, 2003, Parte I.

CAMMARATA S., *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto. – Il conflitto d’interessi nelle corporations statunitensi*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

CERADI (Centro di Ricerca per il Diritto d’Impresa), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, Roma, 2004.

CHANDLER A. D., DEAMS H., *Managerial Hierarchies. Comparative perspectives on the rise of the modern industrial enterprise*, Harvard University Press, 1980.

DITTMER C., *La governance dei rischi. Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, Egea, Milano, 2015.

DONALDSON G., LORSCH J., *Decision Making at the Top*, Basic Book, New York, 1983.

FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

FORTUNA F., PAOLONI P., *La corporate governance nelle Pmi: situazione attuale e tendenze evolutive*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell’esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*.

FRENTROP P., *A History of Corporate Governance 1602 – 2002*, Deminor, Amsterdam, 2002.

GANDINI G., *Modelli di Corporate Governance e comunicazione aziendale nelle imprese globali*, in “Symphonya. Emerging Issues in Management”, University of Milan – Bicocca, Issue 2, 2015.

GARZELLA S., NARDI N., I requisiti del “buon governo”, in Fortuna F. (a cura di), La corporate governance nell’esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi.

GENCO P., Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell’impresa, Giappichelli, Torino, 2014.

GERSCHENKRON A., Il problema storico dell’arretratezza economica, Einaudi, Torino, 1965.

GRAY T., Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: new directions for corporate governance, in “Library of Parliament. Parliamentary Information and Research Services”, October 2005.

GRIFFI U. PATRONI, Le società di capitali in Svizzera, in Ruggiero E. (a cura di), Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto.

GRILLO M., SILVA F., Impresa, concorrenza e organizzazione. Lezioni di economia e politica industriale, Carocci, Roma, 1998.

IDOWU SAMUEL O., ÇALIYURT KIYMET TUNCA, Corporate governance. An international perspective, Springer, New York, 2014.

KEENAN J., Corporate Governance in UK/USA Boardrooms, IN “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 12, Issue 2, April 2004.

KENT BAKER H., ANDERSON R., Corporate Governance. A synthesis of theory research, and practice, John Wiley & Sons, 2010.

KHOUDJA S., Corporate governance in Germany: the recent changes, in Ruggiero E. (a cura di), Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto.

KUMAR P., ZATTONI A., Large shareholders and corporate governance outside the United States and United Kingdom, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 22, Issue 4, 8 July 2014.

KUMAR P., ZATTONI A., Market versus Internal Factors in Corporate Governance, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 23, Issue 5, 2 September 2015.

KUMAR P., ZATTONI A., Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 23, Issue 6, 4 November 2015.

LIAO C., A Canadian Model of Corporate Governance, in “The Dalhousie Law Journal, November 2015.

MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, in “Studi di Ragioneria e di Economia aziendale”, Giappichelli, Torino, 1999.

MILGROM P., ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I, Il Mulino, Bologna, 1994.

MILLSTEIN IRA M., *Corporate governance: a North American perspective*, in “Global corporate governance forum”, Issue 3, International Finance Corporation, NW, Washington, 2006.

MONKS R. A. G., *Corporate State USA – 2003*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 12, Issue 4, October 2004.

MONKS R. A. G., *Corporate Governance – USA – Fall 2004 Reform - The Wrong Way and the Right Way*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 13, Issue 2, March 2005.

MORCK RANDALL K., *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2005.

PANICO P., *I nuovi modelli di corporate governance: l'esperienza europea, la riforma societaria, il funzionamento in concreto*, in Lupoi M. (presentazione di), FAG, Milano, 2004.

PINTO A.R., *Lezioni introduttive al diritto societario americano*, De Girolamo V. (raccolte da), in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

QING Z., LILIN C., TIANJUN F., *Mediation or Moderation? The Role of R&D Investment in the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from the Chinese IT Industry*, in “Corporate Governance: An International Review”, Vol. 22, Issue 6, June 2014.

ROSTOW, *Gli stadi dello sviluppo economico*, Einaudi, Torino, 1962.

RUGGIERO E., PANZIRONI V., CARRARA C., *Le regole del governo societario negli USA e in Europa*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*.

SPEAKER K., CHAIR C., *Special Issue Conference on “Challenges in Corporate Governance in Emerging Economies” the 2nd Edinburgh Forum on Emerging Markets*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 23, Issue 3, 28 April 2015.

SUMAN L., MONOMITA N., JEAN C., *Innovation and Family Ownership: Empirical Evidence from India*, in “Corporate Governance. An International Review”, Vol. 22, Issue 1, 23 June 2013.

TREQUATTRINI R., Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto, Giappichelli Editore, Torino, 1999.

TSUNG-MING Y., Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan, in "Corporate Governance: An International Review", Vol. 22, Issue 4, 4 February 2014.

VISENTINI G., The recent reforms of the law of companies. The framework within which companies operate, in Ruggiero E. (a cura di), Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto.

ZATTONI A., Assetti proprietari e corporate governance, in Airoldi G. (presentazione di), Egea, Milano, 2006.

ZEITOUN H., PAMINI P., Corporate Ownership Structure and Top Executives' Prosocial Preference: The Role of Relational and External Blockholders, in "Corporate Governance. An International Review", Vol. 23, Issue 6, 28 Avril 2015.

