LUISS

Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea Triennale in Economia e Management
Cattedra di Economia Aziendale

I SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE. MODELLI, EVOLUZIONE E APPLICAZIONE NEL MERCATO ITALIANO

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Antonio Nicolò Sernia
Matricola 213881

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE 4

CAPITOLO I: LA CORPORATE GOVERNANCE 8

1.1 Nascita della Corporate Governance 8

1.2 Shareholder theory e Stakeholder theory 18

1.3 Teoria dell'Agenzia 26

CAPITOLO II: I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE 31

2.1 *Influenza del regime giuridico dominante: differenza tra Paesi common law e Paesi civil law* 33

2.2 Outsider e Insider system 37

2.3 La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo 56

CAPITOLO III: ANALISI DELL'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE 68

3.1 *Scenari di cambiamento* 68

3.2 *L'evoluzione della Corporate Governance nel sistema Europa* 75

3.3 *Una fotografia dell'italia* 83

CONCLUSIONI 89

BIBLIOGRAFIA 92

SITOGRAFIA 94

INTRODUZIONE

La corporate governance rappresenta un tema complesso, tale da ispirare un consistente filone dottrinale che si propone di definire le sue funzioni tipiche. Esistono studi che attribuiscono alla corporate governance la finalità di tutelare esclusivamente gli interessi degli azionisti ed altri che ritengono fondamentali gli interessi di tutti gli stakeholders. Analogamente, esistono posizioni contrapposte riguardo i meccanismi principali di corporate governance: alcune riconoscono al Consiglio di Amministrazione un ruolo primario, altri esaltano la composizione della struttura proprietaria ed il sistema di regole vigenti in un determinato Paese.

Vero è che la *governance* aziendale ha implicazioni ampie ed è fondamentale per il benessere economico e sociale, in primo luogo nel fornire gli incentivi e le misure di performance per raggiungere il successo aziendale, e in secondo luogo nel fornire la responsabilità e la trasparenza per garantire un'equa distribuzione della ricchezza risultante [1]. Il significato del governo societario per la stabilità e l'equità della società è catturato nella definizione più ampia del concetto offerto da Cadbury :" *Il governo societario è, infatti, interessato a mantenere l'equilibrio tra obiettivi economici e sociali e tra obiettivi individuali e comunitari. Il quadro di governance deve incoraggiare l'uso efficiente di risorse e al contempo richiedere*

[1] Thomas Clark- *International Corporate Governance. A comparative approach,* 2007

responsabilità nell'uso di tali risorse con lo scopo di allineare il più possibile gli interessi degli individui, delle Società e della società"[2].

La diversità nei quadri politici ed economici nazionali, nel tessuto imprenditoriale e nelle normative esercita una forte influenza sugli approcci di *governance*, adottati dai vari stati a seconda delle tradizioni, caratteristiche e sfide proprie di ciascun paese, determinandone significative differenze.

Per tali ragioni a partire dagli anni '90 la correlazione esistente tra lo sviluppo finanziario ed economico e l'assetto giuridico, istituzionale e sociale consolidato nel tempo in ogni sistema-paese, è stata approfonditamente indagata in numerosi studi economici e finanziari pubblicati su qualificate riviste di settore. Da tale letteratura è emerso con evidenza l'impatto che l'evoluzione del sistema istituzionale e del complesso di norme che regolano i rapporti economici hanno sullo sviluppo finanziario il quale a sua volta costituisce una delle principali forze trainanti della crescita economica.

Secondo questo punto di vista il sistema legale determina il sistema finanziario ed entrambi determinano il sistema di *corporate governance* considerato che la separazione tra proprietà e controllo è più comune nei sistemi finanziari basati sul mercato.

In particolare è stato evidenziato il legame che intercorre tra le origini giuridiche, distinguendo a tal proposito tra Paesi a Common law e Paesi a Civil law, e tre ulteriori elementi [3]:

---

[2] Rapporto Cadbury 2000

[3] Carsten Burhop Universität zu Köln ,Marc Deloof ,*Corporate Governance* , University of Antwerp

1. in primo luogo, gli attuali indici dello stato di diritto, vale a dire i sistemi legali con il relativo grado di protezione degli azionisti [4]. Le leggi e regolamenti regolano i contratti e la loro applicazione, le tasse, il diritto del lavoro, la politica macroeconomica e così via. Le analisi empiriche dimostrano che le regole legali del governo societario dipendono dalla tradizione legale di un paese e il suo sistema politico;
2. secondo, sviluppo economico e finanziario[5]. La capacità di attrazione del risparmio da parte dei mercati finanziari, che nei paesi anglosassoni sono assai più attivi che nell'Europa continentale e latina. Nei mercati anglosassoni le risorse transitano rapidamente da un'impresa all'altra, seguendo l'andamento dei prezzi di borsa e rendendo meno frequente la formazione di maggioranze stabili e realmente interessate a gestire l'azienda. La conseguenza più rilevante dal punto di vista della governance riguarda come allineare gli obiettivi di azionisti e management, assicurando al contempo la crescita equilibrata dell'impresa nel lungo periodo e la tutela delle altre attese economiche e sociali.
3. in terzo luogo, la dispersione della proprietà azionaria e la separazione di proprietà e controllo [6].

Se questi sono i fattori principali, non bisogna tuttavia dimenticare l'incidenza dei sistemi culturali e sociali e il grado di globalizzazione (Stulz e Williamson).

[4] (Acemoglu et al., 2001; Beck et al., 2003)

[5] LLSV 1997, 1998; Beck et al, 2003.

[6] LLS, 1999

La combinazione di tali elementi ha dato origine a modelli diversi a secondo del modello di economia capitalista prescelto.
Scopo del presente lavoro è quello di indagare criticità ed aspetti positivi di ogni modello per verificare se nonostante l'esistenza di profonde differenze sia possibile delineare una convergenza nelle strutture di *governance* attraverso una maggiore omogeneità dei sistemi e una maggiore regolazione a livello sovra-nazionale e locale.

Il piano di lavoro dovrà dunque:

- analizzare la relazione tra impostazione concettuale, normativa di riferimento e scelta del modello di corporate governance
- Analizzare la relazione tra performance e caratteristiche specifiche del modello con lo scopo di individuare eventuali fattori che delineino la superiorità di un certo modello rispetto ad un altro.
- verificare se nonostante l'esistenza di profonde differenze sia possibile delineare una convergenza nelle strutture di governance attraverso una maggiore omogeneità dei sistemi e una maggiore regolazione a livello sovra-nazionale e locale.

Capitolo 1

La Corporate Governance

1.1 Nascita della Corporate Governance

1.2 Shareholder theory e Stakeholder theory

1.3 Teoria dell'agenzia

1.1 Nascita della Corporate Governance

L'attenzione nei confronti del "governo delle società", altrimenti detto indicato con la locuzione "corporate governance", si è sviluppata con crescente interesse solo negli ultimi decenni: fino al 20th la maggior parte del pensiero economico, sia quanto alla teoria che alla pratica, era prevalentemente rivolto al ruolo del board e al management della finanza, al marketing e a tutte quelle operazioni di competenza dei direttori. E'solo a partire dal 21th, in particolare a seguito dello scandalo Enron, che la corporate governance diventa il focus principale. Le crisi finanziarie globali

a partire dal 2007 contribuiscono a popolare con nuovi argomenti il tema delle politiche e delle prassi di corporate governance.

Se l'uso della locuzione "corporate governance" è del tutto nuova, l'uso dei termini è, invece, ben antico. L'etimologia del termine rimanda al greco antico e al latino anche se non mancano parole simili nella maggior parte delle lingue: la parola corporate deriva dalla parola latina corpus che significa corpo, e dal verbo latino corporare per formare in un corpo. Una corporazione rappresenta, quindi, un corpo di persone, cioè un gruppo di persone autorizzate ad agire come un individuo. Altrettanto il termine governance deriva dal latino *gubernatio* che significa gestione o governo, e questo deriva dall'antica greca *kybernao* per agire come un pilota. Segnatamente il termine governance venne utilizzato in Gran Bretagna sin dal XIV secolo per indicare saggezza e senso di responsabilità, riferendolo sia all'azione che al metodo di governo; è proprio in questo secondo significato che ad oggi viene utilizzato con riferimento alle imprese. Fu Chaucer, scrittore, filosofo e uomo di corte a definire la governance "una connotazione calzante di assennatezza e responsabilità".

Nel suo libro "*Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*", Robert Ian Tricker avanza la suggestiva convinzione che la pratica della corporate governance e del suo riflesso sul commercio fosse conosciuta dallo stesso Shakespeare: nella sua opera *Il Mercante di Venezia* Antonio agonizzava mentre osservava la sua nave navigare fuori bordo con la sua fortuna affidata ad altri, come

a dire che il problema sorge ogni volta che si debba fare affidamento su un agente per gestire i propri beni[7].

Sebbene, dunque, la business corporation sia emersa come la forma dominante per l'associazione di imprese solo all'inizio del XX secolo, i suoi antecedenti si trovano ottocento anni prima nella nozione di entità corporativa sviluppata per risolvere problemi di relazioni di gruppo nelle comunità religiose e sociali. Questi elementi medievali sono stati trasformati dall'applicazione di idee e pratiche aziendali delle imprese commerciali che sono venute dopo (Redmond 2005: 28). Tra questi dispositivi c'era l'idea della "persona incorporata" - l'interpretazione delle società come persone giuridiche con diritti e doveri. In molte organizzazioni antiche e moderne devono essere eseguite transazioni legali e doveri sostenuti da una successione di detentori congiunti di un ufficio per conto di un numero di persone interessate a realizzare uno scopo o un oggetto comune: la corporate governance è quindi l'attività di guida dell'impresa societaria, vista nel complesso dinamico e contingente delle interrelazioni tra le parti coinvolte, considerate sul piano dei relativi interessi, ruoli, strumenti, e principi di comportamento[8] .

Convenzionalmente si fa, infatti, coincidere la nascita del diritto societario, e in particolare del governo delle Società, o meglio della Corporate Governance, con la creazione della Compagnia Unita delle Indie Orientali (Vereenidge Oostindische

[7] Robert Ian Tricker ,*Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* , Oxford University Press.
[8] Thomas Clark- *International Corporate Governance. A comparative approach,* 2007.

Compagnie – V.O.C.). Adrian Cadbury, in una delle sue lezioni relative al tema della Corporate Governance nel 1992, accredita l'uso di tale termine venne adoperato per la prima volta nel Seicento quando venne a formarsi La Compagnia Olandese delle Indie Orientali mettendo proprio in evidenza come gli organi di gestione di allora fossero sostanzialmente simili alle odierne strutture e dalla funzione dei moderni consigli di amministrazione e dalle assemblee degli azionisti. La V.O.C nacque nel 1602 attraverso la fusione di otto compagnie minori, proprio per decisione degli Stati Generali Olandesi che avevano necessità di organizzare efficientemente le diverse compagnie di navigazione così da poter coagulare le proprie risorse in'unica organizzazione che potesse confrontarsi con l'egemonia portoghese.

L'organizzazione della Compagnia prevedeva:

- 6 camere (*kamers*) le quali delegavano l'intero potere esecutivo ad un organo costituito dagli Heeren XVII;
- i direttori venivano quindi scelti attraverso un'assemblea di 60 rappresentanti degli azionisti in presenza costante di otto delegati della Camera di Amsterdam e quattro provenienti dalla Zelanda.

Tale assetto organizzativo appare in effetti ben simile a quello delle odierne Società per Azioni, dotate di piena personalità giuridica: infatti lo statuto garantiva la responsabilità limitata ai soci e le azioni erano quotate nell'allora primaria Borsa di Amsterdam.

Tali organismi corporativi riconosciuti dalla common law divennero di comune applicazione alle organizzazioni imprenditoriali in Inghilterra e in Olanda quando

le *carte* furono concesse per incorporare società commerciali diventate poi società per azioni. Tali organismi attirarono un considerevole interesse pubblico "sembrò improvvisamente diventare una convinzione largamente diffusa che sottoscrivere un fondo di capitale fosse diventare ricchi" (Cooke 1950: 81). Gli eccessi speculativi seguirono rapidamente la formazione delle prime società commerciali, disilludendo gli investitori nella Compagnia olandese delle Indie Orientali nel 1609 quando trovarono il loro capitale bloccato in una società che pubblicava i suoi conti solo ogni dieci anni e che insisteva nel pagare dividendi nelle spezie (pepe, macis e noce moscata) (Frentrop 2003: 75-76). Un secolo dopo, in Inghilterra, la Compagnia del Mare del Sud, dopo un aumento euforico del prezzo delle sue azioni, scoprì di aver alimentato un boom ben al di là delle sue scorte e persuaso gli amici del governo a passare il Bubble Act del 1720. Quando questa legislazione non ha funzionato, i direttori della South Sea hanno tentato di avviare procedimenti legali per la perdita delle carte di altre società, provocando un collasso nel mercato che ha fatto esplodere la bolla speculativa e affondato la propria compagnia (Redmond 2005: 36).La conseguente riluttanza da parte del Parlamento a concedere charter per incorporazione privata, ha portato le società a costituirsi essenzialmente come società di persone, con regole derivanti dalla legge di partnership, contratti e trust (Redmond 2005: 40).

Tuttavia, il principio secondo cui le persone che gestiscono le società come responsabili degli investimenti degli altri era ormai consolidato nelle organizzazioni imprenditoriali. Fu in quel periodo che presero corpo le prime preoccupazioni riguardo alla governance aziendale. Adam Smith nel 1776 in " *The Wealth of Nations*" ha fatto un commento sul management della compagnia che

sarebbe riecheggiato attraverso i tempi: "Essendo i gestori del denaro altrui rispetto al proprio, non può beh, ci si può aspettare che debbano vegliare su di esso con la stessa ansiosa vigilanza con cui i partner di un co-partner privato sorvegliano spesso i propri...La negligenza e la profusione, quindi, devono sempre prevalere più o meno nella gestione degli affari di una società per azioni". [9]

Cominciava quindi ad avvenire la divisione tra l'assetto proprietario e quello di gestione. In realtà però tale argomento si trovò al centro del dibattito solo agli inizi del 1930 con l'avvento della Public Company Americana e con la necessità di suddividere l'assetto proprietario da chi deteneva il controllo, a causa della frammentarietà del capitale, individuando nel manager una figura specialistica in grado di governare l'impresa.
In questo contesto vennero a maturare le prime Teorie Manageriali sulla gestione d'impresa. Tra i primi studiosi a trattare tale argomento non possono non citarsi A. Berle e G. Means che agli inizi degli anni Trenta presentarono, nel volume "The Modern Corporation and Private Property"[10] i dati di un sondaggio effettuati su un campione di 200 aziende di grandi dimensioni negli Stati Uniti d'America con l'intento di appurare da chi queste venivano gestite. Essi conclusero che il controllo manageriale era la forma dominante di controllo per le grandi imprese: le profonde implicazioni di questa separazione di proprietà e controllo avevano comportato "la dissoluzione del vecchio atomo di proprietà nelle sue parti componenti, controllo e proprietà benefica" trasformando profondamente la natura del sistema economico

[9] Adam Smith, The Wealth of the Nations, pag.264-265
[10] A.Berle e G.Means "The Modern Corporation and Private Property" (1932)

americano che poteva essere definito come una specifica forma di capitalismo, *il capitalismo manageriale.*

Per Berle e Means era assiomatico che con l'aumentare del numero degli azionisti, la loro influenza sull'impresa fosse diminuita man mano che i manager professionisti ne prendevano il controllo. Poiché le corporazioni divennero i veicoli dominanti dell'economia statunitense, i loro strumenti giuridici di incorporazione riflettevano sempre più gli interessi non degli azionisti, ma dell'esecutivo che intendeva gestire la società.

La separazione tra proprietà e controllo avviene quando la proprietà delle società passa progressivamente dalla completa proprietà al controllo delle minoranze: solo quando la proprietà è ampiamente distribuita nessun interesse di minoranza è abbastanza grande da dominare gli affari della compagnia. A questo punto, anche il più grande interesse singolo rappresenta solo una piccola percentuale delle partecipazioni totali, insufficiente a porre un'irresistibile pressione sul management.

I dati di Berle e Means sul controllo delle imprese americane, negli anni Venti del secolo scorso

% delle imprese	**Quota % del capitale, detenuto dal maggiore azionista**	**Tipo di controllo**
44	0 - 20	Manageriale
23	20-50	Controllo di minoranza
5	50-80	Controllo di maggioranza
6	80-100	Controllo della proprietà
21	Vari congegni legali, come il controllo a cascata	

La tabella appena riportata mostra come gli autori basassero la loro tesi generale su dati riguardanti una variabile piuttosto semplice: la quota del capitale sociale detenute dal maggiore azionista; e su una relazione piuttosto meccanica tra i valori di questa quota ed il controllo. Il loro dato di un 44% di grandi imprese con una bassa quota del capitale detenuta dall'azionista principale e la loro interpretazione di questo dato come un'indicazione di controllo manageriale era nondimeno significativo di una nuova realtà nel controllo delle grandi imprese statunitensi di quel tempo.

La tesi di Berle e Means fu ripresa qualche anno dopo da Learn (1963) il quale, proprio sulla base dei dati emersi dalla ricerca dei suoi antecedenti, evidenziò come in presenza di un azionariato molto frammentato era necessario dividere la proprietà

dalla gestione in quanto in presenza di un azionista di maggioranza il controllo dell'azienda sarebbe stato sbilanciato.

In effetti tale tesi era già stata avanzata nel Quaranta dalla statunitense Security and Exchange Commission, la quale osservò che il controllo di una quota molto bassa del capitale sociale, insieme ad una presenza dei proprietari nel Consiglio d'amministrazione della società, era sufficiente a garantirne il controllo.

Quindi proprio per tale motivo si giunge alla necessità di creare un meccanismo di tutela degli azionisti.

Viene a crearsi il così detto *market for corporate control*.

Il primo a descriverne il funzionamento fu H.G.Manne [11]:

"The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently. And the potential return from the successful takeover and revitalization of a poorly run company can be enormous."

Vale a dire che in un sistema economico in cui lo stock di voto (azioni) della società sono pubblicamente comprate e vendute attraverso il meccanismo di una borsa valori, il termine "mercato del controllo societario" si riferisce al processo

[11] H. G. Manne, 1965, Mergers And The Market For Corporate Control. George Washington University Law School.

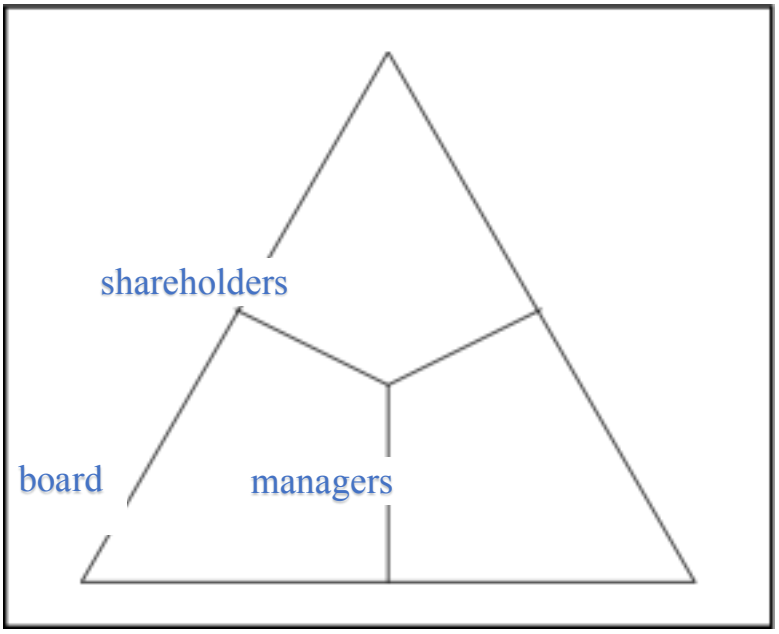
attraverso il quale la proprietà e il controllo delle imprese è trasferita da un gruppo degli investitori e dei manager ad un altro.

Punto di snodo è rappresentato dagli anni Novanta, momento in cui la Corporate Governance comincia ad avere una valenza più internazionale.
Il sistema Occidentale diventa un punto di riferimento per l'economia mondiale, l'economia di mercato diventa il principale modello e vengono sancite una serie di regole che rientrano nelle così dette "Best Practice" per tutelare gli azionisti di minoranza all'interno delle imprese.

La Corporate Governance diviene nella spiegazione di Monks e Minow, "l'insieme delle relazioni tra board of directors, owners e managers"[12] (struttura sintetizzata in Fig.2) suddividendo l'impresa in tre macro-categorie: il board aziendale, i manager e gli azionisti. Gli stessi autori evidenziano come *"Every strategy, [...] ,every acquisition and divestiture, every decision about asset allocation, finance, joint ventures [...] and community relations is determined by some part of the system of corporate governance"* (Monk e Minow, ibid., p.xviii) .

[12] Monk e Minow, 2004; si veda Pugliese, 2008;

Figura 2. Definizione di Corporate Governance di Monks e Minow



1.2 Shareholder theory e Stakeholder theory

La separazione dei ruoli tra proprietà e controllo, fisiologica conseguenza dello sviluppo dimensionale, è stata da sempre il fulcro di tutta la letteratura riguardante la corporate governance.

Il dibattito continuo fra gli studiosi e i sostenitori di quella o quell'alta tesi mettono in luce come sia di fondamentale importanza definire non solo il perimetro degli organi societari e i meccanismi – aziendali e istituzionali –che contribuiscono al governo dell'impresa ma anche l'ampiezza e la varietà dei soggetti e degli interessi che devono tutelare tali meccanismi.

Nella sua forma primigenia la concezione di corporate governance era alquanto ristretta, la stessa riguardando i meccanismi di governo interni all'impresa e considera esclusivamente gli interessi dei portatori dei capitali di rischio (shareholders). Le istanze avanzate dagli altri portatori di interessi (stakeholder) sono considerati essenzialmente come dei vincoli esterni all'azione aziendale [13].
La concezione allargata di governance, invece, ha ampliato il suo spettro a tutti i soggetti che a vario titolo sono interessati alle sorti aziendali e a tutti i meccanismi che ne condizionano il governo e la capacità di creare valore. In questa accezione l'attività si connota per la naturale concorrenza alla creazione del valore da parte di diverse categorie di soggetti i quali esigono adeguate ricompense per il contributo dato. Gli interessi degli stakeholder devono essere, dunque, contemperati da parte della governance che deve essere in grado di limitare eventuali comportamenti opportunistici dei soggetti che esercitano il controllo.

Di tutte le teorie manageriali apparse nell'ultimo mezzo secolo, la teoria della massimizzazione del valore dell'azionista è certamente quella che ha maggiormente influenzato la gestione d'impresa e il comportamento del management. A partire dalla seconda metà degli anni '70, le decisioni di investimento, le strategie aziendali e i piani di remunerazione del management sono stati fortemente condizionati dall'obiettivo di creare valore per l'azionista.
La teoria della shareholder trova la sua esplicita consacrazione in un articolo pubblicato nel 1970 dal premio Nobel Milton Friedman. Secondo le sue stesse parole:" "there is one and only one social responsibility of business - to use its

[13] Luigi Lepore, Corporate Governane and shareholder protection, Fanco Angeli 2017.

resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud. …" Friedman presentava così ciò che considerava come una descrizione incontestabile della relazione esistente tra tutti i proprietari di imprese, compresi gli azionisti, e quelle persone che sono pagate per gestire l'attività: "In un sistema di proprietà privata, un dirigente aziendale è un dipendente dei proprietari dell'azienda. ha una responsabilità diretta nei confronti dei suoi datori di lavoro, che è quella di condurre l'attività in accordo con i loro desideri, che in genere saranno quelli di fare più denaro possibile mentre si conformano alle regole di base della società, sia quelle incorporate nella legge che quelle incorporate in costume etico"[14].

Quasi a di un quarto di secolo la difesa e lo spirito di Friedman dei doveri dei manager verso gli azionisti vivono nei concetti - e nelle metafore - che continuano a dominare la legge del governo societario. Punto focale di tale teoria sono, dunque, gli azionisti, i loro interessi e la crescita dell'impresa per la creazione di valore. Secondo M: Friedman infatti la governance dell'impresa deve essere orientata all'accrescimento del valore degli investimenti di essa; così facendo, come conseguenza diretta di questo assetto organizzativo, verrebbero anche tutelati gli interessi degli stakeholder.

In contrapposizione a tale lettura, nel corso degli anni '90 si è andata affermando una nuova teoria che allarga la propria attenzione a tutti i corpi interessati alla gestione dell'azienda vista la crescente richiesta, da parte di un'ampia base di gruppi

[14] Milton Friedman,The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. NYT 1970

di elettori di affari inclusi clienti, azionisti istituzionali, attivisti ambientali e sociali, accademici, regolatori governativi, organizzazioni non governative e imprese stesse per le multinazionali ad agire responsabilmente verso l'ambiente e verso tutte le persone colpite dalla corporation (stakeholder). I sostenitori della teoria delle parti interessate comprendono la teoria degli stakeholder come una sfida aperta alla prevalente teoria economica neoclassica dell'azienda La necessità di tutelare le istanze di tutti di tutti i portatori di interessi, nasce proprio dai potenziali comportamenti opportunistici di chi esercita il governo dell'azienda, che sia il managment o l'azionista di maggioranza, a danno delle altre categorie di *stakeholder*. Da qui è nata l'idea di una corporate governance in grado di monitorare i comportamenti dei managers garantendo al contempo il soddisfacimento di tutte le istanze che convergono nel sistema impresa.

La tradizione di ricerca delle parti interessate ha iniziato a svolgersi sulla scia del libro, Strategic Management. Un Approccio delle parti interessate di R. Edward Freeman che nel 1988 insieme a William Evan, in un articolo dal titolo "*A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism"*[15], formula una teoria dell'impresa secondo il principio kantiano del "rispetto delle persone", secondo cui devono essere trattate come fini in sé e non soltanto come mezzi per qualche fine e di conseguenza i manager hanno un "rapporto fiduciario" verso una ampia serie di stakeholders dell'impresa che sono dunque trattati

[15] Edward Freeman, William Evan"A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism", Beauchamp, T. and Bowie, N. (eds.),1988

come soggetti morali titolari di diritti. Evan e Freeman ricavarono due principi per il management:

- "l'impresa deve essere gestita per il bene dei suoi stakeholders: consumatori, fornitori, proprietari, dipendenti, e comunità. I diritti di questi gruppi devono essere garantiti, e, inoltre, tali gruppi devono partecipare alle decisioni che in modo significativo toccano il loro benessere";
- "il management intrattiene un rapporto fiduciario con gli stakeholders e con la corporation come entità astratta. Esso deve agire nell'interesse degli stakeholders in qualità di loro agente, e nell'interesse della corporation per assicurarne la sopravvivenza, salvaguardando gli interessi di lungo termine di ogni gruppo".

Il primo Principio detto anche Principio di Legittimità Aziendale, ridefinisce lo scopo dell'impresa e implica la legittimità delle pretese degli stakeholders su di essa. Il secondo Principio, o Principio Fiduciario, definisce il dovere del management di riconoscere le pretese legittime degli stakeholders sull'impresa. La sfida etica per il management consiste perciò nel cercare di soddisfare le pretese legittime avanzate da una varietà di stakeholders dell'impresa, che include, naturalmente, anche i proprietari. Secondo tale teoria i proprietari non "possiedono" l'impresa, ma il loro sostegno è necessario alla sua sopravvivenza e il management

deve mantenere in equilibrio le relazioni tra tutti i gruppi di stakeholders, coordinando e massimizzando gli interessi di tutti.[16]

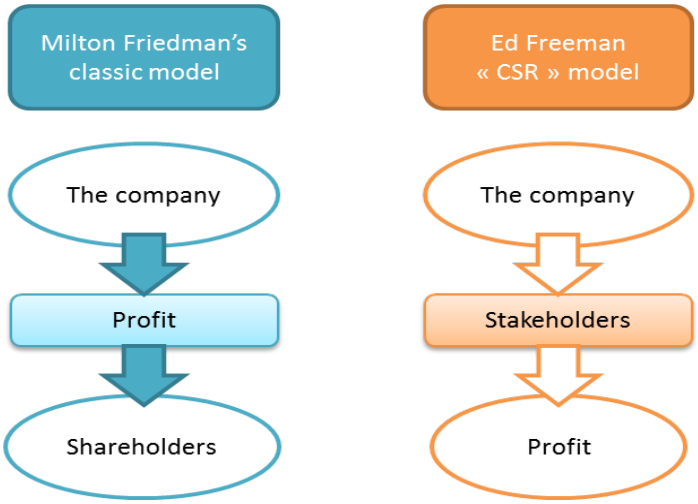
Esistono quindi due teorie contrastanti circa l'obbiettivo della governance. La teoria del valore degli azionisti (*shareholder theory*) definisce lo scopo dell'impresa come la massimizzazione dei rendimenti finanziari per gli azionisti; questa rappresenta risulta ad oggi essere la visione prevalente soprattutto nella public company americana. Su un diverso versante si posiziona la teoria degli stakeholder (Stakeholder theory), teoria dominante sposata nel campo della responsabilità sociale delle imprese di cui il massimo esempio ne è l'industria tedesca. Tale teoria postula l'idea che le organizzazioni imprenditoriali dipendono dalle parti interessate per il successo, e le parti interessate hanno qualche partecipazione nell'organizzazione. Tale teoria suggerisce che il fine ultimo della società è quello di servire interessi sociali più ampi oltre la creazione di valore economico solo per gli azionisti.

"Though lively, this debate is typically carried out in either/or terms. Either the purpose of a corporation to maximize shareholder value or it is to provide some larger service to society "(Merton, 1976) 17.

[16] E. D'Orazio, *Responsabilità sociale ed etica d'impresa*, POLITEIA, XIX, 72, 2003. ISSN 1128-2401.

[17] Robert Merton, Journal of Financial Economics 3 (1976)

Figura 3. Shareholder vs Stakeholder Approach



Una recente evoluzione di tali teorie è rappresentata dal concetto di Valore Condiviso o Shared Value, per il quale non può che rimandarsi al lavoro di Porter e Kramer[18].

Il valore condiviso si rifà ai principi alla base della Responsabilità Sociale d'Impresa e sistematizza quanto è stato sviluppato dalla teoria e dalla pratica, contestualizzando il tema della sostenibilità sociale e ambientale a un livello strategico con impatti fino alla reale bottom line di business. In generale si ritiene che la ridefinizione degli obiettivi aziendali in termini di creazione di "valore condiviso" permetta di generare valore economico producendo al contempo valore

[18] Porter M., Kramer, M.R., 2011, Creating Shared value, Harvard Business Review.

per la società. L'approccio descritto rende possibile la realizzazione di una convergenza tra il successo dell'azienda e il progresso sociale.

Figura 4. La figura degli Shareholder e Stakeholder Primari

Freeman, 1984	Clarkson, 1995
Stakeholder primari Gli stakeholder primari, ovvero gli stakeholder in senso stretto, sono tutti quegli individui e gruppi ben identificabili da cui l'impresa dipende per la sua sopravvivenza: azionisti, dipendenti, clienti, fornitori, e agenzie governative. Stakeholder in senso più ampio In senso più ampio stakeholder è ogni individuo ben identificabile che può influenzare o essere influenzato dall'attività dell'organizzazione in termini di prodotti, politiche e processi lavorativi. In questo più ampio significato, gruppi d'interesse	Stakeholder primari Gli stakeholders primari sono quelli senza la cui continua partecipazione l'impresa non può sopravvivere come complesso funzionante; tipicamente gli azionisti, gli investitori, i dipendenti, i clienti e i fornitori, ma anche i governi e le comunità che forniscono le infrastrutture, i mercati, le leggi e i regolamenti; Stakeholder secondari Gli stakeholders secondari che comprendono coloro che non sono essenziali per la sopravvivenza di un'azienda e che non esercitano un'influenza diretta sull'impresa stessa; sono compresi quindi individui e gruppi che, pur non avendo rapporti diretti con essa

1.3 Teoria dell'agenzia

Fondamento teorico

Nel tempo gli economisti hanno sviluppato varie teorie volte alla alla comprensione dei meccanismi intrinsechi alla corporate governance stessa e alle modalità di attribuzione di compiti e responsabilità.

Tra di esse, probabilmente, quella ha riscosso un maggior successo è stata la Agency Theory o Teoria dell'Agenzia, avanzata per la prima volta nel 1989 da Eisenhardt .[19]

2.2.2 Funzionamento

Nella teoria dell'agenzia vi sono due attori: il *principal* (azionista) e l'*agent* (il manager).

Questa parte quindi dall'assunto che una parte (il principal) delega lavori all'altra parte (agent) che svolge tali mansioni; ora il fondamento teorico di tale teoria è che il trasferimento di risorse dal principal all'agent consenta al primo di avere determinati diritti sul lavoro svolto da quest'ultimo.

Al contempo però la delega delle mansioni "*day to day*" rende l'agent in grado di prendere decisioni in modo autonomo che vadano però a impattare sul principal. Se il raggiungimento degli obbiettivi massimizza l'utilità di entrambi (principal e agent) allora non vi sarà nessun problema.

[19] KM Eisenhardt, Agency Theory Academy of Management Review, 1989, Vol. 14, No. 1, 57-74. Agency Theory: An Assessment and Review. Stanford University.

Il problema sorge nel momento in cui il raggiungimento degli obbiettivi massimizza esclusivamente l'utilità del delegato (agent) in tal caso si manifestano dei problemi di agenzia, il quale può rivelarsi in termini di costi compromettendo l'efficienza dell'impresa e quindi la conseguente creazione di valore.

Figura 5. I rapporti tra Principal e Agent (Fonte: Tricker, 2012)

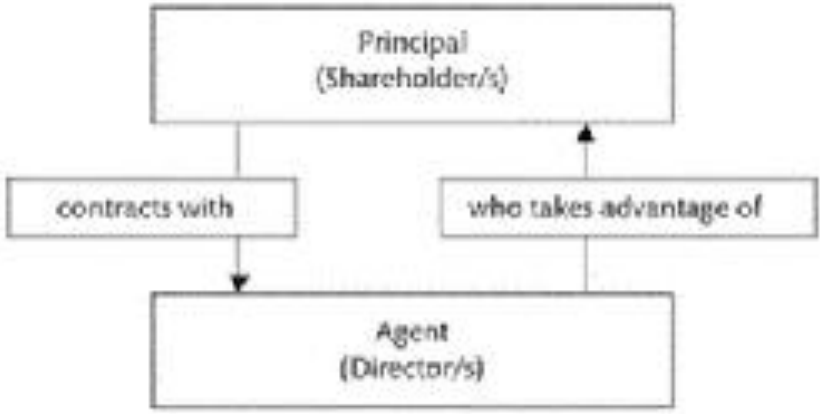


Figure 3.1 The governance relationship

Tale problematica è stata anche individuata da E. Fama e M. Jensen che fanno riferimento al concetto di *"Separation of ownership and control* "[20] .

[20] By Eugene Fama and Michael Jensen; Separation of Ownership and Control. ... Journal of Law and Economics, 1983, vol. 26, issue 2, 301-25. 1983

Secondo Fama e Jensen i manager sono risk – seeking in quanto non la conseguenza delle loro azioni non ricadono su di essi, ma direttamente sui principal, in quanto proprietari dei capitali investiti.

Generalmente si tende ad individuare due problemi di agenzia: tipo 1 e tipo 2.

Tipo 1

A. Il problema di agenzia di tipo 1 è tipico di quelle imprese con un azionariato molto frammentato, in cui la separazione tra principal e agent è molto marcata.

   Si parla di problema di agenzia di tipo 1 quando vi è un sostanziale disallineamento tra gli interesse del principal e gli interessi dell'agent, che generalmente è dovuto agli obbiettivi e alle priorità diverse.

B. Il problema si focalizza sul controllo, in quanto per il principal è difficile verificare l'operato dell'agent, questo comporta dei costi chiamati "costi di agenzia"

C. Ulteriore problema si presenta quando agent e principal hanno una propensione al rischio differente, quindi in base al diverso livello di rischio entrambi agirebbero con azioni diverse.

Tipo 2n

Il problema di agenzia di tipo 2 invece è caratteristico di quelle imprese in cui il principale azionista è anche amministratore dell'impresa.

In tal caso può accadere che tale soggetto, dotato di uno strapotere rispetto agli azionisti di minoranza, possa indirizzare parte delle ricchezze generate dall'azienda per scopi personali.
Gli studi che si sono soffermati sui problemi di agenzia, hanno individuato la soluzione a tali problemi, attraverso dei contratti che possa allineare gli interessi dei principal a quelli degli agent.
Due sono i contratti principali:

1. Outcome based contracts → che si focalizzano sull'operato dell'agent
2. Behaviour based contracts → che vengono definiti in base ai comportamenti tenuti dall'agent.

Questi contratti dovrebbero essere utili ad eliminare i comportamenti di quello che Donaldson e Davis (1991)[21] descrivono come l'uomo simbolo della teoria dell'agenzia come "self-interested", individualista, puro calcolatore – e massimizzatore – di costi e benefici (è evidente, in questo senso l'influenza di McGregor 1960).

Sempre Fama e Jensen si concentrano, poi, sull'analisi dei possibili meccanismi da azionare al fine di superare i problemi di agenzia. Analizzano infatti in modo preciso e puntuale la struttura dei processi decisionali, individuando 4 fasi distinte:

1. Iniziazione: la prima fase in cui vi è la proposta di un piano d'azione
2. La ratifica: momento dell'approvazione di tale piano d'azione

[21] Donaldson, L. and Davis, J. (1991) Stewardship Theory or Agency Theory. Australian Journal of Management, 16, 49-64.

3. L'implementazione: la messa in atto del piano d'azione
4. Il controllo, dei risultati

Questi quattro punti possono essere a loro volta suddivisi in ulteriore due fasi:

- i primi due appartengono alla categoria "*decision management*",
- gli altri due in "decision control", tale suddivisione appare necessaria per Fama e Jensen in quanto in una condizione di decisioni assunte da azionisti che non sopportano il rischio d'impresa non vi è il pericolo che questi si espongano alla discrezionalità dei manager.

In conclusione, la teoria dell'agenzia tende a individuare meccanismi volti ad un graduale, allineamento degli interessi degli agent a quello degli azionisti (*principal*), attraverso azioni collegate all'incremento del valore delle azioni: più le azioni acquistano valore, più alto sarà il compenso dell'agent. La massimizzazione del valore per gli azionisti (l'apprezzamento del valore azionario) premia contemporaneamente, e spesso in misura sproporzionata, anche il management che, quindi, ha più interesse a perseguire questo più di altri obiettivi di lungo termine. Il manager sarà, dunque, spinto a perseguire l'obbiettivo degli azionisti nell'accrescimento del valore dell'impresa, così facendo (si pensi alla pratica del *buy back*) ripagherà gli azionisti e al tempo stesso il suo compenso crescerà, a scapito di investimenti con ritorni più dilazionati nel tempo.

Capitolo 2

I modelli di Corporate Governance

2.1. *Influenza del regime giuridico dominante: differenza tra Paesi common law e Paesi civil law*

2.2. *Outsider e Insider system*

2.3. La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

In un contesto di competizione globale, il tema della corporate governance deve tener conto dei continui cambiamenti: le tendenze verso una maggiore internazionalizzazione derivanti dal processo di globalizzazione stanno, infatti, mutando in modo radicale le tipologie di capitalismo. La liberalizzazione commerciale e dei movimenti di capitali ha ridotto l'efficacia delle politiche economiche nazionali ed ha contribuito ad aumentare la concorrenza oligopolistica, imponendo regole più uniformi di performance alle imprese, spingendole a continue forme di ristrutturazione, di riconversione e di concentrazione, rese difficoltose dai differenti modelli culturali ed organizzativi [22]. In modo più indiretto anche gli Stati e le pubbliche amministrazioni sono stati sottoposti ad una crescente pressione competitiva.

[22] 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". A loro si deve 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. La Porta ed al.,Law and Finance, Journal of Political Economy, Vol.106,1998

Il crollo dell'Unione sovietica e dell'Est Europa da una parte, l'allargamento dell'Unione Europea dall'altra, nonché la crescita di economie quali Cina, India e Brasile se da un lato hanno contribuito a rendere meno distanti alcune caratteristiche dei vari sistemi anche quando l'eredità storica ed il tessuto istituzionale siano ancora differenziati, dall'altro hanno fatto vacillare la convinzione che lo sviluppo economico si leghi in modo indissolubile alla presenza di regole giuridiche ben definite, orientate ad un modello di governance corrispondente a quello anglo-americano. Un esempio di come le previsioni gius-economiche siano state clamorosamente smentite è offerto dal caso cinese, in cui il tumultuoso sviluppo economico degli ultimi anni non sembra legarsi ad un adeguato sostrato di riforme. Ciò 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.

Tuttavia si è ancora ben lontani dall'adottare modelli tendenzialmente omogenei 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.

Nel presente capitolo ci si pone, dunque, la finalità di:

- analizzare il quadro normativo di riferimento
- Analizzare le caratteristiche specifiche di ciascun modello con lo scopo di individuare eventuali fattori di criticità o di forza di ciascun modello.

2.1. Regime giuridico dominante: differenza tra Paesi Common law e Paesi Civil law

Common law e *Civil Law* sono due tipologie di ordinamento giuridico diverse per origini, struttura e ripartizione delle funzioni fra i poteri dello stato e, soprattutto, per i ruoli che nei due sistemi assumono la legge scritta e le decisioni della giurisprudenza in relazione ai casi.

Il modello di Civil Law, che costituisce quello più diffuso al mondo, si fonda sul diritto scritto e sul ruolo determinante della legge dal momento che i principi fondanti di questo sistema vengono codificati. Il modello riconosce, dunque, il ruolo preminente della legge, la cui natura è generale ed astratta: essa non analizza il caso concreto ma regolamenta ipotesi generali dalle quali dovranno essere estrapolate le singole fattispecie particolari.

Il Common law, si basa, contrariamente al Civil law, sulle decisioni riferite al caso concreto e le sentenze hanno natura vincolante per quanto riguarda i casi futuri a venire [23].

Le origini dei due diversi sistemi legali giocano un ruolo molto importante nello spiegare la genesi di norme, istituzioni e performance economica dei diversi paesi. La letteratura parte dalle due grandi famiglie della common law anglosassone e della civil law che, a partire dal diritto romano, ha generato le tre famiglie del diritto francese, tedesco e scandinavo. La *common law* nasce dal desiderio dei mercati e

[23] Graff M, Law and Finance, Common Law and Civil Law Countries Compared: An Empirical Critique, Economica, Vol. 75,2008

dell'aristocrazia terriera inglese di limitare il prepotere della corona britannica, la *civil law* nella sua declinazione moderna più importante, quella francese, dall'intento di Napoleone di usare il potere statuale per realizzare la propria rivoluzione amministrativa evitando che il potere giudiziario potesse interferire in essa.
Le due scuole si rifanno a due diverse concezioni di libertà. Una libertà prevalentemente "da" e "di", volta ad aumentare l'autonomia dei soggetti non orientata ad un fine per la common law e una libertà "per" che subordina il diritto ad una finalità sociale per la Civil law.

Nella categoria di paesi fondati sul Common Law, in assenza di una legge codificata (la fonte di diritto predominante è la giurisprudenza) sono gli stessi Organismi di Vigilanza dei mercati finanziari a predisporre raccomandazioni vincolanti per la quotazione dei titoli azionari. Questo regime è tipico dei Paesi anglosassoni, ovvero della Gran Bretagna e delle sue ex colonie come USA, Canada, India e Oceania. Essi sono caratterizzati da un ampio ricorso al mercato finanziario e dalla prevalenza delle grandi public companies, in cui vi è il problema della separazione tra proprietà e controllo.

Invece nei Paesi in cui è diffuso il Civil law la legge codificata 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; tale regime è seguito dai paesi dell'Europa continentale e dalle ex colonie europee, quindi dalla maggior parte dell'America Latina.

In altri termini possiamo affermare che nei paesi a common law – ossia nel mondo anglosassone – si assiste ad una forte presa di posizione degli organismi che vigilano sulle borse valori, i quali cercano di preservarne l'affidabilità stabilendo rigide condizioni (di amministrazione controllo, nonché di comunicazione esterna) che le imprese devono rispettare per essere ammesse alla quotazione. Solo in un secondo momento queste regole vengono riconosciute ed imposte anche dal legislatore. Viceversa, nei paesi a civil law è prevalentemente la legge che orienta e vincola le strutture e i processi di governo, concentrandosi anch'essa sulle grandi imprese. La regolamentazione pubblica si inserisce però in un contesto assai più rigido e chiuso, dove la proprietà del capitale di rischio si trasferisce essenzialmente per mezzo di accordi più che sul mercato; nel caso di società quotate, in genere la legge prevede specifiche operazioni e procedure affinché non vengano violati gli interessi degli azionisti di minoranza e degli altri stakeholder[24].

Il differente peso dei mercati finanziari porta a distinguere dunque tra due realtà: a fronte del comune bisogno di una regolamentazione tesa a garantire la correttezza complessiva delle transazioni, l'intervento di soggetti privati o pubblici più o meno intenso per delineare il miglior assetto di governance delle imprese. In altri termini, la differenza principale tra i due regimi risiede nel diverso peso esercitato dal mercato finanziario che comporta un diverso grado di intervento delle autorità

[24] Con riferimento alla tutela delle minoranze in caso di acquisizione del controllo da parte di un soggetto, per il contesto italiano si ricorda la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, prevista dal Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98, cosiddetta legge Draghi). Più precisamente, il provvedimento normativo ha introdotto la regolamentazione dell'istituto in oggetto ma ha lasciato ampi poteri alla Consob per la definizione delle disposizioni attuative dello stesso (art. 103): in altri termini, si ravvisa la prevalenza della legge sulla regolamentazione emanata dall'organismo di vigilanza sul mercato, come è tipico dei paesi a civil law.

pubbliche e degli organismi di vigilanza: *la regolamentazione sarà maggiormente presente nei Paesi in cui il mercato finanziario è meno attivo e non può garantire le dovute tutele* [25].

Ne consegue che il rapporto con l'attività economica delle due culture giuridiche è profondamente diverso. Nella tradizione della common law si accompagnano prevalentemente le dinamiche del mercato mentre la civil law ha un approccio molto più *dirigista*. Il rischio della prima è dunque di produrre effetti negativi sul benessere della collettività tutte le volte che il mercato fallisce mentre il rischio della seconda è quello dello statalismo e dei suoi abusi.

Parimenti diversa è la risposta che queste due culture hanno dato alla crisi finanziaria globale. Le considerazioni principali sembrano essere tre.

L'approccio anglosassone orientato alla common law ha avuto troppa fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati finanziari e nella capacità di ridurre progressivamente i limiti all'indebitamento e alla commistione tra banca commerciale e banca d'affari. Tuttavia i mercati lasciati a loro stessi tendono all'oligopolio: nascono così i "mostri" delle banche troppo grandi per fallire, eredità imbarazzante che i regolatori e gli stati non riescono oggi a gestire.

Per contro l'intervento emergenziale all'apice della crisi anglosassone, sempre orientato dalla cultura della common law, è stato più tempistico ed efficace mentre

[25] Con riferimento alla tutela delle minoranze in caso di acquisizione del controllo da parte di un soggetto, per il contesto italiano si ricorda la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, prevista dal Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98, cosiddetta legge Draghi). Più precisamente, il provvedimento normativo ha introdotto la regolamentazione dell'istituto in oggetto ma ha lasciato ampi poteri alla Consob per la definizione delle disposizioni attuative dello stesso (art. 103): in altri termini, si ravvisa la prevalenza della legge sulla regolamentazione emanata dall'organismo di vigilanza sul mercato, come è tipico dei paesi a civil law.

quella nei paesi di tradizione di Civil law è sembrata molto più lenta e macchinosa anche se in alcuni paesi come la stessa Italia la tradizione meno orientata alla protezione degli azionisti e del mercato ci ha consegnato un sistema bancario meno dinamico ma più stabile.
Ulteriore considerazione è che il tempestivo intervento emergenziale anglosassone è stato per certi versi superficiale e non ha di fatto risolto i problemi strutturali che erano all'origine della crisi. Bisognava avere il coraggio di smembrare le banche tropo grandi per fallire, ristabilire limiti veri all'indebitamento, eliminare gli incentivi perversi sui bonus e stock options che spingono traders e managers a prendere rischi sconsiderati a spese dei contribuenti.

La via d'uscita potrebbe essere è un mix tra una riforma significativa del modello di banca, più orientata alla tradizione della civil law, più portato per sua natura a fornire credito all'economia reale e la pragmaticità e capacità anglosassone di individuare nuovi canali di finanziamento non bancari sui mercati finanziari per le imprese evitando gli azzardi speculativi che hanno portato alla grande crisi.

2.2. Outsider e Insider system

Tutti i sistemi di corporate governance sono volti a promuovere l'integrità della gestione e la generazione di valore per gli stakeholder, secondo il vario combinarsi degli assetti di direzione e di controllo. Come abbiamo visto numerosi sono i fattori economici, storici e legati alla tradizione giuridica che concorrono a determinare la concreta struttura dei sistemi nei diversi paesi, dando luogo alle specificità di ogni sistema.

Alle differenze già evidenziate nei precedenti paragrafi occorre aggiungere alcune considerazioni circa:

1. il ruolo svolto dalle banche nel sistema economico
2. il rapporto tra i prestatori di lavoro e l'impresa
3. modalità di interazione tra gli organi di gestione e di controllo e tra la proprietà e il management.

Il ruolo svolto dalle banche nel sistema economico determina considerevoli a differenze tra i sistemi di direzione e controllo delle imprese: in alcuni paesi (Germania, Giappone) le banche hanno in effetti assunto una funzione decisiva per superare le gravi crisi industriali connesse alle guerre del Novecento, appoggiando la ripresa e lo sviluppo delle imprese non finanziarie. Da allora esse partecipano direttamente alla formulazione delle strategie, poiché fanno parte dei consigli di amministrazione in qualità di azionisti permanenti, detentori di una parte considerevole del capitale di rischio; contemporaneamente, però, prestano anche ingenti risorse all'azienda, indossando la duplice veste di soci e creditori. Poiché, di fatto, gli istituti bancari tendono a tutelare maggiormente le attese maturate come finanziatori esterni rispetto a quelle vantate come proprietari, si delinea un modello di governance contraddistinto dalla ricerca di collaborazione tra grandi azionisti e grandi finanziatori.

Un ulteriore aspetto che determina le caratterizzazioni nazionali dei sistemi di governance riguarda il rapporto tra i prestatori di lavoro e l'impresa, per quanto attiene all'apertura degli organi istituzionali nei confronti di soggetti che non rappresentano la proprietà. A tale proposito l'esempio più significativo è fornito ancora dalla realtà tedesca, nella quale i rappresentanti dei dipendenti siedono nel

consiglio di sorveglianza, ovvero l'organo che nomina e controlla l'operato degli amministratori

Infine, le differenze tra i sistemi di governance discendono dalle modalità di interazione tra gli organi di gestione e di controllo e dalla distanza che viene creata tra la proprietà e il management. Infatti, se quest'ultimo non è posto sotto l'influenza diretta degli azionisti di maggioranza, bensì è indirizzato e controllato da un consiglio di amministrazione o da un organo di vigilanza capace di mediare tra tutti gli interessi confluenti in azienda, è assai più probabile che si possa arrivare ad un'equa composizione delle attese.

L'insieme dei fattori sin qui evidenziati permettono di classificare i sistemi di corporate governance secondo:

- *Capacità di attrazione da parte dei mercati finanziari*; tale situazione è maggiormente presente nei paesi anglosassoni dove troviamo problemi di agenzia per la netta separazione tra proprietà e controllo; non si riesce mai a creare una maggioranza stabile poiché le risorse transitano e vengono negoziate celermente nel mercato seguendo l'andamento dei prezzi.
- *Dipendenza dal settore bancario* [26]. Risulta maggiormente accentuata nei paesi di Civil law caratterizzati da un mercato finanziario poco sviluppato,

[26] 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.

comportando una ricerca continua di collaborazione tra azionisti e grandi finanziatori.

- *Livello di tutela degli azionisti* [27]: è decisamente elevato nelle grandi public companies tipiche dei paesi anglosassoni in cui gli investitori risultano motivati e sollecitati a detenere azioni.
- *Co-gestione aziendale,* ovvero partecipazione attiva dei lavoratori alla gestione e al controllo dell'impresa (tipica della realtà tedesca)
- C*onflitto di interessi tra proprietà e management* (modalità di interazione tra organi di gestione e controllo).

Sulla base degli elementi sopra esposti, possiamo affermare che due sono i modelli di capitalismo di riferimento:

- i sistemi *market oriented*, altrimenti detti *outsider model* (tipici della realtà anglosassone: nord America e Gran Bretagna), fortemente orientati al mercato del capitale di rischio, dove l'influenza maggiore sulle decisioni rilevanti per l'impresa è rimessa nelle mani di soggetti che sono a contatto diretto con la gestione, con imprese a proprietà azionaria diffusa e rischi elevati di conflitti di interesse fra azionisti e manager,
-

i sistemi *relationship oriented* (caratterizzanti l'Europa centrale – modello renano – ed il Giappone), o *insider model* (capitalismo renano), orientati al ruolo degli

[27] 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.

intermediari ed incentrati sulle risorse messe a disposizione dagli azionisti o dal sistema bancario. In questi sistemi prevalgono strutture proprietarie ristrette (network oriented) o chiuse (bank oriented) e le decisioni spettano a soggetti che conoscono approfonditamente il business, con imprese ad azionariato stabile e potenziali conflitti di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, nonché fra azionisti e finanziatori.

La distinzione tra *l'outsider system e l'insider system* dipende *dal tipo di monitoraggio* al quale sono sottoposti i dirigenti: monitoraggio "esterno" realizzato dal mercato o monitoraggio "interno" ad opera dei principali portatori di interessi[28]. La distinzione tra sistemi outsider e insider deriva, cioè, dal riconoscimento che il controllo sulla gestione delle aziende e sul raggiungimento di obiettivi soddisfacenti può avvenire per effetto dell'efficiente funzionamento del mercato dei capitali, e dunque dall'esterno, oppure dall'interno, ad opera dei soggetti interessati a mantenere relazioni durevoli con l'impresa.

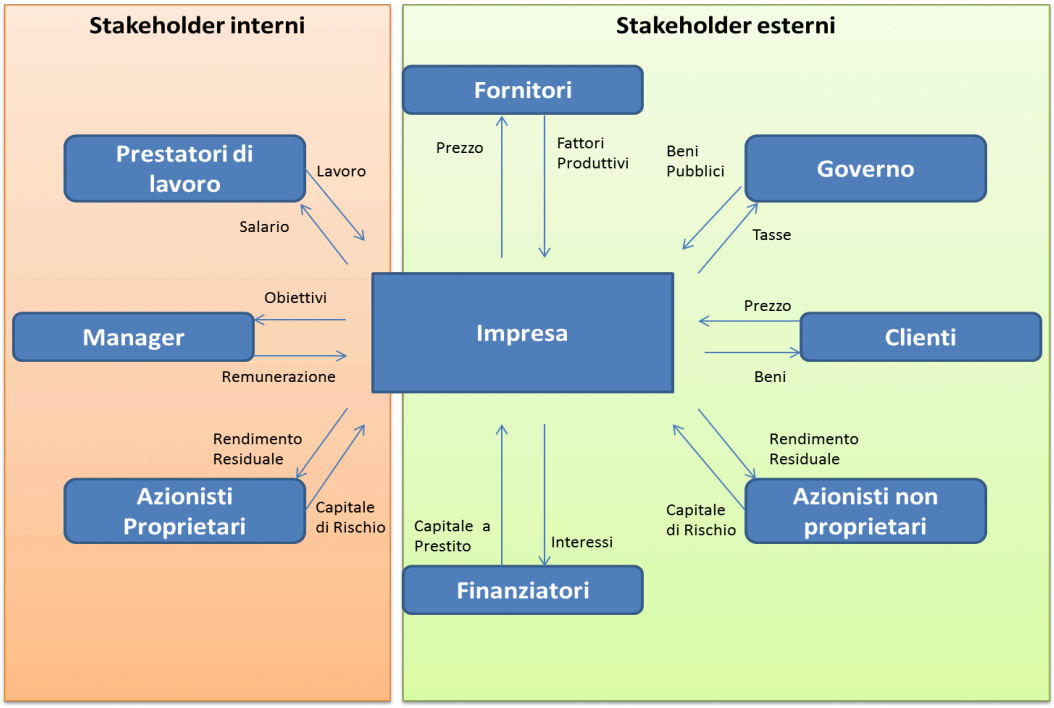
[28] In letteratura, la classificazione in oggetto viene spesso spiegata anche in relazione alle forme di finanziamento prevalentemente adottate dalle imprese: nei sistemi di tipo outsider domina il ricorso al mercato azionario, mentre in quelli di tipo insider le imprese sono fortemente indebitate nei confronti del sistema bancario. Scrive ad esempio Moro Visconti: «Una fondamentale distinzione deve anzitutto essere fatta tra modelli ancorati o, rispettivamente, non baricentrati, sul mercato dei capitali. […] L'outsider system ha il suo perno su un sistema di finanziamento a titolo di capitale di debito e di rischio rappresentato dal mercato dei capitali, con azionisti frammentati e maggioranze instabili; […] l'insider system è incentrato su un sistema di finanziamento non orientato al mercato, in cui prevalgono gli azionisti di riferimento […], che assicurano un controllo stabile e sono collegati a finanziatori tipicamente rappresentati da banche». Moro Visconti R. (2000), "Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore", in Tarallo P. (a cura di), Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore, FrancoAngeli, Milano, p. 50.

Obiettivo principale in entrambi i sistemi è 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 [29]. Le imprese, dunque, devono rappresentare un'organizzazione di interessi che fonda la propria attività sull'obiettivo comune di produzione reale di valore.

[29] Marco Zenobio, I modelli di capitalismo, n.1304, Università Sacro Cuore Milano

Figura 1 Le relazioni tra impresa e Stakeholder, suddivisi tra interni ed esterni all'impresa.



L'*outsider system*, è definito anche *market-oriented system* in quanto ha validità in presenza di un elevato numero di grandi imprese quotate, a proprietà altamente frazionata e diffusa.

In tale tipo di sistema è facile il verificarsi di conflitto di interessi tra gli azionisti e il management [30]: le due categorie, infatti, tendono a non coincidere, perché gli

[30] Secondo Forestieri, la caratteristica principale dell'outsider system consiste proprio nell'assunto che un mercato dei capitali efficiente sia il meccanismo migliore per risolvere il conflitto di interessi tra azionisti e manager, a patto che l'assetto di controllo, ossia la proprietà, dell'impresa sia contendibile. Si veda al riguardo Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano, Etaslibri, Milano, p. 8.

investitori non sono interessati all'azienda se non per quanto concerne la sua redditività e la conseguente capacità di distribuire dividendi [31]e non sono disposti a supportare il costo dei controlli, che è eccessivo rispetto al beneficio (free rider) [32], di conseguenza i manager hanno forte potere discrezionale potendo avere accesso direttamente alle informazioni aziendali (problema di agenzia)[33]. In sostanza, il controllo del management si realizza unicamente col giudizio del mercato [34].

---

[31] Bresciani afferma che questa estraneità degli azionisti dalla gestione aziendale è il fondamento che giustifica la qualifica di sistema "esterno" di governance. Cfr.: Bresciani S. (2003), La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana, Giappichelli, Torino, p. 162. 56 Il meccanismo descritto funziona perfettamente quando i titoli scambiati sul mercato sono quelli di una public company propriamente detta, che secondo Barca è caratterizzata non dal modo in cui il controllo viene esercitato, ma da come esso può venire perso: «senza necessità, né di un atto di consenso da parte di chi il controllo esercita, né di una revisione di precedenti accordi strategici, bensì attraverso l'acquisto di un numero sufficiente di diritti di voto». Barca F. (1993),Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole", Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194, p. 46. 57 Cfr.: Fortuna F. (2001), Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi, FrancoAngeli, Milano, p. 90.

31"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.

33 "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.

34 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.

L'efficacia di tale modello di governance dipende, infatti, dalla possibilità che, acquistando una certa quantità di azioni sul mercato, un soggetto possa contendere il controllo a chi lo detiene in quel momento ed assicurarsi il diritto a sostituire il management.

In tal modo il mercato esercita un effettivo controllo in quanto, attraverso i suoi prezzi, giudica la performance che l'azienda ha ottenuto sotto la direzione del management e se, questa non è del tutto apprezzabile, la quotazione si abbassa, segnalando la sfiducia verso gli attuali dirigenti e aprendo la strada ad un *takeover hostile*[35].

L'outsider system è la cornice di riferimento per il finance model che pone al centro del problema della governance i rapporti tra azionisti e management dovuti all'accentuata separazione tra proprietà e controllo. In questo meccanismo la funzione di controllo sui manager è svolta dal mercato, che attraverso la crescita della quotazione, incentiva il perseguimento di risultati gestionali positivi (anche se di breve periodo) e sistemi di remunerazione legati alle performance aziendali (*stock options)*

Gli elementi tipici dell'outsider system, li ritroviamo nelle grandi imprese anglosassoni, nelle quali la common law offre un buon grado di protezione agli

[35] "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).

azionisti di minoranza e ai creditori sociali [36], mentre la soddisfazione degli altri stakeholder è meramente considerata un vincolo che le aziende devono rispettare per continuare ad operare e per riuscire a remunerare gli azionisti.
Fondamentale per l'efficacia dell'outsider system è la *durata del mandato di governo*, che nella stragrande maggioranza dei casi è breve, un anno[37] 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.

Quanto all'informazione, il presupposto per un efficace controllo da parte del mercato, nell'outsider system, consiste proprio nella disponibilità di informazioni

[36] Fortuna F. (2001), Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi, Franco Angeli, Milano, p. 91.

[37] 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.

sull'impresa[38]: i dirigenti hanno tutto l'interesse a comunicare all'esterno gli obiettivi perseguiti e i risultati raggiunti, ma anche i principi di fondo che ispirano il funzionamento dell'impresa.

In questo modo l'azione del management è volta a favorire il consenso dell'ambiente (in particolare degli azionisti), con la consapevolezza che la mancanza di informazioni non è tollerata dal mercato e, qualora si verifichi, finisce con il ripercuotersi sull'impresa stessa che non ha adempiuto agli obblighi (formali o informali) di comunicazione. La cessione dei titoli da parte degli azionisti preoccupati per la reticenza del management comporterebbe, infatti, un istantaneo ribasso dei prezzi e con le conseguenze che ne derivano.

Assai diversa è la situazione negli *insider systems*, contraddistinti essenzialmente da mercati finanziari poco sviluppati, proprietà concentrata e stabile ed importanti legami (di vario genere) tra le imprese e le istituzioni bancarie. In queste realtà, l'effettuazione di un controllo dall'interno si rende essenziale, in primo luogo, a causa della vischiosità dei mercati finanziari: poiché la proprietà è detenuta da uno o pochi azionisti che – grazie a sindacati di voto o partecipazioni reciproche e piramidali – vanno a costituire lo "zoccolo duro", in borsa è scambiata solo una parte marginale del capitale, che non consentirebbe la sostituzione del management

[38] Una ricerca condotta dall'Università di Brescia sull'impiego dello strumento Internet nella comunicazione economico-finanziaria delle società quotate, ha in effetti rilevato una maggiore propensione a diffondere informazioni da parte delle imprese britanniche e statunitensi, operanti in outsider systems, rispetto alle imprese di Italia, Francia e Germania, caratterizzate da un controllo di tipo insider.

per mezzo di scalate esterne nemmeno se fosse acquistata per intero da un unico soggetto. Negli insider systems il controllo sull'attività dei manager è allora affidato ad un organo composto dai rappresentanti dei principali portatori di interessi, selezionati in base alla loro esposizione al rischio ed alla criticità della risorsa conferita [39].

Le vicende storiche ed economiche dei paesi in cui si è affermato l'insider system hanno contribuito, tuttavia, a delinearne due modelli parzialmente divergenti[40]. A fronte delle caratteristiche comuni sopra ricordate, si possono distinguere:

1. *insider system di tipo renano*, connotato da un forte grado di partecipazione al controllo da parte delle banche e dei dipendenti;
2. *insider system di tipo latino*, in cui è l'azionista di maggioranza a controllare il management, sul quale esercita una notevole influenza per mezzo del consiglio di amministrazione;
3. a questi due sistemi tradizionali bisogna aggiungere il sistema che va sviluppandosi nelle economie in fase di transizione.

Il *modello renano* è diffuso in Germania, Svizzera e paesi scandinavi e presenta forti analogie con il modello giapponese, anch'esso di tipo *insider* e aperto alla

[39] Marco Zenobio, I modelli di capitalismo, n.1304, Università Sacro Cuore Milano

[40] Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano, Etaslibri, Milano, p. 8; Ciappei C. (2002), Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese, Firenze University Press, Firenze, pp. 75-76.

collaborazione tra gli *stakeholder*. Nel modello renano il ruolo dell'alta direzione consiste nell'assicurare un'adeguata composizione ai contributi e alle attese di tutti gli stakeholder che puntano ad instaurare e mantenere proficue e durature relazioni con l'azienda. Questi rapporti sono ispirati dalla reputazione dell'impresa, sono basati sulla fiducia reciproca e presentano frequentemente una lunga tradizione; la loro rilevanza è tale da determinare il successo congiunto dell'impresa e di tutti gli *stakeholder* con cui essa interagisce: non solo i conferenti capitale di rischio ma, in una visione partecipativa della gestione aziendale, anche di finanziatori a titolo di credito, lavoratori, clienti, fornitori.

Il management è dunque chiamato a coordinare il tessuto di relazioni che coinvolgono l'impresa e che sono finalizzate tutte alla sua sopravvivenza in condizioni di economicità. La ricerca di collaborazione, insieme alla condivisione del rischio economico e delle potenzialità di crescita, porta a definire il modello renano di corporate governance come un *relationship-based system* o un *network-oriented system*, nel quale tutti i principali portatori di interessi intervengono attivamente nei processi decisionali, esprimono giudizi sull'attività e sui risultati e hanno il potere di sostituire il management. In sostanza, i manager hanno il compito di ricercare il giusto compromesso nel soddisfacimento dei principali interessi[41]:

[41] 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.,

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.

Uno degli elementi fondativi, peculiare di questo modello, è la co-determinazione: infatti in Germania i rappresentanti dei lavoratori – eletti da tutti i lavoratori, iscritti o meno al sindacato – partecipano al board delle grandi e medie imprese, in posizione (quasi) paritaria con gli azionisti, gli shareholders. la Mitbestimmung è stata introdotta in Germania nel 1951 grazie a un referendum indetto dal potente sindacato DGB da cui risultò che oltre il 95% dei lavoratori del settore siderurgico e minerario era disposto a scioperare per ottenere i diritti di cogestione. La Mitbestimmung è stata introdotta in Germania nel 1951 grazie a un referendum indetto dal potente sindacato DGB da cui risultò che oltre il 95% dei lavoratori del settore siderurgico e minerario era disposto a scioperare per ottenere i diritti di cogestione. Così in Germania per legge dello stato il lavoro come tale (cioè senza che i lavoratori siano obbligati a partecipare al capitale e agli utili aziendali) è rappresentato nei consigli di sorveglianza che definiscono le strategie delle imprese, nominano i manager e controllano il loro operato. Grazie alla cogestione, nel modello tedesco le aziende non sono valutate solo per il loro valore

FORESTIERI G., Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano, Etas, Milano, 1998, p. 8.

speculativo sul mercato finanziario. Il risultato è che la Germania è uno dei paesi con minori tassi di disoccupazione, maggiore protezione sociale, e maggiori salari e redditi per i lavoratori delle famiglie [42].

Two typical Models of Different Capitalist Cultures

OUTSIDER MODEL (e.g. UK)	INSIDER MODEL (e.g. Netherlands)
Market Culture	Consensus culture
Market Orientated	Network orientated
Relatively more Reliance on Equity	Relatively more Reliance on Debt
Stock Exchange Relatively Large	Stock Exchange Relatively Small
Relatively less influence of controlling shareholders	Relatively more influence of controlling shareholders

Il modello latino di corporate governance, adottato prevalentemente in Italia, Francia, Belgio, Spagna, Portogallo, Grecia, presenta in realtà ben poche affinità con il modello renano, nonostante ne condivida l'elemento di fondo: anche il sistema latino è di tipo insider, nel senso che il potere di indirizzare la gestione e di vigilare sulla stessa è saldamente nelle mani di uno specifico soggetto, ossia la

[42] Enrico Grazzini, Il modello tedesco per la democrazia economica, Micromega

proprietà[43] direttamente o tramite i suoi manager di fiducia. Il controllo non è lasciato al mercato borsistico – poco attivo come nel modello renano – e risulta pertanto molto stabile.

Ciò che differenzia il modello latino da quello renano attiene al ruolo delle banche e dei lavoratori: considerati entrambi come stakeholder esterni alle funzioni di governo economico e di controllo, sono visti come importanti ma non decisivi per il successo dell'impresa.

Quanto alle somiglianze con lo schema tedesco, anche nelle imprese latine di grandi dimensioni la proprietà del capitale è spesso altamente concentrata all'interno di una famiglia o di un gruppo, nonché protetta mediante accordi di voto e incroci azionari. All'acquisizione dei titoli sul mercato, dunque, non si accompagna un concreto trasferimento del controllo sull'impresa e, di conseguenza, la minaccia di takeover ostili non può mai essere così grave da impensierire il management.

È l'azionista o il gruppo di maggioranza che, tramite gli organi di governo e di vigilanza, orienta e verifica il corretto funzionamento dell'azienda: tutto ciò dimostra che anche il sistema latino è di tipo insider, visto che il controllo è esercitato in larga misura dall'interno e va a beneficio dell'azionista di riferimento,

---

[43] Pare opportuno sottolineare che in molte imprese medio-piccole la corporate governance presenta i lineamenti tipici del sistema latino: • esercizio diretto delle prerogative di governo economico e di gestione operativa da parte del conferente capitale di rischio, con identificazione tra proprietario e imprenditore (o, in alternativa, esistenza di stretti contatti tra proprietà e management); • pesante dipendenza finanziaria dalle banche, ma anche dai creditori commerciali; • difficoltà per gli interlocutori esterni ad orientare le scelte principali e a monitorarne l'efficienza e l'efficacia; • asimmetria informativa a vantaggio della proprietà, derivante da una certa reticenza nella comunicazione economico-finanziaria ed istituzionale in genere

sebbene la legge miri a salvaguardare gli interessi degli altri investitori. L'aspetto più significativo del modello latino consiste nella notevole influenza che la proprietà è in grado di far valere sul management, in quanto né per tradizione né per imposizione di legge esistono altri soggetti posti nella condizione di opporsi, confrontarsi o collaborare con l'azionista di riferimento.

Come abbiamo già detto, questo tipo di imprese raramente sviluppa partnership con le banche il rapporto con le quali raramente assume connotati strategici: per la proprietà esso consiste in un mero finanziamento a titolo di credito, anche se ha durata medio-lunga. Anche quando la banca viene chiamata ad assistere l'impresa come consulente o come intermediario nell'ambito di operazioni straordinarie, non è consuetudine che le sia concessa la titolarità di un pacchetto azionario così ampio da permetterle di influire sui processi decisionali [44].

In questo contesto, i prestatori di lavoro non riescono ad esercitare alcun peso sulle scelte di governo né ad attuare forme di cogestione dell'impresa. La composizione degli organi istituzionali – in contesti a civil law definita per legge– non prevede la presenza dei lavoratori, a differenza del caso tedesco. Esattamente all'opposto che nel sistema renano, la contrapposizione tra gli interessi della proprietà e quelli dei lavoratori, rappresentati dai sindacati è pressoché fisiologica.

Le rivendicazioni, peraltro, sono di carattere economico o hanno ad oggetto le condizioni di lavoro, tendendo ad ignorare il diritto di prendere parte alle scelte

1. [44] Marco Zenobio, I modelli di capitalismo, n.1304, Università Sacro Cuore Milano

gestionali o di monitorare direttamente l'andamento delle attività e la formazione dei risultati. Quanto più sono potenti i sindacati, tanto maggiore è la minaccia che possano ostacolare la realizzazione delle strategie decise dall'azionista di riferimento, se queste si profilano poco eque per l'organismo personale. Quando la proprietà accetta di consultare anche i dipendenti, la relazione è solitamente informale.

In sostanza, la situazione dei dipendenti nel modello latino, sotto il profilo della governance, è simile a quella del contesto anglosassone, dato che i due sistemi non fanno concretamente rientrare i prestatori di lavoro nei massimi organi aziendali.

Alla luce di tali considerazioni possiamo considerare il sistema latino un modello intermedio tra quello anglosassone e quello renano: al controllo della proprietà come soggetto insider si affianca e si contrappone, dunque, un controllo esercitabile dalle organizzazioni sindacali come soggetti outsider, configurando così un modello intermedio tra quello anglosassone e quello renano.
Venendo all'informazione va rilevato che nell'insider system, la presenza di un azionista di controllo può invece comportare una minor attenzione per le attese conoscitive esterne e la tendenza a rispondere soltanto agli obblighi essenziali di comunicazione. Tale circostanza è tuttavia contrastata dal grado di influenza e coinvolgimento degli stakeholder nei processi di governo, che favorisce la circolazione delle informazioni perlomeno tra coloro che sono direttamente interessati alla funzionalità duratura dell'impresa. Naturalmente vi sono significative differenze tra modello renano e modello latino.

Nel modello renano si assiste, infatti, alla condivisione delle informazioni tra azionista di maggioranza, banca di riferimento, organismo personale, management. In effetti, la ricerca di collaborazione tra questi soggetti presuppone un elevato livello di trasparenza, in ogni caso imposto anche dal legislatore che prevede per i dirigenti l'obbligo di informare il consiglio di sorveglianza sui risultati raggiunti. Nei confronti del mercato finanziario, la comunicazione può risultare però alquanto deludente.

Nel sistema latino la supremazia della proprietà rispetto agli altri stakeholder rischia di ostacolare la circolazione delle informazioni con conseguente penalizzazione degli azionisti di minoranza e meno efficiente l'allocazione delle risorse tra le imprese che accedono al mercato dei capitali.

In entrambi i modelli la scarsa necessità e volontà delle imprese renane e latine di fare ricorso al mercato azionario in maniera più incisiva, può portare ad una comunicazione esterna incompleta e parziale[45].

L'ultima tipologia di insider system è quella che si è andata sviluppando nelle economie in transizione[46], come Russia e Cina, che stanno passando dalla

[45] Sul tema si veda di Donato F. (2005), "I diversi modelli di corporate governance. Un'analisi comparata", in Fiori G. e Tiscini R., Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale, FrancoAngeli, Milano, pp. 105-106.

.

[46] 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

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.

2.3. La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

La seconda classificazione dei modelli di governance si basa sulle relazioni esistenti tra gli organi istituzionali, con enfasi sul grado di separazione dei poteri di amministrazione e controllo. Al fine di offrire maggiori certezze sull'equilibrato soddisfacimento delle attese dei vari interlocutori aziendali, è importante che

maggioranza o i manager) e funzionari dello Stato e delle agenzie pubbliche, intesa che raggiunge e talvolta travalica i limiti dalla legalità.

soggetti diversi siano incaricati delle funzioni di gestione e di monitoraggio delle attività; tuttavia, gli ordinamenti giuridici nazionali, le prassi ed i codici di *best practice* rispondono con modalità differenti a questa esigenza.

La distribuzione dei poteri di amministrazione e di controllo tra gli organi aziendali può, infatti, configurare sistemi ad uno o due livelli, a seconda che i poteri in questione siano attribuiti ad un solo organo oppure a due organi distinti.

In base alla ripartizione abbiamo:

1. sistemi di governance in cui i poteri in questione sono conferiti a persone diverse ma appartenenti ad uno stesso organo eletto dall'assemblea, tanto da poter parlare di *one-tier systems* (modelli ad un solo livello);
2. sistemi di governance nei quali due organi distinti esercitano l'uno le prerogative di governo e l'altro quelle di controllo. Si viene così a determinare una struttura verticale a due livelli (*two-tier system*) che può essere orizzontale, detto anche modello tradizionale [47], o verticale [48]; 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.

---

[47] 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.

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

In un sistema di tipo *one-tier*, l'organo fondamentale per il funzionamento dell'azienda è il consiglio di amministrazione (board of directors), che comprende due tipologie di membri, esecutivi e non esecutivi.

Compiti tipici di tale organo di amministrazione sono:

- pianificazione strategica;
- indirizzo e controllo della gestione operativa, affidata al management;
- orientamento dell'organizzazione ad assumere comportamenti socialmente responsabili;
- promozione della trasparenza nelle relazioni interne e, soprattutto, esterne.

Gli amministratori esecutivi, che possono anche detenere una quota importante del capitale sociale o sono di fatto nominati dalla proprietà, costituiscono il *managemen*t dell'impresa e svolgono funzioni operative. Le scelte del consiglio di amministrazione – determinando l'indirizzo complessivo del governo d'impresa – coinvolgono tutti i suoi membri, che ne sono responsabili in modo unitario: ciò resta vero nonostante soltanto alcuni componenti dispongano di deleghe esecutive per dare attuazione alle decisioni assunte dal consiglio. Il presidente del consiglio di amministrazione viene generalmente scelto tra tali amministratori secondo una prassi che, tuttavia, non è da tutti condivisa.

Spetta agli executives predisporre i progetti strategici e, dopo che sono stati discussi e approvati dall'intero consiglio di amministrazione, provvedere a darne attuazione. Ad essi si affiancano gli amministratori non esecutivi cui è attribuito anche il potere di controllo sull'amministrazione. Tale intervento risponde a logiche di garanzia: i *non executive managers* dovrebbero, infatti, assicurare una maggiore obiettività e razionalità di giudizio dal momento che non sono coinvolti in prima persona nella gestione e non hanno legami con la proprietà dell'impresa. Di fatto si configurano come amministratori indipendenti tanto da essere definiti anche *outside directors*. L'estraneità degli outside directors dall'esercizio diretto della gestione costituisce *garanzia di indipendenza* e li rende, infatti, particolarmente adatti ad operare nell'interesse degli stakeholder esterni, vigilando su: il corretto svolgimento delle operazioni; l'impiego efficiente ed efficace delle risorse; la gestione dei rischi; l'equità di trattamento degli stakeholder.

Dal momento che essi non prendono parte attivamente alla gestione dell'azienda, condizione di efficacia delle funzioni di controllo loro demandate è la corretta e conveniente *informazione* da parte dei componenti del *board i*n merito all'andamento degli affari.

La modalità di nomina e revoca dell'organo di controllo - visto che è il board stesso a nominare i controllori, per di più al proprio interno - rappresenta uno dei maggiori punti di criticità del sistema monistico. Per ovviare al rischio della mancanza di indipendenza si è ritenuto opportuno per coloro che assumono la carica di non-executive directors fissare precisi requisiti che, soprattutto nelle società quotate, devono essere adeguatamente comunicati agli stakeholder.

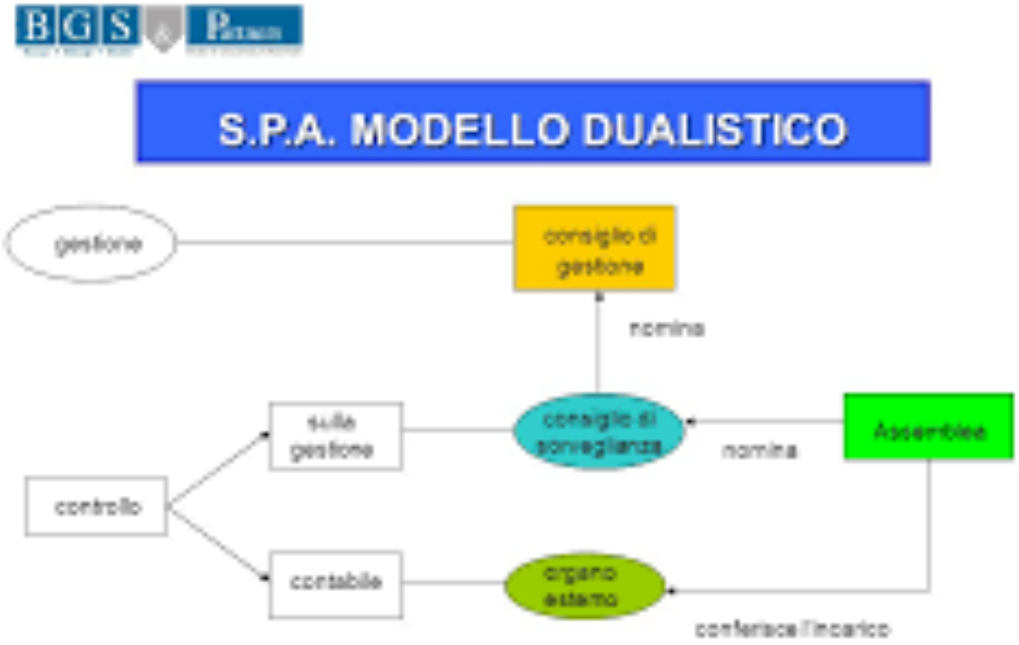
Problemi, tuttavia, possono sorgere circa il grado di approfondimento e la qualità delle informazioni a disposizione degli amministratori non esecutivi. La comunicazione dei fatti gestionali a tutto il board e, in particolare, ai membri che non hanno preso parte alla gestione è una responsabilità imposta ad ogni

amministratore, con una frequenza prestabilita . Nel sistema monistico italiano tale frequenza ha cadenza trimestrale.

Per una maggior tutela degli stakeholder, agli amministratori non esecutivi è altresì riconosciuto il *potere-dovere* di raccogliere, presso gli organi delegati, tutte le altre informazioni utili a formulare le proprie considerazioni e a verificare il rispetto delle condizioni di economicità e di correttezza del governo aziendale. Qualora si ritenga che tale informazione sia incompleta e tendenziosa, i controllori possono verificare il contenuto dei messaggi e dei documenti, acquisendo informazioni aggiuntive. L'appartenenza al consiglio di amministrazione dovrebbe inoltre agevolarne l'ottenimento, riducendo i tempi e i costi connessi.

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. A tale rischio si può ovviare con la nomina di un Presidente autorevole che rammenti le specifiche competenze di ogni componente.

ll *sistema dualistico* di amministrazione e controllo si ispira ai modelli disegnati negli ordinamenti tedesco e francese, ed allo Statuto della Società Europea, come regolato dal Consiglio dell'Unione con Regolamento dell'8 ottobre 2001, n. 2157. Il sistema si caratterizza per la presenza di un organo intermedio fra l'assemblea dei soci, proprietari dell'impresa, ed i gestori di questa: il consiglio di sorveglianza che viene così a sostituire l'assemblea nello svolgimento dei



fondamentali compiti di vigilanza, garantendo l'effettività del controllo, ed in tal modo realizzando l'imprescindibile raccordo fra la proprietà e la gestione [49].

[49] Pietro Longhini, I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA, Giuffrè Editore

Introdotto in Germania nel 1860 con l'abolizione dell'autorizzazione statale per la costituzione delle società, aveva lo scopo di istituire un organo di controllo che potesse vigilare sulla gestione permettendo la soddisfazione dei molteplici interessi sociali evolvendosi in organo autonomo dell'impresa. Esempi tipici attuali si riscontrano si riscontrano, oltre che in Germania, anche Svizzera, Austria e Italia, dove le società per azioni possono oggi optare per il modello dualistico.
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.

Il doppio livello è dato dall'incompatibilità tra le cariche di controllore e di controllato, ossia di membro del *supervisory board* e del *management board*. La struttura a due livelli genera una dissociazione tra la proprietà dell'impresa e l'esercizio dei poteri di governo economico. Infatti, la gestione della società è affidata generalmente ad un management board formato da dirigenti professionisti, che non rientrano necessariamente nella compagine azionaria: al contrario, possono essere richiesti specifici requisiti di indipendenza e onorabilità.
Il *management board* formula i piani strategici ed è responsabile della realizzazione dei programmi operativi mentre il supervisory board vigila sulla corretta amministrazione dell'impresa da parte del management board e, più in generale, sull'adeguatezza dei sistemi di organizzazione e di controllo interno. A tal fine ha il diritto di pretendere notizie sulla gestione e sui risultati raggiunti e gode di ampi poteri ispettivi.

Tale attività di vigilanza sul rispetto dei vincoli legali e statutari, non è in alcun modo di ostacolo all'operatività aziendale organo in questione, considerato che non prende parte alle scelte strategiche.

Infine, 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.
La gestione dell'impresa è affidata al consiglio di amministrazione (o all'amministratore unico), che può delegarne l'esercizio ad uno o più membri dai quali deve essere regolarmente informato sull'andamento della gestione. Lo stesso diritto spetta al collegio sindacale, ovvero l'organo istituzionale preposto ad operare nell'interesse degli stakeholder esterni, pur essendo nominato dalla stessa assemblea che elegge il consiglio di amministrazione. Il collegio sindacale è chiamato, infatti, ad esercitare un controllo di legalità sugli atti di gestione ed a vigilare sulla correttezza dell'amministrazione, della struttura organizzativa, amministrativa e contabile e sul suo concreto funzionamento. Anche in questo caso l'autonomia e l'obiettività dell'organo di controllo sono assicurate dai requisiti di indipendenza previsti dalla legge e tesi ad escludere ogni forma di legame personale ed economico tra i sindaci e gli amministratori.

Nel modello tradizionale italiano la protezione degli interlocutori aziendali, a cominciare dai soci di minoranza, è stata peraltro rafforzata dal legislatore e per effetto del codice di autodisciplina delle società quotate, che prevedono rispettivamente:

- la nomina di uno o più sindaci effettivi da parte delle minoranze [50];
- la presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti e non esecutivi all'interno del board, ai quali affidare la responsabilità sui sistemi di remunerazione dei componenti del consiglio e sul controllo interno. Nel complesso, si sta assistendo dunque ad un potenziamento delle funzioni di controllo nell'ambito dell'attività di corporate governance.

L'analisi svolta conduce alla conclusione che non esiste un modello migliore in assoluto ma che ogni modello di governo societario si adatta al meglio 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 per un verso eliminava nel breve periodo il forte legame del management col mercato, guardando ad un orizzonte di lungo periodo, dall'altro permetteva al consiglio di

[50] In base all'art. 148 del Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98), l'atto costitutivo deve contenere le clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo sia eletto dalla minoranza; se il collegio comprende più di tre membri, alla minoranza deve essere riconosciuto il potere di eleggere almeno due sindaci.

relazionarsi con diversi soggetti creando un clima favorevole alla crescita economica.

La crisi finanziaria giapponese e la riunificazione tedesca segnano, invece, un ritorno al sistema monistico, che diviene, nuovamente, il sistema privilegiato. Salvo invertire nuovamente la rotta nel 2001 quando la bolla speculativa dei titoli Internet e telematici e il successivo fallimento di colossi industriali, come Enron e Worldcom, porta a smentire nuovamente l'ipotesi della superiorità del monistico.

In risposta al ciclo economico, anche la crisi del governo societario e le riforme diventano essenzialmente cicliche: "La storia dimostra che i confini della governance si evolvono in risposta agli eventi nel mondo aziendale e cambiano i costumi degli affari. Questi limiti - leggi, regolamenti, raccomandazioni e buone pratiche specifiche - tendono a ridursi alla latitudine e diventano più restrittivi, ogni volta che c'è una crisi "(Cadbury and Millstein 2005: 28).

Durante periodi di espansione prolungati, l'interesse attivo per la governance diminuisce, poiché le società e gli azionisti tornano ad essere più preoccupati per la generazione di ricchezza, piuttosto che assicurare che i meccanismi di governance stiano funzionando in modo appropriato per la conservazione della ricchezza e il suo utilizzo per scopi concordati; durante periodi di recessione si registra l'aumento della regolamentazione

Questa ciclicità riconduce ai dilemmi di governo dell'agenzia e della gestione. Tali dilemmi sono universali nei sistemi di mercato, anche se a livello internazionale con diversi sistemi di governo societario si presentano in momenti diversi, per ragioni diverse e con diverse conseguenze. Non ci sarà mai un sistema 'perfetto'di governo aziendale. I sistemi di mercato sono competitivi e volatili e i sistemi di governance dinamici rifletteranno questo. Tutte le considerazioni fin qui svolte

evidenziano la necessità di adottare e sintetizzare diverse prospettive teoriche per acquisire una piena comprensione dei meccanismi e dei processi del governo societario., un sistema di "lenti teoriche multiple" per dirla con Thomas Clarke. Indubbiamente la struttura del consiglio di amministrazione, il monitoraggio dei budget e dei piani e il suo indirizzo alle prestazioni e agli obiettivi sono tutti importanti elementi di analisi e comprensione ma, accanto agli strumenti classici emergono nuovi strumenti teorici che possono migliorare la comprensione del governo societario, e potrebbero rivelarsi sempre più necessari date le sfide decisive che ci attendono.

In questa ottica la fiducia è una componente vitale del governo societario. Come notano Stiles e Taylor (2002: 23), gran parte dell'attività del governo societario ruota attorno alla costruzione della fiducia[51]. Altre prospettive teoriche possono ben contribuire a una radicale riconcettualizzazione della governance aziendale attorno a teorie come il capitale sociale che concepisce la creazione di valore derivante dalle relazioni sociali; la teoria della società basata sulla conoscenza che riconosce la crescente importanza del capitale intellettuale; teorie che vedono l'impresa come un complesso sistema adattivo; teorie della creatività e dell'innovazione; e più importante di tutte la teoria della sostenibilità, e se la società può diventare una forma sostenibile di attività economica [52]

[51] "Una serie di studi di Westphal e Zajac ha messo in evidenza come i processi di influenza interpersonale nel rapporto consiglio / amministratore può aiutare la fiducia e la cooperazione a svilupparsi all'interno del consiglio di amministrazione e aiutare l'attività di risoluzione dei problemi e di decisione (Westphal e Zajac 1995, 1997; Zajac e Westphal 1996). Nella loro ricerca sui pannelli Stiles and Taylor (2001: 123-124) indicano come la fiducia e il controllo non si escludono a vicenda.

[52] Thomas Clark- International Corporate Governance. A comparative approach, 2007

Tutti questi approcci richiedono che la governance aziendale possa essere compresa solo andando oltre la relazione azionista / manager, i meccanismi e le istituzioni immediate della governance, per una comprensione più profonda delle relazioni tra le società e le economie e le società che essi devono servire (Clarke 2004).

Capitolo 3

Analisi dell'evoluzione della corporate governance

3.1 Scenari di cambiamento

3.2 L'evoluzione della Corporate Governance nel sistema Europa

3.3 Una fotografia dell'Italia

3.1 Scenari di cambiamento

'L'importanza di come le società sono governate, la loro proprietà e il controllo, gli obiettivi perseguiti, i diritti che rispettano, le responsabilità che riconoscono e come distribuire il valore che creano – è diventato un questione di grande importanza, non solo per i loro amministratori e azionisti, ma comunità che servono' (Clarke e de la Rama, 2006).

La questione principale, posta alla base della mia analisi attiene alla necessità che tutte le realtà aziendali hanno di creare un serio sistema di buon governo societario, esigenza che si manifesta con sempre maggior forza 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. La realizzabilità ed applicabilità della più idonea *governance* aziendale destinata a regolare sia i rapporti tra i soci che l'ottimale operatività gestionale, è tuttavia in diretta correlazione con l'*ambiente* di

riferimento e con la sua evoluzione nel corso del tempo. Infatti, i differenti modelli che si sono susseguiti sono frutto dei cambiamenti imposti dagli eventi e dal contesto esterno. Entrambi finiscono con il condizionare anche gli obiettivi che l'impresa si è prefissata.

Mentre negli anni Settanta l'attenzione degli studiosi si focalizza su tre temi importanti:

- introduzione dell'audit committee e del principio di indipendenza dei consiglieri,
- armonizzazione del diritto societario a livello comunitario
- importanza crescente degli stakeholder, a partire dagli anni Novanta 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 Sovietica viene sancita la superiorità del sistema occidentale basato sull'economia di mercato e sulla politica liberale e democratica. I singoli Paesi iniziano a formulare i primi Codici di Best Practices[53] 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 diventa 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,

[53] 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.

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) elaborò, a tal proposito, nel 1998 un Report [54]in cui erano contenuti i principi fondamentali di un efficace sistema normativo di corporate governance. Da tale documento emergeva la necessità di flessibilità nell'adozione di norme in modo da 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, con l'intento di favorire il controllo da parte degli stakeholder su tutte quelle operazioni che si discostano dall'obiettivo di lungo periodo.

Il XI secolo apre nuovi scenari: boom economici e crisi si alternano con maggiore ciclicità, i mercati azionari si caratterizzano per sempre maggiori oscillazioni e l'impatto degli shock sul mercato sono maggiori lì dove, come negli Stati Uniti e nel Regno Unito, il governo societario è molto più orientato verso mercati azionari. Si assiste ad una crescita esplosiva del sistema finanziario a fronte di economie domestiche molto spesso nane. Una componente importante di questa finanziarizzazione dell'economia mondiale è la crescita dei mercati dei capitali e ampia crescita dei mercati azionari dal 1990 al 2004 soprattutto nei mercati azionari angloamericani rispetto all'Europa e all'Asia del Pacifico, dove in passato i mercati azionari erano marginali come altre fonti di capitale investimenti predominati [55]

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

[55] Thomas Clark- *International Corporate Governance. A comparative approach,* 2007

Fattori quali l'innovazione tecnologica, la maturità del mercato, e disastri economici e naturali, tendono ad aggravare tale ciclicità. L'impresa vive sempre più in un contesto tecnology-intensive costituito da sistemi altamente meccanizzati e specialistici che richiedono top manager in grado di prendere decisioni in contesti complessi e dinamici, che di fatto spesso assumono il controllo strategico di impresa e risorse costituite sia da capitali provenienti dal mercato, sia da capitali di debito. La globalizzazione determina nuovi confini di competizione, modificando i tradizionali rapporti spaziali e temporali di concorrenza[56]: i vantaggi locali vanno coordinati in un vasto sistema di economia e gestione delle imprese, il cosiddetto market-space management. 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 si estendono in tutta la filiera produttiva sotto forma di alleanze strategiche di concorrenza (Competitive Strategic Alliances[57]).

In questo quadro le grandi Società multinazionali hanno assunto un ruolo di forza nella trasformazione dell'economia mondiale, divenendo 'il motore, a livello

---

[56] Cfr.Brondoni, Market driver managment, mercati globali e nuovi confini della competizione d'impresa, in AA. VV., Economia Aziendale & Management. Scritti in onore di Vittorio Coda, Egea, Milano, 2010

[57] 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.

mondiale, per il settore privato, di partecipazione al mercato globale per creare posti di lavoro, guadagnare profitti e dividere il valore tra quelli che contribuiscono al suo successo (OCSE 1998: 13). Al contempo, la rapida ascesa o declino delle quotazioni delle imprese della new economy sul mercato borsistico e, ancor più, l'ondata di scandali finanziari dei casi Enron, Worldcom e Tyco negli Stati Uniti, così come quelli della Cirio e della Parmalat in Italia, mettono a nudo l'inadeguatezza dei meccanismi di controllo che non si dimostrano in grado di rilevare le pratiche illegali alla base dei crack societari, perpetrati nella maggior parte dei casi dal top managment.

A livello istituzionale l'insieme di tali fattori ha determinato la necessità di frequenti interventi regolatori e di riforma da parte delle istituzioni. Infatti, mentre nei periodi di espansione, l'interesse attivo per la governance diminuisce, società e azionisti diventano di nuovo più interessati alla generazione di ricchezza, piuttosto che assicurare che i meccanismi di governance funzionino in modo appropriato per la conservazione della ricchezza, e che il loro uso sia conforme agli scopi, durante i periodi di recessione, collasso aziendale e riesame della redditività dei sistemi normativi si verifica una maggiore regolazione.[58] Nel rapporto del 2005 Cadbury metteva già in luce tale aspetto:

'La storia mostra che i confini della governance si evolvono in risposta agli eventi nel mondo aziendale e cambiano i costumi degli affari. Questi confini - leggi, regolamenti, raccomandazioni e raccomandazioni specifiche migliori pratiche - tendono a restringersi in latitudine, e diventa più restrittivo, ogni volta che c'è una crisi "(Cadbury e Millstein 2005).

[58] Thomas Clark- *International Corporate Governance. A comparative approach,* 2007

A livello aziendale si è manifestata l'esigenza di pensare a nuove forme di interazione con l'ambiente esterno e di stimolare la riorganizzazione interna creando strutture e processi maggiormente adeguati alle mutevoli esigenze attraverso un approccio che tenga conto della complessità e ricchezza dei fenomeni dinamici coinvolti nel governo societario al fine di migliorare il funzionamento organizzativo. Tra i due registri - la libertà dell'impresa di perseguire le proprie convenienze economiche e il diritto degli altri soggetti sociali di non limitarsi a subire decisioni altrui – si è affermato il bisogno di trovare un punto di mediazione ragionevole che consenta la prima senza negare il secondo.

Partendo dai paradigmi di riferimento, vale a dire *separazione tra proprietà e controllo, "shareholder value" e razionalità degli attori,* nel tempo questo compromesso ha preso diverse forme passando dalla teoria dell'agenzia a quella dei costi di transazione, fino a giungere all'ultima frontiera la cd *Stewardship Theory*[59], che riconosce una gamma più ampia di motivazioni umane dei manager, inclusi gli orientamenti verso la realizzazione, l'altruismo e l'impegno per un lavoro significativo. Mentre il modello utilitaristico alla base degli studi economici (su cui

[59] Secondo tale teoria non vi è alcun conflitto di interessi intrinseco tra manager e proprietari, e che strutture di governance ottimali consentono il coordinamento più efficace dell'impresa. I manager dovrebbero essere autorizzati ad agire in quanto non sono agenti opportunisti ma buoni amministratori che agiranno nell'interesse dei proprietari. La teoria della **Stewardship** riconosce una forte relazione tra la ricerca dei manager degli obiettivi dell'impresa, della soddisfazione dei proprietari e di altri partecipanti al premio aziendale. **Davis, Schoorman e Donaldson** (1997) suggeriscono che in tal modo i gestori bilanciano gli interessi dell'azionista concorrente e gli obiettivi degli stakeholder, prendendo le decisioni nel miglior interesse di tutti.

si fonda la prospettiva esterna alla corporate governance) tende a definire i soggetti come individualisti, opportunisti e pronti a soddisfare esclusivamente i propri interessi , Davis, Shoorman e Donaldson 60nel 1997 propongono un nuovo costrutto teorico per interpretare la relazione tra principale e agente, che non sia necessariamente conflittuale come nell'ipotesi della teoria dell'agenzia, e che invece valuti la possibilità che il management agisca come steward dell'investitore e persegua la creazione di valore azionario come obiettivo di fondo nella gestione delle risorse aziendali.

Punto di approdo sia degli interventi esterni che di quelli interni dovrebbe essere un sistema rafforzato di responsabilità all'interno di modelli quanto più convergenti fra di loro.

Di certo per effetto dei continui smottamenti, le forme della governance, in ciascun capitalismo nazionale, hanno progressivamente perso l'appoggio della tradizione e delle regole che le avevano consolidate in passato, introducendo varianti, sperimentazioni, commistioni uniche, difficilmente riproducibili. La storia passata aveva prodotto certo soluzioni ad hoc, ma anche schemi ricorrenti tali da rendere riconoscibile il capitalismo del singolo paese e il suo modello di governance. Tanti modelli differenti, ciascuno adatto a presidiare un contesto sociale e storico. La globalizzazione ha bruscamente turbato la coesistenza pacifica tra i modelli di governance portando le soluzioni diverse di governance ad operare fianco a fianco, ha messo in corto circuito le differenze nazionali, rimettendole così in discussione e in movimento.

---

[60] **Davis**, J.H., **Schoorman**, D.L. and **Donaldson**, L. (1997) The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory. Academy of Management Review

A tale processo evolutivo non sfugge neanche il sistema italiano per effetto sia di spinte esogene, legate alla globalizzazione dei mercati e all'internazionalizzazione dell'economia e alla normativa europea, sia di conseguenti spinte endogene, rappresentate dalle riforme messe in atto in ambito nazionale.

3.2 L'evoluzione della Corporate Governance nel sistema Europa

Non è possibile procedere ad un esame della situazione della corporate governance nel nostro Paese senza prima inquadrare il tema dell'evoluzione nel contesto europeo. E'assunto generale che 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 sovrannazionali, che operano al fine di ridurre il gap nello sviluppo economico esistente tra i Paesi aderenti; a tale assunto non sfugge 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 geopolitici 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.

In conseguenza, 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 personale61, dato che il successo delle 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.

A tal fine l'OCSE ha elaborato, sin dal 1999, gli standard internazionali che indentificano il quadro dell'etero e dell'autoregolazione in materia di corporate governance. Tali principi sono stati adottati ufficialmente dai principali organismi di coordinamento internazionale dei policymakers (G20 e Financial Stability Board). I Principi evidenziano, tra l'altro, l'importanza di un quadro adeguato e proporzionato che possa sviluppare incentivi efficaci a una migliore allocazione delle risorse e, tal fine, raccomandano ai policy makers di stabilire un quadro regolamentare sufficientemente flessibile a rispondere alle necessità delle società e di sviluppare, ove opportuno, forme di proporzionalità (dimensione) e altri fattori che possono richiedere maggiore flessibilità (azionariato e struttura proprietaria,

[61] 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.

presenza geografica, settore di attività, livello di sviluppo). In particolare, raccomandano un approccio flessibile e tipicamente autodisciplinare per la creazione di un adeguato sistema di incentivi che favoriscano uno sviluppo personalizzato della governance e che possano rispondere, in particolare, alle esigenze di crescita e di sviluppo che contraddistinguono le imprese di minori dimensioni o quelle di recente quotazione. Per migliorare l'applicazione di questi principi, l'OCSE ha avviato nel 2017 uno studio sull'applicazione dei criteri di flessibilità e proporzionalità nella disciplina del diritto societario e dei mercati finanziari. In particolare, lo studio, pubblicato a novembre 201850, si è concentrato su sei aree: la composizione del consiglio di amministrazione, la remunerazione degli amministratori con particolare dettaglio sul "say on pay", la disciplina delle operazioni con parti correlate, la disclosure di informazioni finanziarie periodiche, la trasparenza sulle partecipazioni azionarie, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

Dallo studio emerge la sensibilità dei Paesi OCSE all'esigenza di assicurare un'adeguata flessibilità e proporzionalità all'insieme delle regole in materia di corporate governance e, sebbene ad oggi l'Europa non abbia adottato un modello uniforme che possa ridurre gli oneri ed i pericoli insiti nelle asimmetrie, è sempre maggiore l'impegno di un'azione comune sui temi di corporate governance e una posizione comune sull'opportunità di valorizzare il contenuto e l'evoluzione delle best practice.

A tale sforzo di convergenza l'Italia partecipa attraverso il Comitato per la Corporate Governance costituito nel 1999 sotto pressione della Borsa Italiana con l'intento di creare un Codice di autodisciplina che potesse raccogliere le migliori consuetudini in materia di governo societario. Finalità del Comitato è, dunque,

quella di perseguire un'azione di produzione e monitoraggio dei principi di comportamento applicabili alle società italiane con azioni quotate, al fine di promuoverne l'evoluzione.

In tal senso è fondamentale il ruolo che i codici rivestono nello sviluppo delle best practice dell'impresa fatto salvo un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, sia a livello nazionale che quello europeo: i codici di corporate governance rappresentano, infatti, lo strumento più adatto per recepire tempestivamente le evoluzioni delle richieste del mercato per adeguarle alle specificità del quadro nazionale e delle caratteristiche dell'impresa, favorendo una applicazione integrata di tali best practice con l'impegno di promuovere e rafforzare l'attenzione alla sostenibilità nell'evoluzione delle best practice esistenti, anche attraverso l'identificazione di un insieme di principi guida comuni.

Ad oggi l'attenzione del Comitato, in accordo con le entità competenti degli altri paesi dell'Unione, si accentra sullo sviluppo delle best practice in tema di sostenibilità e dei fattori ESG (enviromental, social and governance) che sono oggetto di alcune recenti proposte legislative, per chiedere unanimemente al legislatore, europeo e nazionale, di analizzare e valutare adeguatamente l'evoluzione e l'efficienza di quelle esistenti.

Inoltre, un particolare riguardo è stato dedicato alle esperienze internazionali in materia di codici di autodisciplina rivolti a società quotate di minori dimensioni, incluse quelle quotate su mercati non regolamentati, e alle società familiari, anche a prescindere dalla loro presenza sul mercato dei capitali o in procinto di quotazione su un mercato regolamentato.

L'opera di riforma dei codici di autodisciplina che trovano applicazione nei principali mercati europei, ha prodotto significativi cambiamenti nel sistema di corporate governance adottati nei vari paesi.

A titolo esemplificativo, in Germania, la Commissione competente per la redazione del Codice di autodisciplina ha pubblicato un insieme di proposte di aggiornamento del Codice volto a enfatizzare il codice quale fonte principale delle best practice in corso di evoluzione. Dal punto di vista della struttura, la proposta è tesa a snellire il codice, valorizzare i principi di best practice a sviluppare maggiormente l'elaborazione di linee guida e raccomandazioni volte a chiarire la portata dei principi. Anche il nuovo codice inglese è stato rivisto profondamente nella struttura che appare semplificata e incisiva. Il nuovo codice appare visibilmente più snello, con una struttura semplificata e limitata soltanto ai principi e alle previsioni mentre è stato eliminato il livello intermedio delle raccomandazioni. Uno snellimento che ha portato anche all'eliminazione di un numero significativo di raccomandazioni dettagliate e da un rafforzamento delle linee guida che dovrebbero orientare le società nella concreta adesione alle best practice raccomandate del codice, ma la cui applicazione non è vincolante[62].

Quanto al quadro nazionale di evoluzione e convergenza, le raccomandazioni più recenti hanno riguardato, in particolare, tre ambiti di particolare importanza[63]:

- *diversità di genere*. Il Comitato ha approvato nel 18 luglio 2018 le modifiche sulla diversità di composizione degli organi sociali e sulle pari opportunità nella struttura aziendale. La legge italiana sulle cosiddette

[62] Comitato Italiano Corporate Governance, Rapporto 2018
[63] Alessandro Platerotti, Sole 24 Ore, 10 dic 2018

«quote rosa» terminerà presto i suoi effetti. Premesso che la normativa ha contribuito notevolmente a un miglioramento qualitativo dei consigli delle società quotate, il Comitato per la Corporate governance si è posto l'obiettivo di consolidare questi risultati e anzi di rafforzarli portando con più decisione il principio della diversità, anche di genere, all'interno del codice, facendolo diventare un criterio essenziale della composizione del consiglio». La modifica del Codice prevede che le società, a partire dal venire meno degli obblighi normativi sulle quote di genere, adottino misure volte a garantire che almeno un terzo di amministratori e sindaci appartenga al genere meno rappresentato, fermo restando il principio della competenza e la professionalità di tutti i rispettivi membri. Il Codice contiene anche l'auspicio che si adottino misure per promuovere la parità di trattamento e di opportunità tra i generi all'interno dell'intera organizzazione aziendale, monitorandone la concreta attuazione. Ciò dovrebbe stimolare le imprese a sviluppare in tal senso anche i percorsi professionali di crescita all'interno all'azienda, portando così a un equilibrio di merito e genere anche nelle prime linee manageriali, nelle posizioni di vertice e negli organi sociali.

- *diritti degli azionisti.* L'area più critica continua ad essere quella della tempestività e della qualità delle informazioni fornite ai membri del consiglio prima delle riunioni. Si tratta forse del principale presupposto di una buona governance. In oltre la metà delle società non viene assicurata piena trasparenza circa l'adozione di procedure volte ad assicurare un'adeguata informazione di tutti i consiglieri o non sono fornite informazioni sul loro rispetto. Attraverso il recepimento della direttiva 828/2017/UE che modifica la direttiva 36/2007/CE, volta a incentivare

l'impegno a lungo termine degli azionisti e a rafforzare la trasparenza delle informazioni che incidono sull'esercizio dei loro diritti di voto, l'Italia si troverebbe a valorizzare le qualità dell'impianto già esistente.

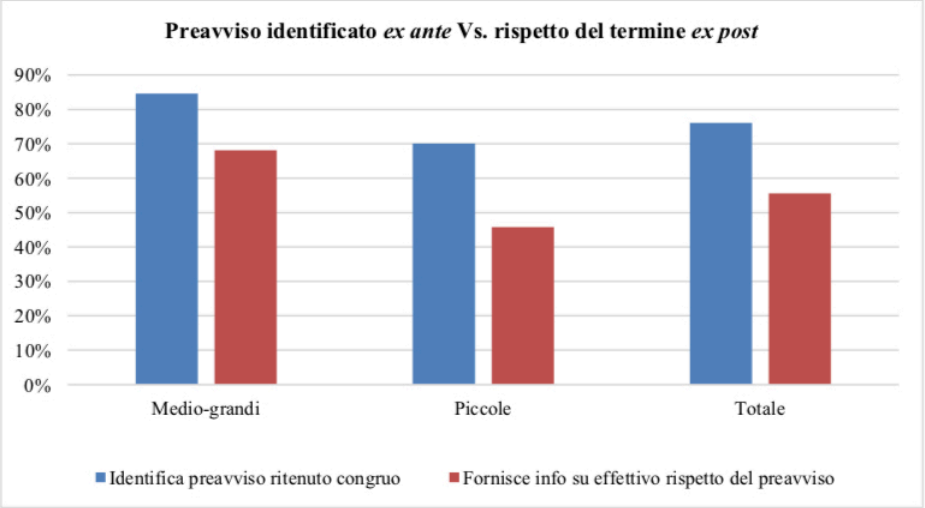
- *sostenibilità.* il tema della sostenibilità è il principale oggetto dell'evoluzione in atto nei Codici di Autodisciplina e anche di quello italiano, la cui revisione è stata avviata dal Comitato per la Corporate Governance e che dovrebbe concludersi entro il 2019. L'obiettivo finale è quello di avere un *framework* comune di principi sulla sostenibilità per favorire un'armonizzazione delle *best practice* su scala europea. Il legislatore ha già dato segnali importanti con la direttiva sull'informazione non finanziaria e la nuova direttiva sui diritti degli azionisti. È ora compito del mercato dare attuazione agli obiettivi fissati, attraverso comportamenti responsabili e condivisi (cfr Sole 24 ore).

Tab. 2 – Positions held by female directors in Italian listed companies
(end of June)

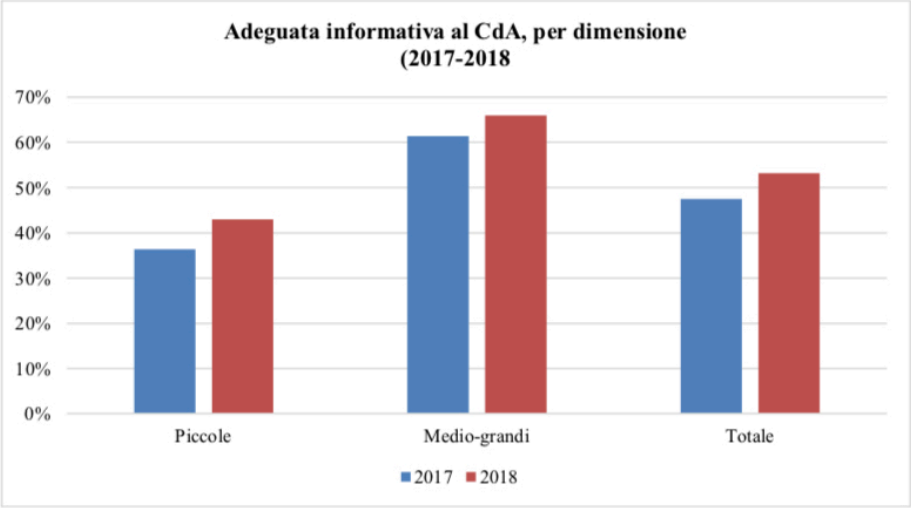
female directorship[1]

	CEO		chairman / honorary chairman		deputy chairman / executive committee		independent director[3]		minority director	
	no. of directors	*weight[2]*	no. of directors	*weight[2]*	no. of directors	*weight[2]*	no. of directors	*weight[2]*	no. of directors	*weight[2]*
2013	13	*3.2*	10	*2.5*	33	*8.1*	244	*59.8*	20	*4.9*
2014	16	*3.1*	16	*3.1*	32	*6.1*	333	*64.0*	37	*7.1*
2015	16	*2.6*	17	*2.7*	36	*5.8*	424	*68.3*	42	*6.8*
2016	17	*2.5*	21	*3.1*	40	*5.8*	471	*68.6*	49	*7.1*
2017	17	*2.2*	27	*3.6*	39	*5.1*	520	*68.6*	57	*7.5*
2018	14	*1.7*	25	*3.1*	39	*4.8*	581	*71.8*	61	*7.5*

Fonte: Consob 2018



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018



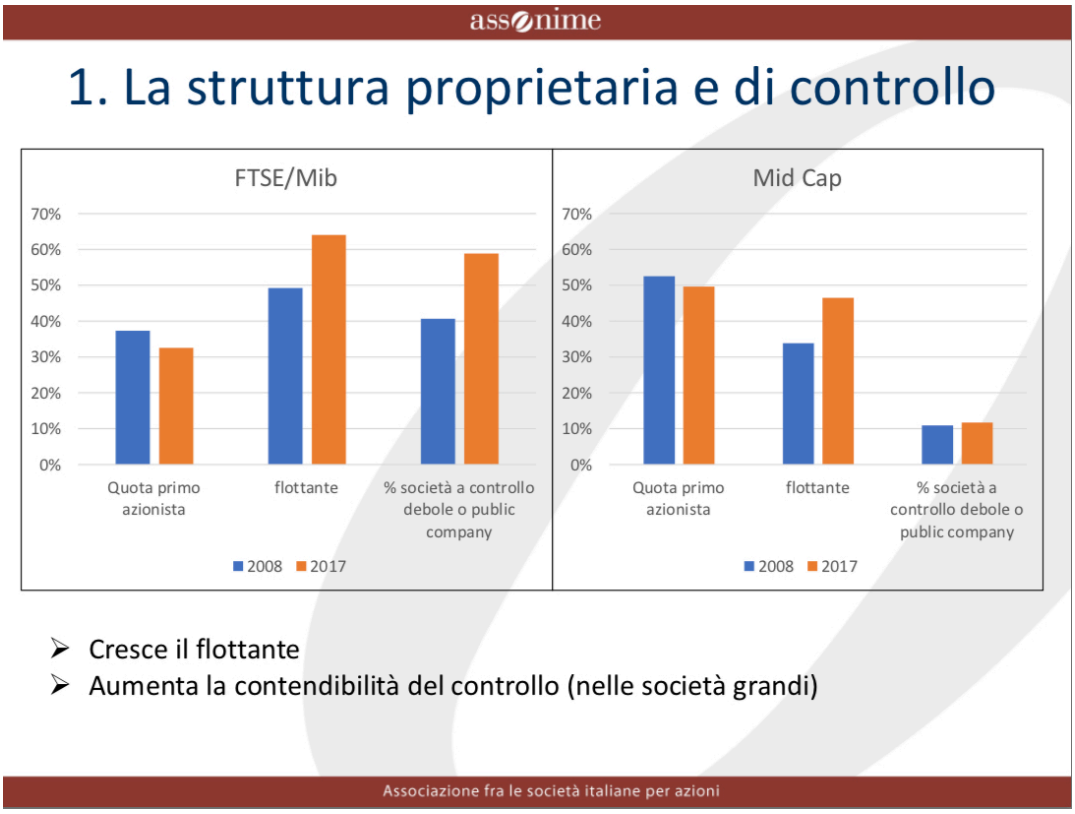
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

L'importante attività di monitoraggio che il Comitato svolge sull'applicazione del Codice dovrebbe fare approdare a ulteriori raccomandazioni per le Società. Tale monitoraggio, pur rilevando un soddisfacente grado di applicazione dei principi, ha la funzione di stimolare verso un'applicazione sempre meno formale.

3.3 Una fotografia dell'Italia

Le raccomandazioni appena esaminate disegnano gli scenari futuri: tuttavia, le iniziative intraprese nell'armonizzazione e convergenza, per quanto ragguardevoli, trovano un limite invalicabile nella disponibilità dei singoli Paesi e del sistema azienda ad adeguarsi ai principi guida e alle best practice.

Per tale motivo risulta interessante esaminare il grado di adesione effettiva alle principali raccomandazioni del Codice attraverso una panoramica sull'applicazione di alcune sue raccomandazioni.



Questa parte del mio lavoro, fondata principalmente sui dati raccolti e analizzati da Assonime-Emittenti Titoli[64], si articola in tre parti:

[64] La principale fonte del presente Rapporto è costituita dal Note e Studi n. 2/2018, Rapporto AssonimeEmittenti sulla Corporate Governance in Italia, 2018 (in corso di pubblicazione), integrata con ulteriori elaborazioni dei dati contenuti nel database Assonime.

3.3.1 l'esame del grado di adesione effettiva alle principali raccomandazioni del Codice

3.3.2 l'analisi sull'applicazione di alcune sue raccomandazioni, rilevanti per il corretto ed efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e la corretta definizione della politica sulla remunerazione.

Il campione esaminato è composto da tutte le società italiane quotate sul mercato principale che dichiarano di aderire all'ultima edizione del Codice: esse rappresentano il 90% delle società italiane con azioni quotate sull'MTA gestito da Borsa Italiana, con un peso pari al 99% della capitalizzazione del mercato, distinte principalmente in base alla loro a dimensione (medio-grandi e piccole) e al settore di appartenenza (finanziarie e non)[65]. Altri parametri utilizzati attengono ai macro-settori merceologici[66], l'appartenenza a singoli segmenti di quotazione[67] e l'anzianità di quotazione, le caratteristiche degli assetti proprietari e della struttura azionaria[68].L'analisi è condotta sulle informazioni pubblicate dalle società aderenti al Codice nelle rispettive relazioni sul governo societario e sulle remunerazioni pubblicate nel corso del 2018.

---

[65] La distinzione tra società finanziarie e non finanziarie ripercorre le categorie utilizzate da Borsa Italiana Spa: sono considerate finanziarie le sole società qualificate come "banche" o "assicurazioni" secondo la classificazione di Borsa Italiana, mentre tutte le altre società sono considerate non finanziarie. La qualificazione ripercorre quella utilizzata dal Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli che rappresenta la base della presente analisi.

[66] Anche essi facenti riferimento a quelli elaborati da Borsa Italiana.

[67] L'analisi evidenzia anche il dettaglio della compliance delle società appartenenti al segmento Star, il segmento del mercato MTA di Borsa Italiana che è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di: i) alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa; ii) alta liquidità (35% minimo di flottante); iii) corporate governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli standard internazionali.

[68] Dati forniti dalla Divisione Corporate Governance della Consob

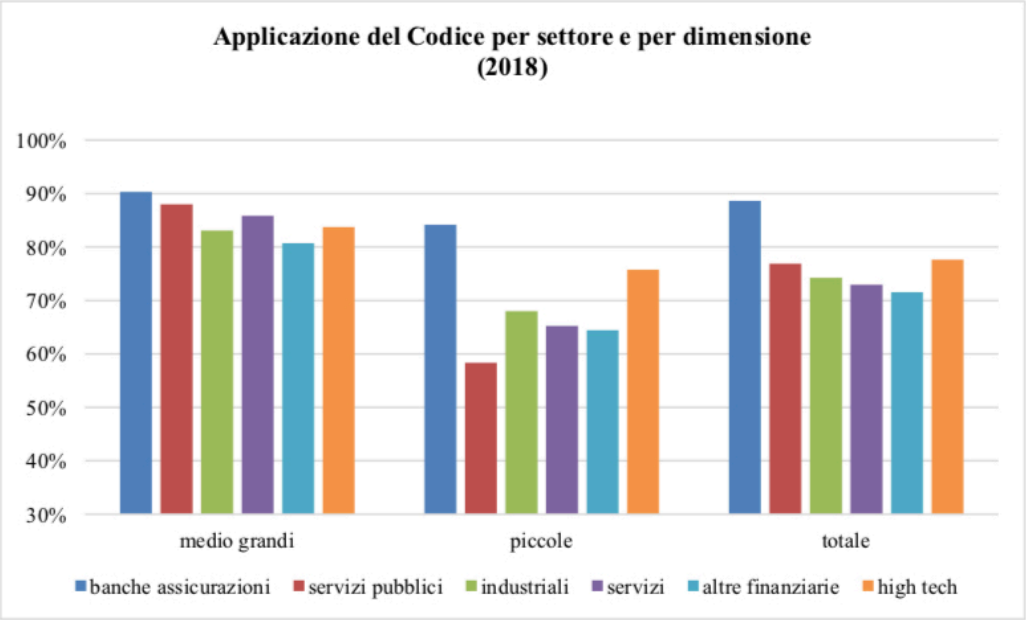
i. L'analisi sintetica si concentra sul grado di adesione sostanziale delle società quotate alle best practice che attengono all'efficace funzionamento del consiglio di amministrazione e alla remunerazione dei suoi componenti esecutive.

MATRICE ELABORAZIONI SINTETICHE 2018		"gruppo di controllo"	
Totale: 205 società "aderenti" al Codice		familiare	125
dimensione		private equity	13
medio-grandi	95	public company	43
piccole	114	pubbliche	24
marco-settore		quotazione	
altre finanziarie	16	Star	62
banche assicurazioni	22	neo-quotate	30
high tech	17	quota di flottante	
industriali	102	>40%	107
servizi	32	40-70%	82
servizi pubblici	16	>70	16

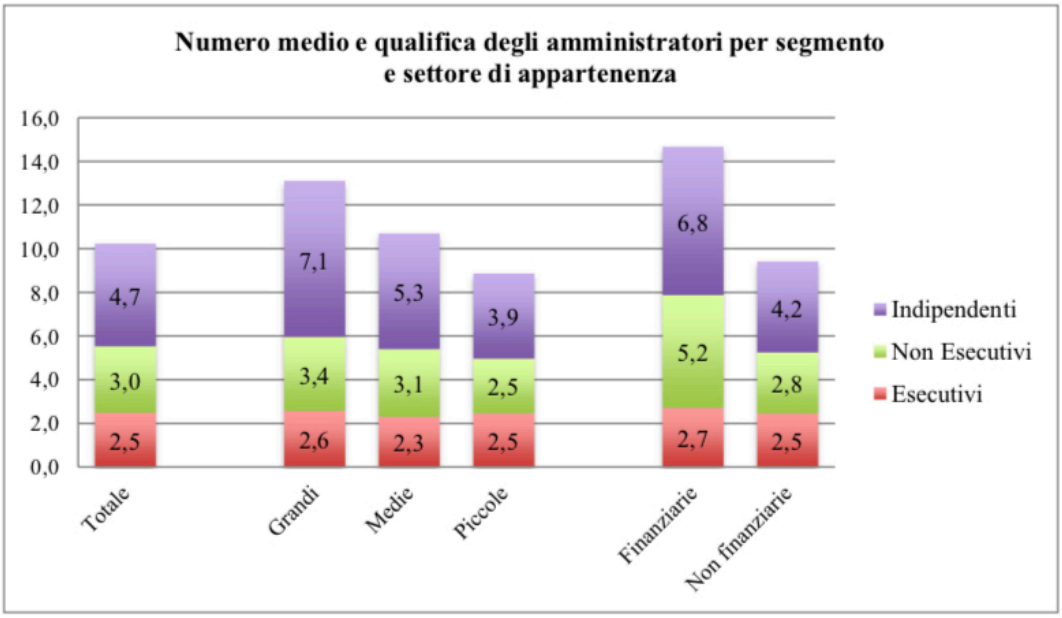
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

Dall'analisi degli indicatori sintetici utilizzati risulta che la concreta applicazione generale delle best practice raccomandate del Codice appare elevata e in lieve

costante miglioramento84. Le società dimostrano, in media, un'applicazione pari al 76% delle raccomandazioni del Codice (rispetto al 75% del 2017). Il dato disaggregato per dimensione conferma una forte differenza tra le società mediograndi (85%) e le società piccole (68%); rispetto all'anno precedente si evidenzia un lieve miglioramento delle società di minori dimensioni e una sostanziale stabilità del più alto livello di applicazione delle società medio-grandi.



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2018

CONCLUSIONI

L'attività d'impresa si svolge con la partecipazione di diversi soggetti che cooperano appartando 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 persuit of what goals?"

Nel corso del Capitolo I, a tal proposito, ho analizzato la nascita della corporate governance e ile principali teorie che hanno di volta in volta ispirato l'adozione di un modello piuttosto che un altro.

Nel Capitolo II . 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, si è passato ad esaminare i possibili scenari futuri alla luce della necessaria convergenza nelle politiche di corporate governance e delle best practice. Il lavoro si è focalizzato sullo stato attuale e sui possibili sviluppi nell'immediato futuro per quanto riguarda l'Italia e il contesto europeo dalle cui indicazioni è impossibile prescindere.

Alla luce delle analisi svolte è possibile, in finale, rispondere alla questione principale del mio lavoro di tesi: esiste in realtà la possibilità di una 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. (1998), *La riforma del mercato finanziario e delle società quotate*, Ipsoa, Milano.

AIROLDI G., Forestieri G. (1998), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano.

ADAM SMITH, The Wealth of the Nations, pag.264-265

A.BERLE e G.MEANS "The Modern Corporation and Private Property" (1932)

BARBIERA L. (2000), *La corporate governance in Europa. Amministrazione e controlli nelle società per azioni in Italia, Francia, Germania e Regno Unito*, Giuffrè, Milano.

BAR-GILL O., BEBCHUK L.A. (2003), Misreporting Corporate Performance.

Bastia P. (1992), "Teoria dell'agenzia e strumenti di informazione e controllo", Biblioteca W. Bigiavi – Documenti per discussione, Clueb, Bologna.

BAUMS T. (1999), "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi", *Rivista delle Società*, n. 44.

BERLE A., Means G. (1932), *The modern corporation and private property,* NY World Inc., New York

BERTOLI G. (1997), *Il capitalismo manageriale statunitense e il ruolo della public company,* Egea, Milano.

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.

CAPALDO P. (1975), "Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa", in *Rivista dei Dottori Commercialisti,* 5.

CORBETTA G., MONTEMERLO D. (1999), "Ownership, governance and management issues in small and medium size family businesses: a comparison of Italy and the United States" in *Family Business Review*, 12.

DRAGHI M. (1999), "Corporate Governance e competitività", in *Economia e Management*, 6.

E. D'ORAZIO, *Responsabilità sociale ed etica d'impresa*, POLITEIA, XIX, 72, 2003. ISSN 1128-2401

EDWARD FREEMAN, William Evan"A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism", Beauchamp, T. and Bowie, N. (eds.),1988

ENRICO GRAZZINI, Il modello tedesco per la democrazia economica, Micromega

FIORI G. e TISCINI R., Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale, FrancoAngeli, Milano, pp. 105-106.

FIORI G. (2003), *Corporate Governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa,* Giuffré, Milano.

FORTUNA F. (2001), Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi, FrancoAngeli, Milano, p. 91.

GRAFF M, Law and Finance, Common Law and Civil Law Countries Compared: An Empirical Critique, Economica, Vol. 75,2008

H MANNE MERGERS AND THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL'. HENRY G. MANNE. George Washington University Law School

KM Eisenhardt, Agency Theory Academy of Management Review, 1989, Vol. 14, No. 1, 57-74. Agency Theory: An Assessment and Review. Stanford University

LEV B. (2003), "Corporate Earnings: Facts and Fiction", *Journal of Economic Perspective* – Vol. n. 17, N. 2.

LUIGI LEPORE, Corporate Govenane and shareholder protection, Fanco Angeli 2017

MARCO ZENOBIO, I modelli di capitalismo, n.1304, Università Sacro Cuore Milano

MARC DELOOF , Carsten Burhop Universität zu Köln ,*Corporate Governance* , University of Antwerp

MILTON FRIEDMANN, The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. NYT 1970

MOLTENI M. (1997), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano.

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.

PIETRO LONGHINI, I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA, Giuffrè Editore

ROBERTIAN TRICKER ,*Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press

STERNBERG E. (1998), "Corporate governanance: accountability in the marketplace", London , *Institute of Economics Affairs, IEA*.

WEISBACH M. (1998), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20 n° 1-2.

THOMAS CLARK- *International Corporate Governance. A comparative approach,* 2007

SITOGRAFIA

http://www.consob.it/documents/46180/46181/20190318_Linciano.pdf/07a38fea-137b-41c8-a592-8d2b1ff8fefc

http://www.assonime.it/eventi/documents/bianchi.pdf

https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/relazionecomitato2018.pdf

http://tesi.cab.unipd.it/53508/1/Tagazzini_Davide.pdf

http://www.educatt.it/collegi/archivio/QDL2011_VESE.pdf

https://giodit.com/2017/02/02/la-social-entrepreneurship-parte-3-e-book/#more-1084

https://www.accountingtools.com/articles/2019/1/25/shareholder-theory

https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/1558746/131522/Tesi%20di%20Dottorato%20Alessandro%20Zerbetto.pdf