



*Dipartimento di
Impresa e Management*

*Cattedra di
Economia aziendale*

TITOLO

**I RUOLI DELLA PROPRIETA' E DEL
MANAGEMENT NEL GOVERNO D'IMPRESA**

RELATORE

Prof.ssa Maria Federica Izzo

CANDIDATO

Francesca Mallardo

Matr.208051

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

Introduzione.....	3
1. Il governo d’impresa: quadro teorico di riferimento.....	6
1.1 L’Evoluzione storica della Corporate Governance.....	6
1.2 Conflitti tra azionisti e management.....	11
1.2.1 La teoria dell’agenzia.....	12
1.3 La molteplicità di interessi che convergono in un’impresa.....	13
1.3.1 Shareholder Theory.....	14
1.3.2 Stakeholder Theory.....	15
1.4 Le diverse concezioni di governo d’impresa.....	16
1.4.1 La concezione allargata.....	16
1.4.2 La concezione ristretta.....	17
2 La separazione tra proprietà e controllo.....	18
2.1 Il ruolo del management.....	19
2.2 La creazione di valore per gli azionisti.....	20
2.3 I sistemi e modelli di gestione e controllo.....	22
2.3.1 Modello monistico.....	24
2.3.2 Modello dualistico.....	25
3 La Fiat –Chrysler.....	27
3.1 L’evoluzione della corporate governance nel caso Italiano.....	29
3.2 Le origini dell’impresa familiare Fiat.....	30
3.3 Lo sviluppo di Fiat nel mercato italiano	31
3.4 L’accordo Fiat-Chrysler.....	31
Conclusioni.....	34
Bibliografia.....	35

Introduzione

Il presente elaborato ha come oggetto preliminare di studio l'analisi degli assetti proprietari delle imprese, prende in esame il tema della *Corporate Governance* e descrive l'assetto proprietario e la struttura societaria di un grande gruppo aziendale *Fiat Chrysler Automobiles* (FCA). Fra le tematiche esaminate nel lavoro a seguire possiamo individuare una analisi approfondita delle problematiche del governo societario d'impresa, ossia le problematiche relative alla *Corporate Governance*. La *Corporate Governance* si può definire come l'insieme di istituzioni e di regole finalizzate ad assicurare un governo efficace, efficiente e corretto nei confronti di tutti i soggetti interessati alla vita aziendale; in senso esteso, come un insieme di condizioni che si creano nel sistema economico nel quale le imprese si trovano ad operare¹.

Diventa in tal modo rilevante comprendere il ruolo di determinati soggetti sia sotto il profilo gestionale che sotto il profilo della *governance*, infatti nelle società per azioni (S.p.A.) la maggioranza degli azionisti di rado ambisce a comprendere gli affari della società e non se ne occupa minimamente ma si accontenta di ricevere il dividendo che gli amministratori ritengono opportuno distribuire loro. Una problematica diffusa nei temi di *Corporate Governance* si riferisce al ruolo ricoperto da manager nelle S.p.A., sovente accade che questi ultimi utilizzano in modo inefficiente le risorse societarie derivanti dalla struttura finanziaria. Tale concetto si ricollega ad un problema conosciuto negli assetti proprietari delle imprese e cioè quello dei "costi di agenzia". Secondo la teoria dell'agenzia vi è una relazione diretta tra il grado di concentrazione dell'azionariato di un'impresa e la creazione di valore; in altri termini, maggiore è l'eterogeneità del capitale di rischio ripartito nelle mani di un numero rilevante di piccoli azionisti, più alta sarà la tendenza del management ad inseguire benefici personali di breve termine a danno della creazione di valore per l'azienda e tutti gli stakeholder coinvolti. In tal senso, il valore creato da un'azienda controllata da un unico imprenditore è, *ceteris paribus*, probabilmente superiore a quello creato da una società controllata da molti azionisti e di conseguenza a quello prodotto da un'azienda ad azionariato diffuso².

L'Italia presenta storicamente un tessuto produttivo caratterizzato da piccole e medie imprese (PMI) a conduzione familiare, soprattutto per le aziende operanti nei mercati tradizionali del *food* e della moda. Tuttavia, le dinamiche dei mercati del Nuovo Millennio derivanti sia dalla globalizzazione degli stessi che dalle crisi finanziarie tipiche dei tempi hanno portato, le strutture societarie a modificarsi verso una standardizzazione che ricorre ai manager esterni alla famiglia per la gestione dell'intero tessuto organizzativo e produttivo. L'impresa in Italia, più che in ogni altro paese

¹ GOGLIO A.; GOLDSTEIN A., (2010); *Corporate Governance. Un cardine della crescita economica*, Il Mulino.

² Vedi n. precedente.

occidentale, può essere rappresentata simbolicamente da un nucleo familiare che oltre a detenere la proprietà, gestisce la maggioranza del capitale azionario e le scelte produttive del proprio business. Ciò perché in Italia le piccole e medie imprese sono molto più numerose che altrove e nella piccola e media impresa la scala degli investimenti e delle capacità manageriali sono ancora tipicamente alla portata di un nucleo familiare. Tuttavia, anche le poche grandi imprese esistenti nel Paese sono a conduzione familiare, con un processo evolutivo partito dagli anni trenta e sviluppatosi nel tempo. Questo aspetto caratteristico delle imprese italiane può essere visto sia come punto di forza che come tallone d'Achille del sistema produttivo italiano. Il capitalismo familiare, infatti, ha un essenziale punto di forza nella coincidenza fisica di due ruoli fondamentali per l'impresa: tra il proprietario e il manager. Tale peculiarità limita eventuali conflitti di interessi e con essi il pericolo che le decisioni gestionali possano essere in contrasto con il profitto dell'impresa, a meno che il proprietario-gestore non commetta un errore. Invece, le decisioni di un manager stipendiato possono discostarsi dalla massimizzazione del profitto, per il semplice fatto che il manager amministra soldi che non sono suoi.

Il grande problema nasce nel momento in cui l'impresa raggiunge una dimensione tale da rendere insufficienti le risorse finanziarie e conoscitive del tessuto familiare che interagisce nella gestione del family business. La penuria di capacità gestionali tende a verificarsi in coincidenza con la successione nella conduzione aziendale, che infatti è un momento critico nella vita di un'azienda familiare. Bastano dei figli incapaci o litigiosi, e il lavoro di una vita dei loro genitori può scomparire rapidamente, coinvolgendo tutti coloro il cui destino è legato alla sopravvivenza dell'impresa. La problematica deve essere necessariamente superata con l'ingresso nelle stanze dei bottoni di manager esperti e al contempo fidati. Diversamente, l'impresa sviluppatasi nel corso degli anni rischia di passare la proprietà in altre mani perdendo il carattere familiare.

I grandi gruppi industriali italiani hanno seguito spesso questa strada; molte imprese familiari hanno visto la genesi industriale grazie alle intuizioni geniali e coraggiose di pionieri come gli Agnelli o i Benetton, creando le proprie aree di business in piccole realizzazioni ma con un successivo sviluppo che ha portato la crescita dimensionale dell'impresa. Si pensi a Fiat e i suoi piccoli garage di riparazione autoveicoli diventata poi la più grande impresa italiana capace di dare lavoro a quasi trecentomila connazionali senza considerare l'indotto. Oppure basta ricordare le imprese Olivetti, Parmalat, Barilla, Pirelli e molte altre come Fininvest e Benetton. Le nuove logiche competitive dei mercati in cui le imprese familiari si trovano ad operare rendono sempre più necessario l'utilizzo di fonti di finanziamento capaci di assicurare adeguati livelli di flessibilità finanziaria. In tale ottica, le nuove generazioni, svincolate dai vecchi modelli di gestione e quindi più aperti all'ingresso nel capitale di rischio di soggetti estranei alla cerchia familiare, potranno rappresentare un modello

culturale più adeguato per il governo di tali realtà imprenditoriali. Tuttavia, solo da alcuni anni le problematiche delle imprese familiari hanno cominciato a destare l'interesse degli studiosi di management.

È del tutto evidente quindi che l'azionariato familiare di molte imprese italiane ricopre oggi "solo" il ruolo di decisore in sede di Consiglio di Amministrazione, delegando al management le decisioni finanziarie e produttive. In questo contesto anche in Italia si è sviluppato il ricorso alla *Corporate Governance* per garantire efficienza e redditività dell'impresa. Sono molte le imprese italiane nate e sviluppatesi tra il XIX e il XX secolo grazie al coraggio, l'intuizione e l'intelligenza di imprenditori italiani che grazie alla conduzione familiare hanno conquistato vantaggio competitivo nei mercati, grazie alla diffusione di prodotti ad alti standard qualitativi e innovativi tali da garantire un posizionamento solido e duraturo. Ma nella nuova economia mondiale si è reso necessario ricorrere a management professionali altamente preparati (non senza insuccessi) capaci di garantire la creazione del valore nel tempo e, ancor più spesso, risollevarle le imprese a conduzione familiare segnate dalla crisi globali.

Tra queste imprese, il caso italiano più eclatante è senza dubbio "Fiat Chrysler Automobiles (FCA)", data dalla fusione di FIAT (la grande industria automobilistica italiana guidata dalla famiglia Agnelli di Torino) e Chrysler (grande produttore di automobili statunitense); l'ultimo capitolo vede l'esame della evoluzione di questa azienda sotto il profilo storico e sotto il profilo organizzativo, sottolineando gli effetti in conseguenza della fusione con il gruppo Chrysler.

1 Il Governo d'impresa: quadro teorico di riferimento

Con il termine inglese *Governance* ci si riferisce al “modo di governo o conduzione” di una impresa. La Gran Bretagna si servì del termine suddetto dal XIV secolo per indicare il senso di responsabilità, utilizzandolo per indicare il metodo di governo adoperato dalle imprese sia sotto l'aspetto del tessuto manageriale che da quello produttivo. Il termine "*Corporate Governance*" nel 1960 è stato usato per la prima volta allo scopo di descrivere "la struttura e il funzionamento dell'azienda". La *corporate governance* si riferisce all'insieme di norme che regolano la gestione e la direzione di una società o di un ente, pubblico o privato. Gli studi sulla *Corporate Governance* hanno subito un rapido incremento dagli ultimi decenni dal XX secolo ad oggi³.

Lo scopo principale della *Corporate Governance* sta nella necessità di analizzare strutture e meccanismi di governo delle aziende tali da garantire lo sviluppo dimensionale dell'azienda mantenendo una struttura economica finanziaria efficiente nel tempo. Il XX secolo fu caratterizzato da molte quotazioni in borsa di società statunitensi e britanniche; si assistette quindi al contemporaneo sviluppo dell'analisi del fenomeno *Corporate Governance*, capace di garantire strutture aziendali dinamiche improntate a competere in mercati sempre più concorrenziali. Per le società quotate in borsa si verificarono due rilevanti conseguenze: l'ampliamento della platea di azionisti che partecipano con capitale di rischio alla società e il ridimensionamento del legame tra azionista e management aziendale. Emerse, in tal modo, la moderna impresa a azionariato diffuso caratterizzata dalla separazione della figura di azionista che conferisce il capitale di rischio da quella dei manager; il Consiglio di Amministrazione conferisce il potere al management che lo usa per incrementare la redditività e la dimensione dell'azienda. In tale contesto, la letteratura in materia avviò un interessante e proficuo dibattito sul ruolo della *Corporate Governance*.

1.1 L'Evoluzione storica della Corporate Governance

Il dibattito sulla *Corporate Governance* delle imprese nella letteratura e nelle tavole rotonde mondiali si sviluppa già a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, quando gli analisti cominciarono ad affrontare alcune annose questioni focalizzando l'attenzione su diversi temi, tra cui⁴:

1. Una ricerca empirica sviluppata su molte aziende quotate negli USA e in Gran Bretagna mostra risultati che mettono in evidenza come il fallimento di alcune grandi società quotate

³ GENCO P., (2012), *Corporate Governance. Sistemi e strutture di governo di un'impresa*, Enzo Albano Editore.

⁴ MACEY J. R., (2019), *Corporate Governance. Quando le regole falliscono*, IBL Libri

sia stato causato oltre dalla cattiva gestione d'impresa, anche dalla scarsa qualità e quantità di controllo da parte degli organi istituzionali preposti.

2. In Europa, ed in particolar modo nell'UE, risulta evidente tra gli esponenti del mondo industriale e politico la necessità di avviare un processo di convergenza del diritto sociale a livello comunitario; nello specifico, ha luogo un acceso dibattito tra i rappresentanti delle diverse nazioni riguardo la proposta di quinta direttiva, che ha per oggetto la configurazione degli organi di governo delle imprese quotate;
3. Nei paesi industrializzati si diffonde una corrente di pensiero per approfondire il concetto di responsabilità sociale d'impresa e si comincia ad affermare una concezione estesa del concetto di *stakeholder* che racchiude, oltre agli azionisti, i dipendenti, i fornitori, i clienti, i finanziatori, lo Stato e la collettività in senso ampio.

Per ciò che concerne il primo punto, negli USA il dibattito si origina negli anni Settanta con la pubblicazione di una ricerca empirica, realizzata da Myles Mace⁵, avente come oggetto la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione delle grandi imprese. Lo studio in questione sottolineò che le aziende valutavano i propri consiglieri in base al loro prestigio personale (*ornaments on a corporate Christmas tree*) e non per il contributo materiale che essi erano effettivamente in grado di apportare per il funzionamento efficiente e remunerativo dell'impresa. I membri del Consiglio di Amministrazione delle maggiori imprese statunitensi, erano infatti selezionati dal CEO⁶ tra un ristretto numero di manager di fiducia, professionisti esterni, membri di società che spesso avevano in essere una relazione d'affari già avviata nel tempo (esempio: studi legali, società di consulenza, banche d'affari ecc.); in altri termini, un ventaglio di conoscenti che possedevano una brillante carriera professionale.

Tuttavia, tale strategia di scelta del management poteva funzionare in un mondo caratterizzato da spinte consumistiche molto elevate, tipiche della seconda metà del Novecento. Ma con l'avvento del Nuovo Millennio la scelta dell'apparato manageriale risulta di fondamentale importanza in quanto da tale scelta dipendono le sorti aziendali e di tutti gli stakeholder coinvolti. In questo senso, gli analisti avviarono un ramo di discussione circa la necessità di introdurre nel Consiglio di Amministrazione i controlli di contrappeso (*check and balance*) per accrescere il potere degli amministratori interni. Tra le proposte avanzate, vi erano la richiesta dell'aumento del numero degli *outside directors* (consiglieri esterni indipendenti), ossia amministratori che non hanno una relazione economica con la società, e

⁵ MACE M.L., REGISTI (1971), *Myth and reality*, Harvard Business School Press.

⁶ Chief Executive Officer - Amministratore delegato.

la costruzione di comitati di revisione contabile prevalentemente da parte dei fornitori di deleghe di gestioni individuali ovvero non esecutivi⁷.

Il comitato di revisione è incaricato di validare i bilanci delle società di norma allo scopo di garantire l'imparzialità di questo giudizio. Di solito tale lavoro viene affidato a amministratori esterni. Dagli anni Settanta, la Comunità Economica Europea (CEE) si è impegnata a creare alcune direttive per gestire il processo di armonizzazione del diritto societario tra i vari Stati membri. La proposta di direttiva che suscitò maggiori controversie tra i partecipanti dei vari paesi fu la quinta, elaborata nel 1972; quest'ultima aveva per oggetto la ridefinizione degli organi di *Governance* economici della società. Tale direttiva, esortava le imprese degli Stati membri della CEE ad abbandonare la struttura del Consiglio di Amministrazione a un livello (*unitary o one-tier board*) allo scopo di assicurare la struttura a due livelli (*two-tier board*) caratteristica dell'esperienza tedesca olandese⁸. Differentemente dai Consigli di Amministrazione a un solo livello, nei quali tutti i consiglieri partecipano allo stesso livello e hanno le stesse responsabilità, i consigli a due livelli impongono la presenza di un consiglio di sorveglianza con la funzione di nominare i membri del consiglio esecutivo e di esaminarne l'operato (*executive board*), che a sua volta ha il compito di gestire l'impresa dal punto di vista operativo. La quinta direttiva, inoltre, intendeva introdurre, sulla base del modello tedesco, la costituzione di una partnership tra capitale e lavoro con lo scopo di garantire che il consiglio di sorveglianza fosse composto da un uguale numero di rappresentanti degli azionisti e dei prestatori di lavoro. La maggioranza dei paesi della CEE si oppose a tale proposta, in quanto respingeva un coinvolgimento diretto dei lavoratori nel processo di governo economico.

Un ulteriore fenomeno sui temi della *Corporate Governance* emerge negli anni Settanta e riguarda la corrente di pensiero che predomina in quel periodo secondo la quale le imprese devono creare valore per gli azionisti perché, in questo modo, esse contribuiscono ad accrescere lo sviluppo economico e sociale della collettività. Se le imprese accrescono il proprio valore, migliorando il vantaggio competitivo nei confronti dei competitors e rafforzando il proprio posizionamento, tutti gli stakeholder coinvolti ne giovano e di conseguenza aumenta il benessere sociale. Si oppone a tale impostazione la teoria della massimizzazione del profitto e della creazione di valore economico per gli azionisti indipendentemente dal fatto che questi possono in qualche modo stimolare atti irresponsabili sotto il profilo dell'inquinamento ambientale, dello sfruttamento del lavoro minorile,

⁷ COLLI A., (2006), *Corporate Governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio.

⁸ Vedi n. precedente.

della tutela della salute dei dipendenti, della collettività in senso lato⁹. Tale visione irresponsabile del mondo industriale è stata contemplata nei primi decenni del secondo dopoguerra, perché in quell'epoca lo sviluppo economico costituiva l'obiettivo prioritario al quale tutti gli altri dovevano subordinarsi. Tuttavia, negli anni Settanta, gli standard di vita più elevati, hanno modificato il quadro conducendo ad un'inversione di tendenza, andando a soddisfare tutti gli stakeholder dell'azienda.

Negli anni Ottanta, l'interesse sul dibattito riguardante la *Corporate Governance* si affievolisce specie negli USA e in Gran Bretagna, dove i Reagan e Thatcher, rispettivamente Presidente USA e Primo Ministro inglese, mettono in essere politiche economiche spiccatamente liberiste, capaci di ribadire la responsabilità dei CdA nei confronti degli azionisti, spingendo le imprese verso una impostazione organizzativa e produttiva volta al principio della massimizzazione del profitto quale criterio guida delle imprese, senza prestare molta attenzione agli equilibri socio-economici e ambientalisti dell'intero sistema produttivo mondiale.

Alla fine degli anni Ottanta, il dibattito *Corporate Governance* era connesso all'esame di alcuni scandali finanziari¹⁰ che riguardarono molteplici grandi imprese e società finanziarie. Questi accadimenti, riaccessero il dibattito sulla costituzione e sul funzionamento del Consiglio di Amministrazione e l'eccessivo potere del top management e dell'amministratore delegato nell'incidere sulle decisioni prese dal consiglio, ribadendo la necessità di formare meccanismi di controllo e di bilancio col fine di assegnare maggiore peso ai consiglieri non esecutivi e quindi esterni, avviando la questione della separazione della figura di presidente da amministratore delegato. Contemporaneamente il sistema economico mondiale vedeva una netta separazione tra le imprese appartenenti a diverse aree geografiche. Se da una parte la Germania in Europa e il Giappone e la Cina proseguivano un percorso di sviluppo economico di medio lungo termine che portava risultati incoraggianti, nel resto d'Europa e negli USA iniziava a manifestarsi la perdita di competitività delle imprese nei confronti delle rivali tedesche e giapponesi. Le maggiori imprese occidentali mostravano difficoltà in alcuni settori fondamentali, sia nella crescita dimensionale che nello sviluppo qualitativo della propria produzione. Quest'ultimo fenomeno diede origine ad un continuo processo di ridimensionamento delle dimensioni aziendali che concerneva molteplici aziende pubbliche americane ed europee. Il consistente aumento dei licenziamenti, riguardava soltanto piccole e medie

⁹ FERRERO G., (2018), *Marketing e creazione del valore*, Giappichelli.

¹⁰ Tra i più importanti scandali finanziari dell'epoca negli USA Ivan Boesky (1980), si notano Michael Levine e Michael Milken (1980), celebri per aver creato l'enorme mercato dei titoli obbligazionari "*junk bond*" attraverso la banca d'affari Drexel, Burnham e Lambert, accusati di aver compiuto gravi reati di *insider trading* In Gran Bretagna. L'attenzione pubblica si rivolge anche al dissesto e ai gravi reati societari connessi allo scandalo finanziario della Bank of Credit and Commerce International, 1990. ZATTONI A.,(2015), *Corporate Governance*, EGEA.

imprese che versavano in settori di crisi, e coinvolsero, oltre a numerosi inermi lavoratori, anche il management di alcune importanti imprese, come l'American Express, la General Motors, l'IBM e la Kodak, non essendo gli azionisti contenti delle performance aziendali e della loro gestione¹¹.

Negli anni Novanta invece, il tema del governo societario oltrepassa il confine dei cultori della materia e degli uomini d'affari grazie ad alcuni eventi critici come¹²:

- a) La caduta del regime socialista e del muro di Berlino;
- b) La privatizzazione di alcuni settori dell'economia di diverse nazioni;
- c) Il peso crescente degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle grandi imprese;
- d) Il fallimento improvviso di alcune importanti società industriali e finanziarie;
- e) L'introduzione dei codici di autodisciplina;
- f) La realizzazione di alcune grandi operazioni di acquisizione.

Il crollo dell'Unione Sovietica disegna per sempre la fine della contrapposizione economica e sociale tra comunismo e capitalismo, con la netta vittoria di quest'ultimo, che porta definitivamente i sistemi economici verso la liberalizzazione dei mercati, a favore dell'efficienza produttiva ma non sempre dell'equità sociale. Emerse in tal modo il problema di disegnare l'assetto di governo delle imprese, sia pubbliche ma soprattutto private.

Uno dei fenomeni che si manifestarono negli anni Novanta, come logica conseguenza sia dell'efficienza allocativa delle risorse necessaria alla competitività, sia alla spinta liberista dei mercati, fu la privatizzazione di molte imprese pubbliche. Così facendo, soprattutto gli Stati europei, si liberavano della gestione di imprese ormai inefficienti e incassavano risorse da destinare ad altri servizi. In questo modo si assistette alla crescita dimensionale di molti investitori istituzionali nel capitale di rischio delle grandi imprese. In quegli anni, i fondi pensione e di investimento comuni controllavano una quota molto rilevante degli investimenti sostenuti. In seguito, con il fallimento di importanti società e la scoperta di gravi reati societari commessi dai vertici di tali imprese, si intensificò il dibattito sulla *Corporate Governance*, portando la comunità finanziaria e industriale di diversi paesi verso la costituzione di una serie di codici di regolamentazione che stabiliscono la

¹¹ ZATTONI A.,(2015), *Corporate Governance*, EGEA.

¹² COLLI A., (2006), *Corporate Governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio.

progettazione di una architettura di governo per limitare i rischi di abuso del potere dell'alta direzione o degli azionisti di controllo, ai danni degli investitori non coinvolti nella gestione aziendale.

Nei primi anni del 2000, l'ascesa e il successivo declino del valore dei titoli della *new economy* hanno fatto sì che gli accademici si interrogassero sul modello migliore di governo delle società industriali e degli intermediari finanziari. Di recente, la crisi finanziaria scoppiata con i mutui *subprime* in USA nel 2007 che successivamente ha contagiato l'intero sistema economico-finanziario occidentale, ha evidenziato come il sistema dei controlli in atto, non sia stato in grado di sottolineare tempestivamente le pratiche illegali intraprese dal top management delle aziende coinvolte, soprattutto in ambito bancario. La conseguenza peggiore di questi episodi di cattiva gestione non consiste esclusivamente nel danno patrimoniale ricevuto dai risparmiatori che avevano comperato le obbligazioni e azioni della società che sono fallite, ma anche nella perdita di fiducia dei risparmiatori e della collettività nei confronti degli esponenti del mondo industriale e finanziario, fondamentalmente perché alcune imprese coinvolte sono esempi eccellenti.

A tal proposito le autorità nazionali e internazionali hanno inserito, o stanno inserendo nuove norme atte ad attribuire maggiori responsabilità civili e penali alle persone colpevoli di reati societari. Il fine primario della riforma è quello di salvaguardare l'interesse di coloro che finanziano le imprese senza poterne indirizzare il comportamento. Il governo americano ha reagito tempestivamente agli scandali societari dell'inizio del nuovo millennio emanando dopo pochi anni il *Sarbanes-Oxley Act* ed applicandolo a tutte le imprese quotate alla borsa di New York. Tale documento contiene le istruzioni riguardanti la responsabilità dei consiglieri e dei dirigenti, dall'informativa rivolta al pubblico dei risparmiatori al ruolo delle società di revisione.

1.2 Conflitti tra azionisti e management

I conflitti d'interesse tra gli azionisti e il management sono un tema particolarmente osservato negli studi di corporate *governance*. Questi conflitti sorgono principalmente nelle imprese ad azionariato diffuso perché sussiste un netto distacco tra l'interesse degli azionisti, diretti al percepimento di un rendimento grazie ad un buon funzionamento dell'impresa, e i management che adottano comportamenti sottottimali in termini di valore economico perseguendo obiettivi personali, nell'esercizio della gestione. Questo contrasto di interessi danneggia in primis il fine della società e di conseguenza gli azionisti e gli altri soggetti interessati. Il management anche attraverso la scelta della struttura finanziaria che non minimizza i costi di indebitamento può provocare un danno indiretto ad essi. Viene quindi analizzato come possa instaurarsi un rapporto contrattuale che massimizzi l'utilità di entrambi.

1.2.1 La teoria dell'agenzia

La teoria sull'agenzia è stata oggetto di molteplici studi volti a comprendere la relazione tra azionisti e manager, analizzando anche il rapporto tra gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza. Il primo teorico ad analizzare i cosiddetti problemi di agenzia fu Adam Smith nel 1776, il quale ha osservato il comportamento di amministratori non proprietari dell'impresa ed quello degli amministratori/proprietari. Dallo studio dei comportamenti di questi soggetti si è evinto che gli amministratori non proprietari non operano con la stessa diligenza degli ultimi, poiché le risorse gestite non sono di loro proprietà. Questa teoria è stata ampliata e studiata più approfonditamente da Berle e Means nel 1932, i quali hanno focalizzato la loro concentrazione sulle le grandi imprese statunitensi, rilevando una maggiore concentrazione di potere nelle mani dei manager.

Il rapporto di agenzia si può definire come un contratto in base al quale uno o più persone, il *principal* (azionisti), delegano un'altra persona cioè l'*agent* (manager) nell'esecuzione di funzioni gestionali. L'esistenza di questo contratto deriva dal fatto che i primi, a causa di una grande dispersione proprietaria, non riescono ad occuparsi della gestione totale dell'impresa e necessitano della figura dell'*agent*. Il manager beneficia di un'asimmetria perché sussistono delle informazioni disponibili solo per egli, sia per quanto riguarda il livello di efficienza con cui è in grado di eseguire determinati compiti, sia sulle condizioni in cui si trova ad operare. Per la non completa osservabilità delle azioni sull'operato dei manager è estremamente difficile stabilire quanta parte dei risultati siano dovuti allo sforzo di egli e quanta parte siano frutto di variabili fuori dal suo controllo. L'asimmetria informativa rappresenta il punto cardine, tra agente e principale, al quale si attribuisce la nascita dei costi di agenzia.

Il problema dell'agenzia quindi, può essere sintetizzato, nella possibilità di comportamenti opportunistici da parte del manager, che non è incentivato dagli stessi fini degli azionisti. Le categorie di questi comportamenti, analizzata da Jensen nel 1979, possono essere sintetizzate così:

-Moral hazard: anche definito opportunismo post-contrattuale, si configura successivamente alla formazione del contratto. Partendo da una condizione in cui i soggetti coinvolti nella relazione godono di simmetria informativa, l'azzardo morale interviene quando l'agente compie un'azione non osservabile dal principale. L'agente, quindi, ha in questo contesto la possibilità di compiere azioni che accrescano la propria utilità a scapito di quella del principale, rimarcando ulteriormente la divergenza tra i loro obiettivi.

-Adverse selection: anche definito opportunismo pre-contrattuale, poiché insorge nel momento in cui l'*agente* possiede, rispetto a se stesso o nei confronti del bene, un set di informazioni maggiori rispetto al *principale* e quindi nella stipulazione del contratto lo potrebbe manipolare definendo alcune clausole contrattuali, che se la controparte ne avrebbe la conoscenza non fisserebbe.

Se esistessero contratti completi e quindi perfetti, tale problematica si risolverebbe facilmente, tuttavia nella realtà i contratti sono imperfetti, perché non esiste un contratto che indica come i soggetti devono comportarsi in ogni circostanza. Una potenziale soluzione potrebbe essere quella di creare un contratto incompleto che cerchi di allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei manager mediante sistemi di incentivazione. Dei criteri di incentivazione più efficaci potrebbero essere: il metodo degli aumenti salariali o quello basato sull'erogazione di commissioni, *stock options* ecc..

Infine, rifacendosi agli studi di economia politica, possiamo affermare che ciascun individuo cercherà di massimizzare la propria funzione di utilità e ciò crea situazioni nelle quali i manager non sempre agiscono nell'interesse degli azionisti.

1.3 La molteplicità di interessi che convergono in un'impresa

All'interno e all'esterno di un'impresa convergono molteplici soggetti detti anche "portatori d'interesse", i quali sono in qualche modo coinvolti nella vita aziendale. Essi vengono definiti stakeholder, in inglese letteralmente: «titolari di una posta in gioco». Fanno dunque parte di tale insieme: clienti, fornitori, finanziatori (es. banche e azionisti, o *shareholder*), collaboratori, dipendenti, ma anche gruppi di interesse locali o esterni, come i residenti di aree limitrofe a un'azienda e le istituzioni statali relative all'amministrazione locale.

Esistono due tipi di stakeholder:

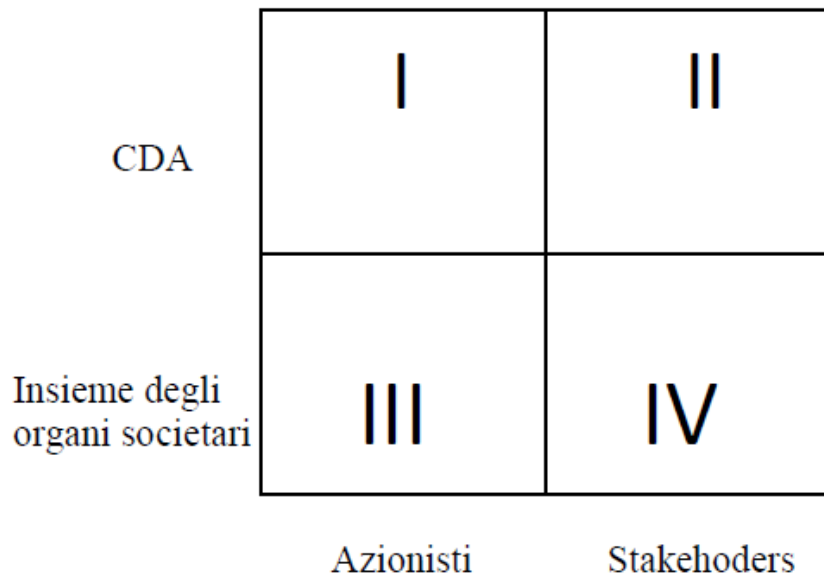
- stakeholder forti: come gli azionisti, senza i quali la società non verrebbe ad esistenza.

I stakeholder forti vengono mossi da interessi differenti e sostanzialmente in contrasto tra loro, ma tutti sono accomunati dall'assunzione del rischio, che deriva dal loro coinvolgimento diretto all'interno nell'impresa sociale.

- stakeholder deboli: sono soggetti che in maniera differente entrano in contatto con la società. Essi variano in base a diverse determinanti: il territorio in cui opera l'impresa, le dimensioni e i livelli occupazionali garantiti.

La corporate governance, con la presenza di molteplici norme, definisce i rapporti sotto tutti i livelli aziendali e così regola gli interessi di tutti gli stakeholders presenti. Tali interessi dei soggetti coinvolti possono essere sintetizzati nella seguente figura.

Figura 1 Le dimensioni della Corporate Governance¹³



Nel primo quadrante si considera rilevante solo la tutela degli azionisti e del Consiglio di Amministrazione, l'organo in grado di tutelare l'interesse dei proprietari. Secondo tale concezione, tutti gli altri stakeholders non hanno diritto al governo economico, poiché i loro rapporti con l'impresa sono governati da forze di mercato. Nel secondo quadrante risulta rilevante la salvaguardia degli interessi delle varie categorie di stakeholders, ma contemporaneamente difficile da indentificare e soprattutto da stabilire i criteri su come agire per tutelare ogni categoria di interessi, talvolta in contrasto tra loro. Nel terzo quadrante risulta è importante soltanto la tutela degli azionisti e la massimizzazione del loro profitto. Infine nel quarto quadrante è importante la tutela degli azionisti e degli altri stakeholders, gli interessi di queste due categorie sono tutelati da appositi sistemi e strutture.

1.3.1 Shareholder Theory

Alla base della *Shareholder Theory* si ha la concezione che l'unica "responsabilità sociale" dell'impresa è la massimizzazione dei propri profitti e del valore economico aziendale al fine di beneficiare dei suoi azionisti¹⁴. Il punto di partenza della *Shareholder Value Theory* è un'assunzione, tipicamente neoclassica, in base alla quale il mercato sia sempre superiore alle organizzazioni nel processo di efficiente allocazione delle risorse. In questo caso deve essere il mercato, e non i manager, ad avere il controllo sull'allocazione delle risorse e dei ritorni. In un'altra ottica il ruolo che occupano i manager è fondamentale al fine del conseguimento di maggior valore ,infatti, ricollegandoci anche alla Agency Theory, egli sono investiti di '*fiduciary duties*' nei confronti dei shareholders e hanno

¹³ Zattoni 2015 corporate governance

¹⁴ IANDOLO F., CAPUTO F., (2018), *La creazione del valore tra economia, impresa e sostenibilità*, Nuova Cultura.

l'obiettivo di gestire l'impresa esclusivamente nell'ottica della massimizzazione del valore per gli shareholders¹⁵.

Quest'ultimo trova come indicatore di riferimento il rendimento azionario¹⁶; affinché il management persegua gli interessi degli shareholder oltre ai propri, è necessario che la remunerazione manageriale sia legata al rendimento azionario. Dalla fine degli anni Settanta, questa teoria, è stata largamente utilizzata soprattutto in USA e UK per punire i manager che non adempivano al loro dovere di incrementare il valore azionario. La *Corporate Social Responsibility* (CSR) impone alle imprese l'obbligo della salvaguardia degli interessi dei gruppi costituenti l'azienda, anche se diversi dagli azionisti.

I sostenitori della *Shareholder Value Theory* considerano la CSR solo come una minaccia rispetto al raggiungimento dell'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti. In realtà, profittabilità e responsabilità possono essere compatibili: la sfida consiste nel trasformare le responsabilità sociali dell'impresa in opportunità di *business*. Ad oggi è comunque accettata l'idea che sotto determinate condizioni l'attenzione verso esigenze sociali, nonché la loro soddisfazione, contribuiscano a massimizzare il valore per gli azionisti. La maggior parte delle più grandi imprese sono, infatti, seriamente impegnate in politiche finalizzate al raggiungimento degli interessi di tutti gli stakeholder. In ogni caso è complesso affermare che tutte le politiche di CSR siano profittevoli. I ritorni che ne derivano non sono certi e comunque si otterranno nel lungo termine.

1.3.2 Stakeholder Theory

La *Stakeholder Theory* prevede che la *Corporate Governance* deve essere incentrata sia sulla responsabilità nei confronti degli azionisti, sia verso tutti i suoi *stakeholder*¹⁷. L'impresa, infatti, ha il compito di essere gestita a beneficio dei suoi *stakeholder* distinti tra clienti, fornitori, azionisti, dipendenti e comunità locali, sempre nell'ottica della sopravvivenza e della crescita del valore. La *Stakeholder Theory* nasce come teoria manageriale: il management, e specialmente il top management, dovendo garantire il successo dell'impresa, deve cercare di soddisfare e di bilanciare tutti gli interessi, spesso anche in conflitto, dei diversi stakeholder (Evan e Freeman, 1988).

La *Stakeholder Theory* condivide con la *Shareholder Theory* i principi della democrazia e dell'economia di mercato. Tuttavia le due teorie presentano delle differenze su alcuni punti salienti. Innanzitutto, secondo la *Stakeholder Theory* l'impresa non viene vista come una rete di contratti, bensì come un'entità astratta nella quale convergono una serie di interessi provenienti dai diversi

¹⁵ ALVARO S., D.D'ERAMO, G.GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*. "In quaderni giuridici", N.7, CONSOB, Roma, maggio 2015.

¹⁶ Il rendimento azionario è misurato come logaritmo del rapporto tra il prezzo dell'azione rilevato ad una determinata epoca e lo stesso dell'epoca precedente.

¹⁷ IANDOLO F., CAPUTO F., (2018), *La creazione del valore tra economia, impresa e sostenibilità*, Nuova Cultura.

gruppi o individui che influenzano o sono influenzati dall'attività dell'impresa¹⁸. La *Stakeholder Theory* ha molti punti di forza e pertanto appare migliore rispetto alla *Shareholder Theory* sul piano etico, in quanto prende in considerazione i diritti e gli interessi legittimi di tutti gli *stakeholders*, non soltanto assicurandosi che venga rispettato quanto stabilito dalla legge in merito al rapporto tra *manager* e *stakeholders*. I doveri e le responsabilità dei manager sono molto più ampi rispetto ai “soli” doveri fiduciari nei confronti degli azionisti. Inoltre questa visione dell'impresa è certamente più “elevata” rispetto alla *Shareholder Theory*.

Infine un ulteriore punto di forza è riscontrato nella natura manageriale della *Stakeholder Theory*. In questo caso non si tratta di una teoria meramente etica disconnessa dalla gestione e dalla vita pratica dell'impresa, ma di una vera e propria teoria manageriale fortemente legata al successo del *business*.

1.4 Le diverse concezioni di governo d'impresa

Fin ora nelle pagine precedenti è emerso come La *Corporate Governance* concerne il governo delle imprese e la relazione esistente nei rapporti tra gli azionisti/proprietari dell'impresa (*i principal*) e i manager/gestori (*gli agent*), nell'ottica di interconnettere l'insieme delle relazioni e gli interessi tra soci di controllo di un'impresa (soci di maggioranza), investitori (soci di minoranza) e la struttura direzionale dell'azienda. In quest'ottica si individuano due concezioni fondamentali di *Corporate Governance*: la “concezione allargata” e la “concezione ristretta”¹⁹.

1.4.1 La concezione allargata

La concezione ha come obiettivo quello di evidenziare la posizione di tutti gli *stakeholder* dell'impresa evidenziando i vari elementi, interni ed esterni all'azienda, che ne condizionano il processo di governo. Tale concezione presenta come assunto essenziale la netta separazione tra proprietà e controllo solo nei casi di imprese quotate e di grandi dimensioni. In Italia moltissime imprese non hanno questo problema in quanto la proprietà è spesso concentrata. La concezione allargata analizza, oltre all'interesse degli azionisti, anche l'interesse di diversi *stakeholder* e sottolinea che i processi di *Corporate Governance* comprendono oltre agli organi interni, identificabili nel management d'impresa, anche quelli esterni, cioè l'insieme di norme applicabili alle imprese, organismi e istituzioni di controllo ecc.

¹⁸ PEDRINI M., (2017), *Stakeholder management. Teoria, strategie e strumenti di gestione*, Vita e Pensiero.

¹⁹ DI DONATO F., IZZO M.F. (2005), *Le peculiarità della Corporate Governance italiana e la sua evoluzione*, in FIORI G., TISCINI R. (a cura di), *Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Franco Angeli.

L'analisi qualitativa dell'impresa secondo la concezione allargata permette quindi di stabilire se la Corporate Governance è incentrata strettamente sulla creazione del valore o se è estesa anche alla soddisfazione degli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti nel processo produttivo.

1.4.2 La concezione ristretta

La concezione ristretta è condizionata dai modelli assunti nei sistemi capitalistici anglosassoni, dove le grandi *corporation* sono caratterizzate da un assetto proprietario riconducibile al modello della *public company*.

Gli azionisti sono, infatti, la categoria di *stakeholder* che ha il diritto di controllo (esercitato esprimendo il proprio voto su alcune decisioni importanti e nominando i membri del CDA) ed essendo proprietari, hanno un forte interesse alla massimizzazione dell'efficienza e della redditività prodotta nel lungo periodo. La *Corporate Governance* è vista in quest'ambito come lo strumento attraverso il quale i manager sono incentivati a perseguire gli interessi degli azionisti (obiettivo di creazione del valore azionario). La relazione fra azionisti e membri del CDA è configurabile come un rapporto di agenzia.

Il principale problema di *Corporate Governance* si verifica quando la struttura azionaria è così frazionata da dare luogo al fenomeno della separazione della proprietà dal controllo dell'impresa. Questo determina poi conseguenze rilevanti: riduce l'incentivo degli azionisti a svolgere un'adeguata attività di controllo sull'operato dei dirigenti e attribuisce ai manager il controllo del CDA e dell'impresa.

2 La separazione tra proprietà e controllo

Il tema della separazione tra proprietà e controllo nel dibattito sulla *Corporate Governance* è stato già affrontato nelle pagine precedenti ma merita un approfondimento in quanto identifica la tipologia di impresa nelle sue più basiche sfaccettature. La separazione tra proprietà e controllo è tipica delle grandi imprese statunitensi, dove spesso struttura organizzativa aziendale è costituita da un management stipendiato che gestisce l'impresa che partecipa al CDA pur non possedendo azioni della società.

La netta separazione tra proprietà e controllo si verifica quando la struttura azionaria dell'impresa è molto frazionata e la gran parte o la totalità degli azionisti non ha l'interesse o la possibilità di esercitare direttamente il diritto di controllo sull'impresa esercitato dai manager, a cui è delegata la gestione dell'impresa²⁰. In questo caso gli azionisti, pur continuando a mantenere il diritto al rendimento residuale, cedono parte dei loro diritti di controllo ai manager che governano di fatto l'impresa. La separazione tra il diritto residuale di controllo e il diritto al rendimento residuale, può avere conseguenze particolarmente negative sull'efficienza aziendale perché potrebbe consentire a chi governa l'impresa di appropriarsi indebitamente di alcuni benefici a danno dell'interesse degli azionisti²¹.

Le situazioni che possono configurarsi in questo ambito possono essere così raggruppate²²:

1. La proprietà coincide con il controllo, cioè il capitale di rischio dell'impresa è interamente posseduto dalla persona che la gestisce: questo il caso tipico delle piccole imprese o quando una famiglia proprietaria mantiene il controllo del capitale e la gestione dell'impresa (si pensi alle società con amministratore unico, altresì unico proprietario). Non c'è separazione tra proprietà e controllo, l'impresa è posseduta totalmente dalla stessa persona che la gestisce e ciò, garantisce che l'impresa sarà governata nel raggiungimento della massimizzazione dell'efficienza. In questo caso, infatti, l'imprenditore assumerà solo decisioni che gli consentono di ottenere dei benefici personali (monetari e non) superiori ai costi sopportati, tenendo presente che benefici e costi personali coincidono con quelli aziendali;

²⁰ ALVARO S., D.D'ERAMO, G.GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*. "In quaderni giuridici", N.7, CONSOB, Roma, maggio 2015.

²¹ Già nel 1776 Adam Smith affermava che se chi gestisce un'impresa è soggetto diverso da chi la possiede è lecito sospettare che i manager, amministrando denaro altrui, non mettano lo stesso impegno con il quale amministrerebbero il proprio. Questa disgiunzione tra chi possiede e chi gestisce configura del manager ottimale per la società. DE FIORE R., FORESTIERI L., MAGINI A., (2019), *Cambio rotta. Storie di sostenibilità e successo*, Mondadori Electa.

²² COLLI A., (2006), *Corporate Governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio.

2. L'imprenditore cede parte del capitale di rischio ad azionisti non coinvolti nella gestione, ma continua a governare l'impresa; è questo il caso di numerose imprese quotate che hanno un azionista di controllo o un azionista di riferimento in grado di esercitare un'influenza dominante sulle importanti decisioni dell'impresa. La struttura azionaria è frazionata tra numerosi azionisti, uno dei quali mantiene il controllo dell'impresa. L'azionista di controllo governa l'impresa e ne influenza le decisioni notevoli, ma riceve solo una frazione pro quota del rendimento residuale. Di conseguenza, egli gode interamente dei benefici collegati alle sue azioni, ma ne divide i costi con gli investitori esterni. La separazione parziale tra proprietà e controllo determina un potenziale conflitto di interessi tra l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza;
3. Il capitale di rischio è frazionato tra un elevato numero di piccoli azionisti, nessuno dei quali possiede quote del capitale significative e l'azienda è gestita da manager professionisti. Tipico caso dell'azionariato diffuso. È il caso delle *public companies* dove gli amministratori e i top manager esercitano i diritti di controllo su di essa, pur senza avere alcun diritto al rendimento. Essi cioè, godono interamente dei benefici collegati alle loro azioni, pur facendone sopportare i costi agli investitori. La separazione tra proprietà e controllo, determina un conflitto di interessi tra i manager e gli azionisti provocando una riduzione del valore dell'impresa dovuta ai costi di agenzia.

2.1 Il ruolo del management

Il ruolo del management ha chiaramente subito una grande evoluzione nel corso degli anni a qualsiasi latitudine, già a partire dall'analisi dinamica dei risultati ottenuti dall'industria manifatturiera americana nel corso del XIX e XX secolo (Drucker, 1978)²³.

Nel corso del tempo si sono susseguite diverse teorie e scuole di pensiero sul management. Qualsiasi di queste prevede che tra gli obiettivi di un'azienda vi siano l'utilizzo efficiente delle risorse a disposizione per il raggiungimento degli obiettivi stabiliti, la creazione di valore per gli azionisti, il soddisfacimento dei bisogni e delle richieste dei clienti, l'innovazione delle tecnologie produttive al fine di adattare il processo produttivo ad un ambiente in costante evoluzione. In questo quadro si inserisce l'area del management, responsabile della direzione e del coordinamento delle varie unità aziendali e delle loro funzioni, al fine di consentire all'organizzazione il raggiungimento degli obiettivi prefissati²⁴.

²³ In Italia l'evoluzione della professione si sviluppa all'inizio degli anni Cinquanta del secolo scorso sia nelle organizzazioni pubbliche che private.

²⁴ BASCIANO C. (2017), *Le funzioni del management*, www.pmi.it/professioni/lavoro-e-carriera/184848/funzioni-del-management.html

La letteratura in materia si è spesso interrogata sulla distinzione ideale manager e leader. Il punto chiave sta nel definire gli equilibri in base alla situazione in cui si deve agire. In tal senso, un manager di successo deve possedere tre principali capacità (*skills*)²⁵:

- **Capacità concettuale/strategica:** il manager deve possedere la consapevolezza della complessità organizzativa inserita nell'ambiente fisico e astratto in cui opera l'impresa che gestisce;
- **Capacità tecnica/operativa,** tale da favorire l'uso del *now how* attraverso la formazione storica del manager;
- **Capacità umana/relazionale,** tale da favorire i processi comunicativi e decisionali piramidali della *Corporate Governance*.

Secondo Mintzberg i buoni manager sono leader capaci di connettersi con la vita e con uno spiccato senso della gestione (Mintzberg, 1991, 2010). È compito del management organizzare e dirigere il sistema aziendale attraverso la pianificazione della strategia, dell'organizzazione e del coordinamento delle attività interne, nonché del controllo di queste ultime durante l'attività stessa, verificando i risultati raggiunti ed apportando le opportune modifiche alla strategia tenendo conto dei cambiamenti e dell'evoluzione del contesto ambientale in cui l'azienda è inserita; il *budgeting* è uno strumento mediante il quale il management stabilisce gli obiettivi della varie unità operative e ne verifica il raggiungimento, in linea con le tre tipologie di capacità elencate in precedenza²⁶.

2.2 La creazione di valore per gli azionisti

Le decisioni strategiche del management sono alla base per la creazione di valore per l'impresa, configurandosi come uno dei principali strumenti atti a contrastare l'evoluzione del ciclo di vita dell'impresa e del settore in cui essa opera, assicurandosi crescita e sviluppo nel lungo periodo. Tra le principali fonti di creazione di valore all'interno dell'impresa si delinea una scuola di pensiero che vede la capacità del *Corporate Governance* di applicare le medesime competenze manageriali, gli stessi sistemi di pianificazione strategica e gli stessi sistemi di allocazione delle risorse ad attività differenti: suddetti legami danno vita a correlazioni di natura strategica. Il valore è un concetto fortemente soggettivo, che dipende dalla prospettiva che si assume nella sua considerazione. Dal punto di vista dell'azionista, cioè del soggetto che impiega nell'azienda capitale di rischio

²⁵ ZATTONI A.,(2015), *Corporate Governance*, EGEA.

²⁶ ZIFARO MARIA, L'importanza del ruolo e del comportamento del manageriale relazione alla difficile situazione che gli imprenditori sono chiamati a mettere in campo a causa del sisma. docenti.unimc.it/maria.zifaro/teaching/2016/16571/files/presentazione-lavoro-di-gruppo-2

detenendone la proprietà, l'obiettivo risiede nell'aumentare il valore dell'azione e la redditività che da essa ne scaturisce²⁷.

Tale impostazione manageriale, lungi dal configurarsi come una visione capitalistica, deriva dal fatto che l'azionista è un c.d. “*stakeholder* di ultima istanza”: la soddisfazione dei suoi interessi è, infatti, subordinata alla soddisfazione degli altri *stakeholders*. Di conseguenza, la creazione di valore per l'azionista implica necessariamente che l'impresa sia in grado di generare valore per tutti gli altri portatori di interesse. L'azionista, in quanto investitore, è interessato ai ritorni finanziari futuri che l'impresa sarà in grado di garantirgli e che serviranno a remunerare il capitale di rischio investito; tuttavia tali redditi futuri dell'impresa sono caratterizzati necessariamente da un certo grado di rischiosità e, inoltre, non saranno completamente distribuiti all'azionista nella forma di flussi di cassa (dividendi), bensì parte di essi saranno reinvestiti nell'impresa, determinando per l'investitore un incremento del proprio impegno di capitale di cui si dovrà tener conto. In altri termini, come il *Dividend Discount Model* (DDM) insegna²⁸, la rinuncia a parte degli utili da parte degli azionisti finalizzata a successivi investimenti in progetti remunerativi, riduce le redditività immediata per l'azionista ma garantisce l'incremento di valore dell'azione nel lungo termine, qualsiasi sia la struttura finanziaria dell'impresa.

La creazione di valore per gli azionisti deve necessariamente porsi come la prospettiva generale da cui inquadrare le performance operative e finanziarie di un'impresa. Gli azionisti rappresentano non solo i principali *stakeholders* di un'organizzazione, in grado di influenzarne l'evoluzione tramite gli strumenti di *Corporate Governance*, bensì si configurano come portatori di interessi la cui soddisfazione in termini di remunerazione del capitale investito è residuale rispetto a quella degli altri *stakeholders*. Di conseguenza, la creazione di valore per gli azionisti implica necessariamente la creazione di valore per l'impresa nel suo complesso.

Ma a ben vedere la creazione di valore per gli azionisti può trovare genesi anche da forme di disinvestimento in progetti meno remunerativi. Il management infatti può trovarsi di fronte a scelte errate fatte in passato, nelle quali sono state sbagliate le stime di crescita e/o di performance. Oppure alcuni mercati in cui l'azienda operano possono subire fasi di declino da cui è opportuno uscire per mitigare le perdite derivanti da volumi di vendite non sufficienti a supportare i costi operativi e

²⁷ FONTANA F., (2010), Strategie di diversificazione e creazione del valore, Franco Angeli.

²⁸ Il *Dividend Discount Model* stima il prezzo dell'azione attualizzando i dividendi attesi dall'impresa in un arco temporale illimitato. Di fondamentale importanza è il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima derivante da un'altra teoria fondamentale della finanza aziendale: il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

gestionali necessari alla produzione. I *driver* di creazione di valore che muovono una strategia di disinvestimento sono²⁹:

1. L'incremento della performance operativa, realizzabile in seguito al disinvestimento in virtù di una maggior valore degli indicatori economico-finanziari dell'impresa (cash-flow, EBIT, capitale circolante netto (CCN));
2. L'ottimizzazione della struttura di capitale, suddivisa tra equity e debito, che può essere riequilibrata in funzione delle diverse esigenze di finanziamento e delle risorse liquide che si generano in seguito a una strategia di exit;
3. Il miglioramento della percezione pubblica, che è possibile evidenziare in seguito all'annuncio di operazioni di disinvestimento e che porta razionalmente all'aumento del prezzo dell'azione dell'impresa.

2.3 I Sistemi e modelli di gestione e controllo

Come visto in precedenza la *Corporate Governance* deve perseguire la creazione di valore per gli azionisti; a tal fine risultano essere fondamentali le fasi di gestione e controllo delle scelte operate in modo avere “piena consapevolezza di ciò che si fa in azienda”.

L'attività di controllo viene definita come l'insieme di operazioni messe in piedi per far sì che i manager riescano a vigilare con piena conoscenza se le risorse utilizzate sono impiegate in maniera efficace ed efficiente per perseguire al meglio gli obiettivi primari aziendali.

L'attività di gestione si può distinguere in due fasi³⁰:

1. la pianificazione strategica, in cui vengono delineate le scelte strategiche relative al finanziamento e all'operatività;
2. il controllo di gestione in senso stretto, in cui vengono applicate le linee guida pianificate nella pianificazione strategica.

La fase di pianificazione strategica si può identificare come il momento in cui la direzione generale d'impresa fissa gli obiettivi che intende raggiungere e le strategie da attuare. Il controllo direzionale riguarda invece la delicata attività di allocazione delle risorse tra i vari componenti del sistema “azienda” mentre il controllo operativo è il processo grazie al quale si garantisce il perseguimento di efficacia (identificabile nel rapporto tra l'obiettivo da raggiungere e l'obiettivo raggiunto) ed efficienza (paragonabile al rapporto tra input e output di ogni processo, tanto più è maggiore l'output dato una quantità di input tanto più l'azienda è efficiente).

²⁹ Vedi n. precedente.

³⁰ PAOLONI M., *Corporate Governance e Scenari di settore delle imprese*, Università degli studi Roma Tre. disa.uniroma3.it/wp-content/uploads/2019/03/Slide-Corso-Corp.-Gov.-UniRoma3_lez-180319.pdf

Il controllo sulla gestione dell'azienda e sul raggiungimento degli obiettivi è chiaramente delegato ai manager d'impresa, ma può avvenire anche dall'esterno in quanto gli *stakeholder* coinvolti osservano attentamente le performance aziendali e formano la propria opinione personale sulla capacità del management di progettare e attuare le scelte strategiche. È del tutto evidente che affinché tale meccanismo di valutazione esterna delle scelte sia corretto i mercati in cui opera l'impresa devono essere efficienti dal punto di vista comunicativo³¹.

Il controllo e la vigilanza interna, invece, sulla gestione dell'impresa sono affidati generalmente a un organo interno alla stessa società, denominato "collegio sindacale". La scelta della tipologia di controllo interno è comunque certamente subordinata al sistema giuridico di riferimento in cui opera l'impresa, soprattutto se quotata. In UE è in atto ormai da molti anni una standardizzazione degli organi di controllo e vigilanza in modo da non creare divergenze nella diffusione e valutazione delle performance aziendali e garantire di conseguenza l'efficienza dei mercati.

In Italia, l'articolo 2380-bis del codice civile dispone che "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori", i quali pertanto "compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale"; possono, in altre parole, autonomamente decidere e attuare tutto ciò che occorre per lo svolgimento dell'attività sociale. La riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto notevoli modifiche anche in ambito di *Corporate Governance*, riservando alle società la possibilità di scegliere tra tre diversi sistemi, che l'art. 2380 chiama di amministrazione e controllo, detti anche modelli di *Governance*³²:

1. Il modello **tradizionale** o **ordinario**, tipico della tradizione italiana, chiamato così in quanto automaticamente applicabile in mancanza dell'adozione statutaria di un altro sistema, è caratterizzato dalla presenza di un organo amministrativo, monocratico (amministratore unico) o costituito da più persone e allora necessariamente collegiale (CDA); di un organo di controllo, il collegio sindacale; dell'assemblea (organo della società rappresentativo della volontà dei soci), che nomina sia il CDA o l'amministratore unico, sia il collegio sindacale;
2. Il modello **dualistico**, tipico della tradizione tedesca, che prevede la compresenza di due organi necessariamente collegiali posizionati dalla legge nell'area dello svolgimento delle funzioni amministrative, il consiglio di gestione, che della gestione ha l'esclusiva responsabilità, e il consiglio di sorveglianza, con funzioni di controllo analoghe a quelle del collegio sindacale nel sistema ordinario, competenze sostitutive di talune attribuzioni che in

³¹ GENCO P., (2012), *Corporate Governance. Sistemi e strutture di governo di un'impresa*, Enzo Albano Editore.

³² PAOLONI M., *Corporate Governance e Scenari di settore delle imprese*, Università degli studi Roma Tre. disa.uniroma3.it/wp-content/uploads/2019/03/Slide-Corso-Corp.-Gov.-UniRoma3_lez-180319.pdf

quel sistema appartengono all'assemblea e, per opera delle modifiche introdotte dalla riforma, in eventualità anche alcuni compiti di alta amministrazione attribuibili dallo statuto.

3. Il modello **monistico**, tipico invece della tradizione anglosassone, che è caratterizzato, come quello di stampo renano, dall'impossibilità di avere un amministratore unico. Questo sistema è chiamato così per il semplice fatto che prevede la presenza di un singolo organo amministrativo, il CDA, a cui è affiancato un comitato composto al suo interno da amministratori non esecutivi e indipendenti, il c.d. comitato per il controllo sulla gestione, che si fa carico delle funzioni tipiche del collegio sindacale. Per quanto riguarda l'assemblea, essa ha un ruolo quasi del tutto analogo a quello previsto dal sistema ordinario.

Lo statuto sociale potrebbe anche optare per sistemi di amministrazione e controllo che non prevedano il collegio sindacale; in tal caso, le funzioni vengono assegnate al consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, o al comitato per il controllo sulla gestione in quello monistico. Il controllo contabile è attribuito a una società di revisione o a un revisore singolo.

In mancanza di diversa scelta statutaria, viene applicato il sistema di amministrazione e controllo di tipo tradizionale. Nel modello tradizionale si ravvisano due tratti essenziali: un importante controllo dell'Assemblea sul CDA e una netta separazione tra l'attività amministrativa e l'attività di controllo. Infatti, tale sistema prevede che la nomina degli amministratori spetti all'Assemblea Ordinaria, come anche la revoca degli amministratori, salve le due ipotesi di revoca disposta dal Tribunale in presenza di gravissime irregolarità e di revoca disposta dallo Stato o da enti pubblici per gli amministratori da essi nominati (articolo 2449 c.c.). In particolare ci soffermeremo su due modelli di *Governance*.

2.3.1 Modello monistico

La principale peculiarità del sistema monistico scaturisce dall'assenza di un organo di controllo autonomo e viene così indentificato proprio per la presenza di un solo organo di governo, il *Board of Directors* (CDA) definito dall'assemblea.

Il *Board of Directors*, adempie alle funzioni di gestione dell'azienda e di controllo della gestione ed esplica il proprio ruolo attraverso tre comitati:

1. Il **Compensation Committe** definisce gli stipendi dei manager e degli amministratori;
2. Il **Nomination Committee** indica all'assemblea i soggetti da eleggere come membri del Consiglio d'Amministrazione;
3. L'**Audit Committee** adempie alla funzione di controllo interno.

Il modello monistico, tuttavia, è oggetto di numerose critiche poiché all'interno del *Board of Directors* sono presenti gli *executive directors*, che rappresentano il management, e i *non executive*

directors, che rappresentano invece gli azionisti con funzioni di controllo. Da ciò ne deriva il paradosso che i controllati (*Board of Directors*) nominano i controllori (*Audit Committee*), e l'evidente messa in discussione dell'effettiva validità del controllo stesso. Per ovviare a tali discrepanze deriva la necessità di dover ricercare una divisione tra le funzioni e i ruoli dei controllori e dei controllati, in un sistema in cui gli amministratori rivestono di fatto entrambe le cariche. Questa problematica è stata mitigata attraverso l'introduzione della figura degli amministratori indipendenti. Nelle società quotate che adottano il sistema monistico, pertanto, il legislatore ha introdotto obbligatoriamente la figura dell'amministratore di minoranza indipendente, il quale avrà l'incarico di controllare lo stesso CDA.

2.3.2 Modello dualistico

Il modello dualistico, tipico della Germania e dell'area middle-europea, è un modello che si differenzia profondamente dal modello monistico che prevede la presenza di due organi distinti, ovvero il consiglio di sorveglianza che viene nominato dall'assemblea, il quale approva il bilancio, nomina e adempie funzioni di controllo sul *management board* (consiglio di gestione) e il consiglio di gestione stesso.

Il consiglio di gestione è l'organo avente funzioni prettamente esecutive ed è costituito da un numero di membri, soci o non soci, necessariamente non inferiore a due. La gestione dell'impresa è affidata esclusivamente a tale organo e viene esplicata da un numero di membri non inferiore a tre. I membri eletti non possono far parte del Consiglio di gestione o essere collegati alla società o alle società da questa controllate.

L'aspetto innovativo del sistema dualistico risiede nella sottrazione all'assemblea ordinaria, e nella seguente attribuzione al Consiglio di sorveglianza, di incarichi normalmente riconosciuti ai soci quali:

- a) La nomina e revoca dei membri del Consiglio di gestione e la determinazione del compenso, salvo che tale competenza non sia attribuita dallo statuto all'assemblea;
- b) La promozione di azioni di responsabilità nei loro confronti,
- c) L'approvazione del bilancio e, ove redatto, anche del bilancio consolidato (l'assemblea decide soltanto sulla distribuzione degli utili). Grazie allo spostamento di alcune competenze dall'assemblea dei soci all'organo di sorveglianza, il sistema dualistico è l'assetto che meglio realizza la separazione tra proprietà (i soci) e controllo (gli amministratori/gestori) della società pur comunque mantenendo una forte interdipendenza fra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza che facilita l'attività di cooperazione e coordinamento fra i due. Inoltre tale sistema, pur non risolvendo il problema dell'asimmetria informativa, consente un più rapido accesso alle informazioni necessarie per una corretta valutazione della situazione dell'impresa.

Differentemente dai modelli ritrovabili in altri ordinamenti come quello tedesco il regime italiano non prevede la partecipazione all'organo di sorveglianza né di esponenti delle minoranze azionarie, né di altri soggetti non soci (come lavoratori o creditori), se non in virtù di apposite clausole statutarie. L'adozione del sistema dualistico, in sede di autonomia statutaria, realizza un sensibile spostamento, in favore degli organi consiliari, di funzioni spettanti nel modello tradizionale all'assemblea ordinaria.

3 La Fiat – Chrysler

Fiat Chrysler Automobiles è un gruppo internazionale attivo nel settore automotive, si occupa: della progettazione, ingegnerizzazione, produzione e distribuzione di autoveicoli, componenti e sistemi di produzione. Il Gruppo vende globalmente i propri prodotti attraverso addirittura sedici brand: Fiat, Alfa Romeo, Abarth, Lancia, Chrysler, Dodge, Jeep, (automobili SUV); Maserati (automobili di lusso); Fiat Professional, Ram (pickup e light commercial vehicles); Magneti Marelli³³, Mopar (componenti); Comau, Teksid (sistemi di produzione). Il Gruppo consiste in una realtà multinazionale con articolazioni organizzative, produttive e distributive in tutte le aree regionali; FCA è operativa in circa 40 paesi attraverso la presenza di industrie sul territorio e in oltre 150 paesi per le vendite complessive dei suoi prodotti, servendosi di concessionari e/o importatori locali. Ai fini del controllo gestionale per Fiat Chrysler viene adottata una scomposizione dell'agglomerato aziendale complessivo in sei settori operativi: quattro settori regionali relativi ai segmenti OA dei veicoli di massa (EMEA, APAC, LATAM, NAFTA), uno al segmento globale delle automobili di lusso (Maserati) ed un ultimo al segmento globale dei componenti (Comau e Teksid). I quattro settori attinenti ai segmenti dei veicoli di massa sono impegnati nella progettazione, ingegnerizzazione, fabbricazione, distribuzione e vendita di autovetture e veicoli commerciali (oltre che parti correlate e servizi) in tutte le regioni mondiali. Il settore delle automobili di lusso comprende la sola divisione Maserati in seguito allo scorporo di Ferrari e si occupa della progettazione, ingegnerizzazione, produzione, distribuzione e vendita globale di vetture di lusso solo con il brand Maserati. Il settore che comprende le divisioni Magneti Marelli, Comau e Teksid è l'unico che si discosta dal core business del gruppo. Il settore in questione è infatti attivo nella produzione e nella vendita di componenti per illuminazione, unità di controllo motore, sospensioni, ammortizzatori, sistemi elettronici, impianti di scarico, componenti per motori e trasmissioni, componenti in plastica stampata e componenti after market (Magneti Marelli e Teksid); il settore compie poi attività di sviluppo e produzione e di sistemi di automazione con il brand Comau. Il Gruppo conduce infine altre attività inerenti all'erogazione di servizi quali attività di revisione contabile, conduzione acquisti, servizi assicurativi, servizi informatici, gestione e sicurezza degli impianti, attività di tesoreria.

La Società capogruppo del conglomerato corrisponde a Fiat Chrysler La Automobiles N.V. (“naamloze vennotschap”, forma societaria prevista in Olanda equivalente ad una società per azioni italiana); trattasi infatti di una società di diritto olandese, con domicilio fiscale nel Regno Unito. Fu

³³ il 22 ottobre 2018 FCA N.V. ha annunciato di aver siglato un accordo definitivo per la cessione integrale di Magneti Marelli SpA a CK Holdings Co. Ltd.; è previsto che l'operazione venga conclusa nella prima metà del 2019 cosicché, sino al formale perfezionamento della stessa, Magneti Marelli SpA continui ad essere compresa nel gruppo Fiat Chrysler Automobiles assieme a tutte le attività ad essa connesse (quindi anche il brand Magneti Marelli).

costituita nel 2014 a seguito della fusione tra Fiat SPA e Chrysler LLC. L'azionista di maggioranza relativa di FCA N.V. è la società di investimento Exor N.V., proprietaria di una quota del capitale azionario di FCA pari al 29,16% sufficiente ad assicurarle il 44,27% dei diritti di voto Di FCA a causa di diversi fattori quali principalmente la dimensione relativa delle quote azionarie degli altri soci ed il possesso di azioni speciali che garantiscono diritti di voto doppi (che l'ordinamento olandese prevede per i soci stabili, una tra le diverse motivazioni che hanno giustificato la scelta dell'Olanda per stabilire la sede legale della newco nel 2014). Exor N.V è poi azionista di maggioranza relativa o assoluta di numerose altre società, in particolare Ferrari N.V. e CNH Industrial N.V. (originatesi dalla decisione della dirigenza Exor di scorporare alcune società precedentemente comprese nel perimetro societario del gruppo Fiat Chrysler). Il controllo di Exor N.V. è invece esercitato da una società italiana, Giovanni Agnelli Sapaz, le cui azioni sono interamente nelle mani delle famiglie Agnelli e Nasi; ne emerge che il controllo di FCA N.V. e di tutte le società ad essa connesse sarà esercitato indirettamente dalla suddetta holding familiare, attraverso un articolato meccanismo di partecipazioni a cascata (Giovanni Agnelli Sapaz detiene il 51,4% di Exor N.V. che detiene il 29,16% di FCA N.V., che detiene infine il 100% di tutte le proprie Società controllate), tale meccanismo comporterà anche effetto un moltiplicativo della capacità di controllo della società a monte della catena Societaria verso quelle a valle (leva azionaria, grazie a cui con ogni euro investito nella Giovanni Agnelli Sapaz gli azionisti di quest'ultima ne controlleranno addirittura quindici in FCA N.V.)³⁴.

“La strutturazione operativa e dell'organizzazione manageriale”, il Gruppo è suddiviso in *quattro* differenti strutture a loro volta articolate nel seguente modo:

- Ambito regionale di operatività:

La prima struttura è composta da quattro gruppi operativi regionali, da un gruppo relativo al settore della componentistica e da un ultimo gruppo attinente invece ai sistemi di produzione, quindi complessivamente sei gruppi operativi: NAFTA, LATAM, EMEA, APAC, Magneti Marelli, Comau-Teksid. A capo di ogni gruppo è posto un chief operating officer a cui è conferita la responsabilità del risultato economico, della gestione delle risorse e delle attività produttive commerciali del proprio gruppo.

- Ambito dei brand:

La seconda Struttura riguardante i brand di Fiat Chyrslere che si compone di diverse divisioni, ciascuna inerente ad uno dei brand del gruppo. Ogni divisione vede al proprio vertice un brand leader responsabile della brand identity, dello sviluppo del portafoglio prodotti del

³⁴ Riferimenti bilancio 2018 FCA

brand, dell'implementazione di strategie commerciali e di marketing per ciascuna delle regioni operative.

- Ambito dei processi aziendali:

La terza struttura è relativa alle attività di direzione, coordinamento e standardizzazione dei principali processi industriali. La struttura si scompone in sette differenti divisioni dirette da altrettanti industrial leader: sviluppo ingegneristico, produzione, design, acquisti, qualità, coordinamento power-train e conformità normativa.

- Ambito dei processi aziendali e di supporto:

Consiste nell'ultima struttura ed è scindibile in quattro aree diverse: finanziaria e di sviluppo del business, gestione delle risorse umane, revisione aziendale con la Sostenibilità finanziaria e coordinamento del Consiglio Esecutivo; anche in questo ogni area ha un proprio responsabile.

I responsabili di tutte le aree dei quattro ambiti compongono il Consiglio Esecutivo, organismo decisionale guidato dall'amministratore delegato di FCA N.V. che a sua volta presiede il CDA, l'organo responsabile della gestione e delle scelte strategiche del Gruppo.

3.1 L'Evoluzione della corporate governance nel caso Italiano

In Italia, il sistema di corporate governance è regolato da alcune norme del Codice Civile, tra cui la Legge 216/7410, il D.Lgs. 58/98 ed infine dalla riforma del diritto societario. Nel corso dell'ultimo decennio l'autoregolamentazione è stata spesso oggetto di analisi sia nell'ambito della borsa, che nell'ambito delle principali società quotate, che dagli investitori istituzionali o dalle associazioni degli industriali. Con la riforma del diritto societario italiano del 2003, tra le altre innovazioni, ha enfatizzato l'autonomia statutaria delle società per azioni prevedendo che, con espressa indicazione nello statuto, si possa scegliere quale modello societario adottare tra tre diversi sistemi alternativi di amministrazione: ordinario, monistico e dualistico³⁵. **Fiat ha adottato il sistema tradizionale di amministrazione e controllo basato sulla presenza del CDA e del Collegio Sindacale.** In questa struttura al CDA spetta la gestione della società, ed è investito dei poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione cui spetta l'indirizzo e la gestione anche attraverso l'approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari realizzati per l'impresa. Al Collegio Sindacale spetta la verifica e controlli necessari per monitorare l'andamento della società, ovvero l'obbligo di vigilare sul rispetto

³⁵ Fortuna, F., La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi, Il Mulino, Bologna 2010.

delle leggi e dello statuto. Infine l'Assemblea degli azionisti ha il compito di rappresentare gli azionisti e di approvare il bilancio aziendale.

3.2 Le origini dell'impresa familiare Fiat

Il gruppo Fiat ha origini molto lontane che risalgono al luglio 1899 dove in seguito ad una riunione organizzata da venticinque Signori residenti in Torino si diede il via alla nascita di un accordo volto alla costituzione della società Fabbrica Italiana di Automobili meglio nota come FIAT. L'idea portata avanti da questi signori consisteva nel dar il via alla produzione su scala industriale delle automobili. A dare il via a questo progetto si unirono molteplici figure di spicco della borghesia e dell'aristocrazia tra cui: - Agnelli, Biscaretti, Bricherasio, Ferrero, Goria Gatti, Giaccone, Scarfiotti Damevino, Boarelli, imprenditori tessili meccanici, come Ceirano e Racca, industriali dell'automobile etc. Le firme dell'industria e della finanza si limitano in realtà al ruolo di azionisti salvo qualche eccezione, la Fiat può avvalersi di esperienze locali tecnico-professionali e di mestiere, artigianale e operaio, essenziali anche per un'impresa automobilistica diretta a collocarsi in tempi brevi sulla soglia industriale per merito soprattutto di Giovanni Agnelli, tra i primi (insieme a Racca e Scarfiotti) ad affrontare con un approccio strettamente economico le difficili questioni strategiche e organizzative che la nuova azienda deve affrontare. In effetti, entrare in un contesto concorrenziale privo di forti barriere all'entrata Agnelli, amministratore delegato dal 1902, coglie per tempo la necessità di rispondere alle esigenze nuove dell'organizzazione industriale. L'impresa macina utili tra il 1902 e il 1906 e ha visto un'evoluzione sempre crescente passando da 73 a 1097 auto prodotte, da 151 a 1574 operai. La Fiat ha puntato a penetrare su mercati ritenuti più stabili tramite la produzioni di motori marini e veicoli industriali, vicine a quella, centrale, dell'auto, in modo da intercettare anche la domanda industriale e pubblica. L'8 marzo 1906 viene costituita una nuova società, la Fabbrica Italiana Automobili Torino (Fiat), attraverso la capitalizzazione di ben 9 milioni di capitale sociale, fu cambiato lo statuto e venne introdotto un oggetto sociale. In quegli anni il settore dell'automobile subì una forte battuta d'arresto e la Fiat nonostante ciò uscì dalla crisi, ma con una forte svalutazione. Il reintegro del capitale sociale avvenne tramite il consolidamento dei debiti.³⁶ L'obiettivo è dunque quello di produrre pochi modelli di auto migliorando le economie di scala per arrivare a una riduzione dei costi di produzione e in conseguenza il prezzo di vendita, in modo da allargare la clientela. La crisi fu sventata anche grazie alle linee guida di Agnelli, che con la sua leadership seppe con sapienza condurre il gruppo negli anni tra il 1908 e il 1909. La Fiat riprese la crescita anche grazie alle

³⁶ G. AIROLDI, G. FORESTIERI, Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano, Etas Libri, Milano, 1998

commesse pubbliche legate alla guerra di Libia. Nel 1939 fu inaugurato lo stabilimento di Mirafiori con l'obiettivo di incrementare la produzione puntando su modelli di piccola cilindrata, alla portata di tutti. Sotto la direzione di Valletta, nel 1954 la Fiat presentò la 600, auto costruita in quasi 1 milione di esemplari, e nel 1957 la nuova 500, anch'essa destinata alla motorizzazione di massa. Gli anni '50 furono caratterizzati da una forte repressione anticomunista, iniziavano con l'entrata in produzione della 1400, prima auto italiana disponibile in versione diesel. Presente con propri stabilimenti in numerosi paesi esteri, la Fiat, presieduta nel 1966 da Gianni Agnelli, nipote del fondatore, realizzò anche diversi impianti nell'Italia meridionale, assumendo progressivamente altre case automobilistiche italiane. La crisi a cavallo degli anni '60 e '70, sollevò pesanti interrogativi sul futuro dell'automobile. Ad aggravare ulteriormente gli effetti di questi fenomeni si aggiunse l'alto prezzo di sangue che la Fiat pagò al terrorismo. Emersero altre incertezze strategiche, superate negli anni '80 con il rapido rinnovo dei modelli (Panda, Uno, Regata, ecc.). In particolare la Uno contraddistinse positivamente la gestione del manager Ghidella che contribuì alla ricollocazione della Fiat tra i grandi dell'auto. A contribuire positivamente ai nuovi cambiamenti ci fu il forte rinnovamento tecnologico del gruppo e negli anni '70 contribuì alla crescita anche l'acquisizione dell'Alfa Romeo. I primi anni '90 sono stati caratterizzati dal lancio della Punto, costruita nello stabilimento di Melfi e dalla creazione di impianti produttivi in India per la produzione di automobili e veicoli industriali in Cina. All'inizio del 1996 Gianni Agnelli ha lasciato la presidenza del gruppo per raggiunti limiti d'età; gli è succeduto Cesare Romiti, affiancato da Paolo Cantarella nel ruolo di amministratore delegato. Due anni più tardi, al posto di Romiti è arrivato Paolo Fresco, che nel 2000 ha siglato l'accordo della Fiat con General Motors Corporation.

3.3 Lo sviluppo di Fiat nel mercato italiano

In Italia dal 1965 a oggi si è ampliata la forbice fra numero di brand italiani e il numero di brand stranieri presenti sul mercato nazionale. Nel 1985 i marchi italiani presenti sul mercato nazionale erano 15 ad oggi ne sono rimasti 6 oltre al gruppo Fiat, Lamborghini e DR. Precedentemente il mercato dell'auto italiana in particolare il gruppo Fiat soffriva molto l'influenza degli altri marchi, in particolare la scarsa cura dell'immagine del marchio ha rappresentato per il gruppo un grande punto di debolezza negli anni '80 e '90. Il gruppo ha orientato la propria strategia di vendita puntando su due modelli la Panda e la 500. La forte ripresa del gruppo si è avuta in particolare con l'introduzione su diversi mercati delle auto 500, 500L e 500X. L'Alfa Romeo e Lancia hanno sofferto parecchio l'ascesa dei marchi tedeschi Mercedes, Audi e Bmw. Solo recentemente il gruppo in seguito all'unione con il colosso Chrysler è riuscito a far riprendere l'azienda FCA rendendola competitiva anche con il mercato tedesco.

3.4 L'accordo Fiat-Chrysler

L'accordo fra Fiat e Chrysler del 2009 avviene in un momento di profonda crisi per il mercato automobilistico mondiale. Fiat durante la sua lunga storia è riuscita a sopravvivere in alcuni momenti anche grazie agli aiuti di stato ma con la grande crisi mondiale la pratica degli aiuti statali divenne comune quasi in ogni nazione, perfino il governo americano decise di elargire aiuti statali per salvare Chrysler e GM. Riguardo Chrysler il team costituito da Obama ha dovuto tenere conto di diversi interessi in gioco rappresentati dai principali attori: Fiat, Chrysler, il Governo USA, il sindacato UAW e i creditori di Chrysler³⁷. L'interesse principale del governo era quello di riuscire a salvare un'icona dell'industria e della storia americana, quello di Chrysler di riuscire a sopravvivere, superare la peggiore crisi dalla sua nascita e ripagare i prestiti governativi in breve tempo. Fiat dall'altro lato credeva fortemente nel nuovo possibile partner per riuscire nell'operazione di internazionalizzazione che l'avrebbe definitivamente portata a competere con i più grandi e importanti car-makers del mondo. Le opzioni che furono prese in considerazione dal Team erano:

1. Liquidare Chrysler;
2. Trasferire i brand di Chrysler a GM formando così un'unica azienda;
3. Chiudere l'accordo con FIAT.

Con la prima ipotesi il gruppo non avrebbe richiesto l'utilizzo di soldi dei contribuenti americani, ma avrebbe causato una perdita enorme di posti di lavoro, e ridotto notevolmente la possibilità per i creditori ai vari livelli di vedere soddisfatti i loro crediti.

La seconda opzione avrebbe permesso di salvare il meglio della compagnia, cioè soprattutto la linea Jeep eliminando veicoli datati e non più al passo coi tempi. Questa ipotesi era stata presa in considerazione ed erano necessari per salvare il gruppo, con l'intervento dello stato, per il solo brand di Chrysler Group LLC 4 miliardi di dollari, mentre per salvare l'intera azienda erano necessari 8 miliardi di dollari.

La scomparsa di Chrysler avrebbe potuto danneggiare pesantemente i dealers, così si decise di affidare la Chrysler alla FIAT. A dare il via libera alla seguente operazione è stato stesso il presidente Obama, dando l'ordine tassativo di intraprendere la soluzione migliore che avrebbe previsto il salvataggio dell'azienda e non la sua liquidazione. L'operazione targata Marchionne era non solo la migliore, ma anche l'unica dato che era convinzione sia del Team, sia del top management di Chrysler che la compagnia non avrebbe potuto risollevarsi da sola. Chrysler provò a cambiare proprietà trasformandosi da una *public company*, per poi essere prelevata nel 2007, da Cerebrus Capital

³⁷ • A. Malan, Marchionne: Resteranno solo sei grandi gruppi, Dicembre 2008, Il Sole 24 ore

Investments ed infine passare alla famiglia Agnelli a partire dal 2009, inizialmente solo per un 20% trasformatosi in 100% circa quattro anni più tardi³⁸.

Il piano della Casa Bianca aveva previsto che solo introducendo nel mercato americano nuove auto piccole e compatte si sarebbero create le possibilità di salvare la Chrysler incrementando i profitti dell'azienda ed aumentando le vendite totali intorno al 40%. Inizialmente il Team Auto non era molto convinto della proposta di investimento presentata da Marchionne ma questi rispose alla domanda se vi fossero altre alternative con un eloquente "No way". Era chiaro quindi che il salvataggio di Chrysler da parte di FIAT sarebbe potuto avvenire solo in un modo: immissione di capitale da parte del governo USA e gestione operativa affidata a Torino. Il primo accordo preliminare del 20 gennaio 2009 prevedeva l'ingresso in Chrysler direttamente con il 35%, quota poi rinegoziata e scesa al 20%. Il 10 giugno 2009 è data del semaforo verde da parte della Corte Suprema degli USA e della nomina di Sergio Marchionne a CEO di Chrysler. La versione finale dell'accordo prevedeva la crescita graduale della quota di Fiat al verificarsi di determinati trasferimenti di tecnologie da Torino verso Detroit. Una volta ripagati i debiti la percentuale è salita al 59,5% e poi definitivamente al 100% quattro anni più tardi. I termini dell'accordo prevedono lo scambio da parte delle due aziende di piattaforme, il trasferimento verso Chrysler di motori, trasmissioni, parti e know-how sui veicoli a basso consumo, da produrre anche in Nord America. Fiat grazie a questo accordo ha avuto la possibilità di introdursi nel mercato Americano. Questo iniziale accordo si è evoluto, fino ad arrivare alla creazione di un'unica entità detta Fiat Chrysler Automotive.

³⁸ A. Malan, Fiat-Chrysler: intesa preliminare da chiudere entro fine aprile, Gennaio 2009, Il Sole 24 ore

Conclusioni

L'obiettivo principale di questo elaborato è quello di analizzare i principali meccanismi di *Corporate Governance* che vengono adottati dalle imprese. In particolare, si pone attenzione agli effetti che può produrre la scelta di un assetto proprietario, piuttosto che un altro, sull'attività aziendale. Inoltre, si osserva la relazione di coerenza esistente tra le scelte strategiche, assetto proprietario e la configurazione delle strutture e dei processi di *Corporate Governance*. Tramite il caso Fiat – Chrysler è stato possibile capire come l'assetto proprietario può essere complesso e articolato, e come le scelte del management sono determinanti per la buona resa dell'azienda. Il consolidamento dell'industria automobilistica ha portato alla nascita del sesto gruppo automobilistico mondiale, che punta tra qualche anno a scalare la vetta e raggiungere postazioni più vicine a quelle dei più grandi colossi mondiali del settore auto come la giapponese Toyota. L'origine di quest'alleanza si può ricondurre soprattutto alla necessità per una delle due società di uscire dalla crisi e salvarsi da un quasi certo fallimento, e per l'altra di rispondere alle esigenze e al desiderio di accedere ad un mercato, quello americano, che se pur in crisi resta sempre uno dei più ambiti in termini di opportunità per l'impresa. Il vero successo di questo accordo sarà determinato dalle capacità dell'amministratore delegato delle due case automobilistiche, Sergio Marchionne, di saper sfruttare la complementarità delle due aziende in termini di tecnologia, prodotti, cultura aziendale e mercati in cui esse operano, ma soprattutto sarà fondamentale la realizzazione delle sinergie che scaturiscono da questo genere di complementarità, senza perdere il vantaggio competitivo nel settore originario. L'alleanza tra Chrysler e Fiat porta ad un risultato di diversificazione, sotto un'ottica di tipo industriale rispecchia il tipico esempio di diversificazione correlata realizzata tramite acquisizione di una parte delle due società, ma è soprattutto una conseguenza di una corretta gestione delle scelte strategiche aziendali condotte dal top management l'allora Sergio Marchionne.

Bibliografia

- ALVARO, S., D'ERAMO, D., & GASPARRI, G. (2015). *Modelli di amministrazione e controllo delle società quotate*. CONSOB.
- COLLI, A. (2006). *Corporate Governance e assetti proprietari. genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*. Marsilio.
- DE FIORE, R., FORESTIERI L., & MAGINI A. (2019). *Cambio rotta. Storie di sostenibilità e successo*. Mondadori Electa.
- DI DONATO, F., & IZZO, M. (2005). *Le peculiarità della Corporate Governance italiana e la sua evoluzione*. Franco Angeli.
- FERRERO, G. (2018). *Marketing e creazione del valore*. Giappichelli.
- FONTANA, F. (2010). *Strategie di diversificazione e creazione del valore*. Franco Angeli.
- GENCO, P. (2012). *Corporate Governance. Sistemi e strutture di governo di un'impresa*. Enzo Albano Editore.
- GOGLIO, A., & GOLDSTEIN, A. (2010). *Corporate Governance. un cardine della crescita economica*. Il Mulino.
- IANDOLO, F., & CAPUTO, F. (2018). *La creazione del valore tra economia, impresa e sostenibilità*. Nuova Cultura.
- MACE, M., & REGISTI, S. (1971). *Myth and reality*. Harvard Business School Press.
- MACEY, J. (2019). *Corporate Governance. Quando le regole falliscono*. IBL Libri.
- PEDRINI. (2017). *Stakeholder management. teoria, strategie e strumenti di gestione*. Vita e Pensiero.
- ZATTONI, A. (2015). *Corporate Governance*. EGEA.

