

Cattedra: Corporate Governance e Internal Audit

# LA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA E IN ASIA: UNA PROSPETTIVA COMPARATIVA CON SINGAPORE

Prof. Saverio Bozzolan

---

RELATORE

Prof. Simone Scettri

---

CORRELATORE

Matr. 555791

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023



# INDICE

## PREFAZIONE

## CAPITOLO I

### STORIA DEI MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE E APPLICAZIONI IN ITALIA

#### 1.1 Il concetto di Corporate Governance

##### 1.1.1 La bidimensionalità della Corporate Governance

#### 1.2 Cenni storici: La storia della corporate governance in Italia

#### 1.3 La legge in Italia e il Codice di Autodisciplina

#### 1.4 Gli approcci alla Governance nel vecchio continente

#### 1.5 I tre modelli di Governance aziendale in Italia

## CAPITOLO II

### LA CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA E A SINGAPORE

#### 2.1 La crisi economica asiatica

##### 2.1.1 La corporate governance dopo la crisi

#### 2.2 Uno sguardo di insieme alla situazione in Cina

#### 2.3 La corporate governance in Giappone

#### 2.4 Singapore: Una città stato Asiatica che subisce influenze occidentali

##### 2.4.1 La Corporate Governance a Singapore

## CAPITOLO III

### UNO SGUARDO D'INSIEME TRA 10 REALTA'

#### 3.1 Le principali differenze tra Governance Italiana e a Singapore

#### 3.2 I casi studio

##### 3.2.1 Caso studio I: Ferrovie dello Stato S.p.a.

3.2.2 Caso studio II: Singapore Airlines

3.3 La relazione tra corporate governance e performance

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

# PREFAZIONE

La corporate governance (CG) è un tema centrale nella gestione aziendale moderna, poiché influisce sull'efficienza, la trasparenza e la responsabilità delle imprese. In un contesto economico globale, dove le aziende operano a livello internazionale, la comprensione delle differenze tra i sistemi di corporate governance dei vari paesi diventa sempre più importante.

In questa tesi, si esaminerà e si comparerà la corporate governance in Italia e a Singapore, due paesi con sistemi di governance aziendale distinti e con differenze significative. L'obiettivo è quello di valutare i punti di forza e di debolezza dei due sistemi, in termini di trasparenza, responsabilità e partecipazione degli azionisti, al fine di comprendere come questi fattori influenzino le decisioni aziendali e l'attrattività del paese per gli investitori esteri. La tesi si baserà su un'analisi documentale e comparativa delle norme, delle best practices e dei casi di studio relativi alla corporate governance in Italia e a Singapore, con l'obiettivo di fornire una valutazione critica dei due sistemi e di suggerire possibili aree di miglioramento.

Mentre la maggioranza delle società italiane ha un sistema di corporate governance tradizionale, basato su un modello dualistico, Singapore ha adottato un approccio più moderno e flessibile, basato su un modello monistico.

Il confronto tra i due sistemi di corporate governance passerà anche dall'analisi della corporate governance del continente asiatico e verranno esaminati anche i sistemi della Cina, potenza mondiale che condiziona inevitabilmente tutta l'area economica orientale e, inoltre, paese che ha condizionato la recente storia di Singapore, la cui popolazione, a seguito della 'diaspora cinese' avvenuta in tutto il sud-est asiatico, è rappresentata per oltre il 70% dalla comunità cinese.

Infine, verrà dedicato un paragrafo di interesse al Giappone, paese che nell'ultimo ventennio ha stabilito delle riforme importanti in tema di CG e la cui concezione aziendale affascina grazie all'importante tradizione culturale del paese che permea la concezione del lavoro attraverso antichi precetti confuciani e proveniente dall'epoca degli shogunati.

Sinteticamente, il confronto si concentrerà su diversi aspetti, tra cui la struttura e il ruolo dei consigli di amministrazione, la partecipazione degli azionisti alle decisioni aziendali, la trasparenza delle informazioni, e il ruolo dei legislatori.

Nello studio occorrerà prendere in analisi alcuni esempi aziendali che supportano la comprensione del funzionamento e delle differenze dei meccanismi di governo societario nelle due aree.

Inoltre, attraverso l'analisi dei dati mostrerà come il sistema di corporate governance influisca sulla performance delle aziende. Si vedrà come un sistema di corporate governance efficace possa migliorare la gestione aziendale e la trasparenza, contribuendo alla creazione di valore per l'intera società.

# CAPITOLO I

## 1.1 Il concetto di Corporate Governance

La Corporate Governance è il sistema di regole, procedure e pratiche attraverso cui un'azienda viene gestita e controllata al fine di garantire la creazione di valore per gli azionisti e per tutti gli stakeholder.

Il significato letterale di questi due termini è governo societario. Questo, sicuramente, non permette di avere una sufficiente rappresentazione dell'insieme di principi e meccanismi che disciplinano il funzionamento di un ente o di una società, e di come questa sia appunto governata. Quello di governance, rimane un concetto granulare, ricco di sfaccettature, di varianti e variabili, ma indispensabile per comprendere a fondo alcune dinamiche di un ente o di un'organizzazione, al fine di individuare ed evidenziare tutti gli aspetti connessi alla gestione d'impresa. Nel corso della storia della letteratura economica, il tema della "Corporate Governance" è stato più volte oggetto di analisi e di dibattito, e numerosi autori hanno definito in modi diversi questo concetto che effettivamente non può essere oggettivo o univoco.

Ogni macrosettore, segmento o impresa, possiede quelle variabili citate prima che necessitano particolare attenzione. Variabili sulle quali i meccanismi e i soggetti che governano un'impresa devono aderire ed essere cuciti su misura, per poter sfruttare al meglio le condizioni interne ed esterne, con il fine ultimo che è sempre quello di creare valore. Motivo per il quale la corporate governance merita uno studio dettagliato.

La definizione di tale concetto dipende fortemente dalla visione più o meno larga che si assume guardando a questo fenomeno. Come già detto, non avendo la possibilità di definire univocamente il concetto, ci possono tornare utili queste definizioni:

1. *La corporate governance è legata alle modalità attraverso le quali i fornitori di capitale alle imprese si assicurano un ritorno sul loro investimento (Shleifer e Vishny);*
2. *Il termine corporate governance include le strutture, i processi, le culture e i sistemi che concorrono al successo di un'impresa (Keasey, Thompson e Wright)*

3. *Il governo delle aziende fa riferimento all'insieme di persone, organi, principi giuridici, forme contrattuali, processi decisionali e "regole del gioco", che costituiscono gli asset istituzionali aziendali (Airoldi, Amatori e Invernizzi);*
4. *La corporate governance è il sistema attraverso il quale le aziende sono dirette e controllate (Cadbury Committee);*
5. *Per corporate governance si intende l'articolato sistema di relazioni (e interessi) tra soci di controllo di un'impresa, soci di minoranza (investitori) e la struttura direzionale dell'azienda, a sua volta riconducibile alla direzione strategica esterna, quando è prevista, e al management interno (Roe);*
6. *Definiamo la corporate governance come l'insieme dei meccanismi – sia istituzionali che di mercato – che inducono i controllori interessati di un'azienda (quelli che prendono le decisioni su come l'azienda sarà gestita) a prendere decisioni che massimizzino il valore dell'azienda per i suoi proprietari (i fornitori di capitale) (Denis e Mc Connell).*

Possiamo suddividere queste definizioni in due macrogruppi. Il primo è quello degli autori che trattano il tema assumendo una **visione ampia** del concetto di governance, che vede l'impresa come un sistema che interagisce con una serie di stakeholder, ciascuno dei quali è portatore di interessi che devono essere tutelati<sup>1</sup>. Questa visione si preoccupa, appunto, di definire i confini, allargandoli o limitandoli, degli interessi che meritano tutela da parte del sistema stesso.

La definizione che, tra queste, limita il confine degli stakeholders appare quella di Shleifer e Vishny (1997), i quali affermano che: *“la corporate governance è legata alle modalità attraverso le quali i fornitori di capitale alle imprese si assicurano un ritorno sul loro investimento”*.

Quella più inclusiva in tal senso, invece, sembra la definizione riportata da Keasey, Thompson e Wright (1997) che arriva a comprendere all'interno del fenomeno tutte le strutture, i processi, le culture e i sistemi che concorrono al successo di un'impresa<sup>2</sup>.

La **visione ristretta** ha come oggetto di analisi i meccanismi e gli strumenti che interessano l'esercizio del potere di governo societario.

Quando il capitale sociale risulta frammentato, le problematiche di governo diventano ancora più critiche. In tal senso, le pratiche di governance diventano significative quando il possesso di quote azionarie risulta così **frazionato** da creare situazioni in cui la **proprietà è separata dal controllo**. In tali casi è probabile che

---

<sup>1</sup> P. Genco (2014). Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa, Giappichelli.

<sup>2</sup> [Corporate governance: definizioni e spiegazione \(businesstheory.it\)](http://businesstheory.it).

l'impresa non venga gestita nell'ottica di creare valore per i proprietari e possono quindi sorgere conflitti di interesse tra chi detiene la proprietà del capitale e chi effettivamente la gestisce. Secondo questa logica, le soluzioni di governance più convenienti comprendono tutti quei meccanismi che spingono chi gestisce l'impresa a "prendere decisioni che massimizzano il valore per gli azionisti" (P. Genco, 2014).

In questa accezione, l'espressione corporate governance è evocativa del suo sistema di governo societario, e quindi, dell'assetto proprietario, della struttura e delle modalità di funzionamento del CdA e degli altri organi societari, oltre alle responsabilità dei soggetti che li compongono.

In altri termini, con tale espressione si intendono "*le modalità secondo cui le imprese sono governate e controllate*" (Cadbury Committee, 1992). Gli accademici che hanno interpretato il concetto di corporate governance seguendo questo approccio costituiscono la maggioranza rispetto alla letteratura utilizzando la concezione allargata.

Infine, possiamo dire che si legano alla tematica del governo d'impresa anche i principi di trasparenza, dell'**accountability** e della **comunicazione aziendale**, i quali costringono di fatto gli organi di governo a comunicare il loro operato e risponderne verso tutti gli stakeholders dell'impresa.

È una dimensione fondamentale dell'azienda, poiché influenza la sua capacità di raggiungere i suoi obiettivi strategici, di rispettare i suoi doveri etici e sociali, di assicurare la sostenibilità del suo modello di business e di proteggere gli interessi degli investitori. In particolare, la Corporate Governance garantisce che l'azienda sia guidata da un consiglio di amministrazione competente e indipendente, ossia che contenga una componente di membri che non hanno un rapporto sostanziale con la società e che non fanno parte del comitato esecutivo<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Il comitato esecutivo, come vedremo dopo, è uno dei comitati che nasce all'interno del CdA. In particolare, è il più importante in quanto si occupa di poteri e di deleghe.



## 1.1.1 La bidimensionalità della corporate governance

La corporate governance si fa attraverso due dimensioni aziendali:

- Il consiglio di amministrazione;
- Il sistema di controllo interno;

Il consiglio di amministrazione rappresenta l'organo di governo di una società e svolge un ruolo fondamentale nella definizione della strategia aziendale, nella gestione delle attività e nella tutela degli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder.

Come sottolineato da diversi studiosi, non è strettamente necessario che i piani strategici a medio-lungo termine siano preparati dal CdA stesso, ma anzi è più indicato che sia il Top Management ad occuparsi di questa funzione complessa.

In realtà, la definizione della strategia, coinvolge più livelli e interessi della struttura organizzativa e si compone di iterazioni top-down e bottom-up<sup>4</sup>, ossia dai ruoli apicali fino ai dipendenti di livello inferiore e viceversa. Il ruolo del consiglio nella pianificazione strategica, però, non può essere passivo. È fondamentale che questo espliciti gli obiettivi di periodo che poi devono essere tradotti in piani.

Altro ruolo fondamentale del consiglio di amministrazione è quello di sorvegliare sull'operato del management. In particolare, come ad esempio per la pianificazione strategica citata prima, il coinvolgimento di molteplici interessi può essere compromettente. In caso di interessi divergenti, il management potrebbe seguire le proprie linee guida, anche se diverse da quelle del consiglio d'amministrazione, e concentrarsi solo sulle operazioni che hanno un nesso con i propri obiettivi. Il consiglio, invece, deve utilizzare delle variabili di performance per valutare se la direzione intrapresa è corretta. Se la risposta è negativa, dovrà cercare di orientare il management verso obiettivi più condivisi.

Il Consiglio è composto da membri nominati dagli azionisti o dai soci, i quali devono avere le competenze, le conoscenze e l'esperienza necessarie per gestire la società in modo efficace e trasparente. Il consiglio di amministrazione ha la responsabilità di definire la visione, la missione e gli obiettivi della società, di monitorare l'attuazione della strategia e le performance aziendali, di garantire la conformità alle leggi, ai regolamenti e ai principi etici, di valutare i rischi a cui è esposta l'azienda e adottare misure per mitigarli, di

---

<sup>4</sup> Carlo Maria Ferro, Pianificazione e controllo. Eseguire la strategia per creare valore. Luiss University Press (2021).

nominare, valutare e remunerare i membri dell'organo di gestione e di proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder. E ancora, di assicurarsi che le milestones strategiche siano perseguibili in conformità con il tessuto strategico interno ed esterno alla società in continuo sviluppo.

Il Presidente del CDA presiede tale consiglio e viene nominato tra gli amministratori non esecutivi. La sua figura funge da garante della gestione e da coordinatore e supervisore dell'intero consiglio.

L'Amministratore Delegato, invece, nasce come organo endoconsiliare all'interno del Consiglio e tramite le deleghe ricevute orienta il comportamento del management in base agli obiettivi prefissati. Anche detto CEO, è colui che si occupa di dirigere l'azienda e ha responsabilità sulle procedure e l'andamento dell'impresa, fungendo anche da collante di tutte le altre dimensioni aziendali

Il consiglio di amministrazione si dota, ed in alcuni casi è obbligata a dotarsi, di alcuni comitati interni attraverso i quali delega alcuni dei suoi poteri e/o compiti. I comitati svolgono principalmente la funzione consultiva ed eventualmente quella propositiva.

In particolare:

- Comitato esecutivo: il comitato esecutivo è quello più importante ed ha un ruolo centrale nell'amministrazione di una società. È composto obbligatoriamente da membri che fanno già parte del CdA perché a questo "gruppo di lavoro" vengono assegnate le deleghe e i poteri dell'amministrazione generale della società. Dunque, il comitato studia, crea e diffonde i piani strategici del gruppo e segue l'andamento delle attività. In Italia, le caratteristiche e soprattutto l'ampiezza e i limiti dei poteri e delle deleghe attribuibili al comitato sono disciplinate dall'art. 2381 del cc<sup>5</sup>.
- Il Comitato per il controllo di gestione: è il comitato che si occupa di vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, sull'efficacia del sistema di controllo interno e dei sistemi amministrativi e contabili. Nel caso di società che ricorrono al mercato dei capitali, il codice italiano prevede che questo comitato sia composto da amministratori indipendenti, che non facciano parte del comitato esecutivo e almeno uno degli amministratori appartenenti al gruppo deve essere iscritto all'albo dei revisori contabili.
- Il Comitato Nomine: un altro importante apparato, soprattutto nelle grandi società aperte e nei gruppi, del CdA è costituito dal Comitato Nomine, che ha il compito di formulare opinioni e valutare sulla composizione e dimensione del consiglio stesso. Inoltre, è il comitato incaricato proporre i candidati amministratori nei casi di sostituzione e/o cooptazione. È importante chiarire che gli amministratori vengono nominati dall'assemblea dei soci e, come già detto, il ruolo del Comitato è consultivo, dunque, non decisionale.

---

<sup>5</sup> I limiti imposti riguardano alcune operazioni quali: aumenti di capitale, emissione di bond convertibili, riduzione del capitale sociale oltre il limite legale o per perdite e altre importanti operazioni, ad esempio: fusioni, scissioni. Ultimo, è vietato redigere il bilancio.

Ad esempio, in Italia, questo comitato non è obbligatorio e dunque non è disciplinato dal Codice, fatta eccezione per i grandi gruppi bancari per cui sono obbligatori anche il Comitato Rischi e il Comitato Remunerazione che vediamo adesso.

- Il Comitato Remunerazione: questo è un organo spesso associato con il Comitato Nomine, che si occupa, appunto, di stabilire la remunerazione degli amministratori e dell'AD della società. Il ruolo non è da sottovalutare, in quanto stabilire gli emolumenti diventa cruciale per attirare amministratori competitivi e soprattutto per allineare gli obiettivi aziendali a quelli professionali, mantenendo le remunerazioni sostenibili nel medio-lungo periodo per la società stessa. Vedremo che la remunerazione è uno dei punti cardine della correlazione che esiste tra performance aziendale e Corporate Governance. Va specificato che queste decisioni, così come tutte quelle degli altri Comitati costituiti, hanno carattere consultivo e le proposte interne ai comitati devono passare al vaglio del Consiglio.
- Altri comitati: esistono poi diversi comitati di cui le società possono dotarsi in base alle esigenze della stessa. Ad esempio, il Comitato Rischi, già citato, che si occupa della valutazione e del costante monitoraggio del rischio interno ed esterno alla società, avvalendosi di diversi strumenti di Corporate Governance, come tabelle matriciali (PER). O del Comitato Investimenti o Comitato Strategie, che come è facile immaginare, vedono nel nome stesso l'oggetto delle consultazioni e proposte che si discutono all'interno.

Successivamente, vedremo in dettaglio quali sono le fonti legislative e di common law che disciplinano la composizione, la struttura e i poteri delegabili al consiglio di amministrazione in Italia e a Singapore.

Continuando il percorso iniziato con la bidimensionalità della Corporate Governance, possiamo dire che quest'ultima è perno centrale di una company, in quanto garantisce che i suoi manager abbiano una remunerazione equa ed equilibrata e che vengano rispettate le leggi e i regolamenti applicabili per non incorrere in scomode sanzioni o scandali che possano ledere la reputazione della società stessa sul mercato. Affinché ciò avvenga, le società si dotano di un sistema di controllo interno.

Ogni qualvolta le risorse economiche di una parte vengano affidate ad un'altra, la debole e inaffidabile natura umana impone una forma di controllo sul loro impiego<sup>6</sup>. Il trasferimento delle risorse dai "proprietari" agli "agenti", infatti, comporta che chi si occupa di controllo sia esterno agli affari della società e professionalmente qualificato. I controlli interni in questi ultimi anni ha acquisito importanza rilevante per le aziende di qualsiasi tipologia. Soprattutto per le società quotate, nel 1929 con il crollo di Wall Street, prima, e con i recenti scandali finanziari, adesso, diventa nucleo di sopravvivenza questo tema, ma, la storia del concetto di controllo interno ha radici profonde e ancora più lontane nel tempo. Già nel 1660, quando la

---

<sup>6</sup> FLINT D., *Philosophy and Principles of Auditing*, London, 1988.

Regina Elisabetta I conferì la “patente reale”<sup>7</sup> alla East India Company, concedendole il monopolio commerciale da esercitare sul territorio indiano, si assistette ai primi prodromi<sup>8</sup> del controllo interno. Nascono, infatti, delle figure simili agli auditors odierni, che non avevano un ruolo di mera revisione e rendicontazione contabile, ma anche di indagine profonda sulla corretta applicazione del regolamento della compagnia, e i soci, contestualmente, si videro riconosciuto un forte diritto all’informazione sull’operato.

Dopo questo breve accenno storico alla nascita del concetto di controllo interno, sarebbe interessante catalogare le molteplici tipologie di controllo esistenti.

Sebbene sia fonte di interesse, il quadro del controllo interno risulta essere direttamente proporzionale alla complessità della società. Per cui si potrebbe dire che ogni società necessita di un tipo di controllo interno cucito a misura.

Infatti, la domanda di controlli cresce in proporzione alla varietà delle relazioni di potere che la caratterizzano. Quando la gestione di alcune risorse viene affidata ad altri, i proprietari non possono più verificare direttamente il loro utilizzo. Questo genera un circuito di informazioni almeno trilaterale, che può moltiplicarsi a dismisura in base alle dimensioni della struttura organizzativa e alla diffusione dei suoi affari.

In concreto, i controlli societari interni hanno un obiettivo comune, che è quello di garantire l'efficienza e l'efficacia della gestione, e quindi la tutela del valore dell'investimento dei soci.

In particolare, i controlli interni:

- Garantiscono che la gestione sia conforme alle leggi e ai regolamenti. Questo impedisce alla società di incorrere in sanzioni, che potrebbero ridurre il valore del suo patrimonio.
- Migliorano l'efficienza della gestione, identificando e correggendo i processi inefficienti, aumentando la produttività e riducendo i costi.
- Migliorano l'efficacia della gestione. I controlli interni possono garantire che gli obiettivi della società siano raggiunti, migliorando la sua competitività e la sua redditività.
- Classificano, valutano e gestiscono i rischi aziendali che possono intaccare il patrimonio aziendale.

In sintesi, i controlli societari interni sono un investimento necessario per tutelare il *value for money*.

Un’evoluzione che può essere temporalmente collocata in corrispondenza delle prime regolazioni convenzionali della gestione manageriale dei rischi e della misurazione dei risultati, ossia i reports della *Cadbury Committe* e della *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSo)*.

---

<sup>7</sup> Provasi R., Le dinamiche evolutive del sistema di controllo interno. Dalle origini al Framework CoSO ERM 2017. Giappichelli (2020).

<sup>8</sup> Ibidem.

Questi due codici, coetanei, entrambi nati nel 1992, sono anche assimilabili per contenuto, in quanto, rispettivamente in Inghilterra e negli Stati Uniti, pongono un'attenzione mai vista prima su questi meccanismi già esistenti all'interno delle mura aziendali, ma mai contenuto di alcuna fonte normativa.

All'interno del *Cadbury Code*, venivano così a delineare due forme di controllo interno:

- a) quella di *accounting*: per la prima volta veniva sancito il concetto per il quale i *directors* debbano essere responsabili dell'adeguato mantenimento dei libri contabili, e per questo responsabili nel mettere in piedi un sistema che controlli l'operato del *financial management*.
- b) quella di *auditing*: gli amministratori, oltre ad essere responsabili, devono dichiarare, all'interno del report, l'efficacia del loro sistema di controllo. Report all'interno del quale i revisori dei conti devono riferire in merito<sup>9</sup>.

Attraverso queste due forme, il sistema di controllo assume dignità e abbandona di mera accountability.

Negli Stati Uniti, i propositi di studio ed analisi nati dalla crisi del '29, continuato nel 1934 con il Securities Exchange culminò, nello stesso anno (1992), con la fondazione del già citato CoSo. Questa commissione, studiando i comportamenti fraudolenti perpetrati fino agli anni '90, ha prodotto il Report denominato CoSO Internal Control – Integrated Framework (CoSo Report). Questo Report, emanato appunto dalla Treadway Commission<sup>10</sup>, pietra miliare per l'internal audit, definisce il Sistema di Controllo Interno come l'insieme di:

- Un **ambiente aziendale di controllo** che sensibilizza i vertici aziendali verso la definizione degli strumenti principali, ossia: ufficializzazione di ruoli, compiti e responsabilità (ad es. poteri delegati e regolamenti interni); sistemi di comunicazione interna (scadenzatura delle tempistiche di produzione di flussi e report, tempestività delle informazioni direttive, sensibilità e ricettività da parte delle strutture operative). Valutandone la coerenza con le strategie e gli obiettivi aziendali.
- Processo di **gestione dei rischi**: processo continuo di identificazione, analisi di quei fattori endogeni ed esogeni che possono pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi aziendali, al fine di determinare come questi rischi possono essere misurati, gestiti e monitorati. Questo processo, talvolta, si orienta anche internamente al consiglio di amministrazione, tramite il Comitato apposito che abbiamo visto precedentemente.
- Adeguatezza della struttura dei controlli: modalità con cui vengono disegnati, strutturati ed effettivamente eseguiti i controlli ai diversi livelli organizzativi.
- Sistema informatico: valutazione della integrità e della completezza dei dati e delle informazioni, al fine di garantire la gestione e controllo di tutti i processi e attività aziendali.

---

<sup>9</sup> Così, il par. 4.32 della sezione dedicata al board nel Cadbury Code. [Cambridge Judge Business School : The Cadbury Archive : The Cadbury Report \(archios.info\)](#).

<sup>10</sup> [Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - Home \(coso.org\)](#).

- Attività di monitoraggio: capacità dei referenti aziendali (risk owner, funzioni di gestione dei rischi, IA, vertici aziendali) di presidiare in modo continuativo il Sistema di Controllo Interno, nonché di identificare e realizzare gli interventi migliorativi necessari a risolvere le criticità rilevate, assicurando mantenimento, aggiornamento e miglioramento del processo<sup>11</sup>.

Anche l'Italia, sistema capitalistico fortemente caratterizzato da società con capitale concentrato, fin dal 1999, si è munita di un Codice di Autodisciplina che ha rappresentato una novità considerevole. Dal "Codice Preda" all'ultima revisione del 2015, l'apparato normativo convenzionale predisposto per le società quotate ha seguito una progressione tendenzialmente uniforme, iniziando seguendo le orme del Cadbury Code e successivamente allineandosi agli standards internazionali dell'OECD, ma soprattutto inducendo una cultura dei controlli più "matura". Inizialmente, il "sistema" era infatti individuato come funzionale alla verifica del rispetto delle procedure interne previste per l'identificazione, la prevenzione e la gestione dei rischi di natura finanziaria e delle frodi a danno della società (cfr. art. 9, "Codice Preda"); nella sua ultima versione, questi rischi rimangono sullo sfondo e comunque assorbiti nel più generale obiettivo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio delle principali criticità, il tutto nell'ottica della «salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne» (art. 7, Codice di autodisciplina del 2015)<sup>12</sup>.

In Italia, l'organo che si occupa di vigilare sull'operato del sistema di controllo interno, obbligatorio per le società quotate, è il Collegio Sindacale<sup>13</sup>. I Sindaci sono i soggetti membri di tale organo. Il ruolo del collegio sindacale all'interno delle società quotate è di fondamentale importanza per garantire il rispetto delle leggi, dello statuto e dei principi di corretta amministrazione. Questo organo di controllo svolge una serie di compiti articolati attraverso controlli preventivi, contestuali e successivi.

All'interno del sistema legislativo italiano ritroviamo differenti fonti giuridiche che disciplinano la composizione e i compiti del Collegio:

1. il TUF (Testo unico della Finanza), disciplina all'art. 148 la composizione del Collegio per le società che si rivolgono al mercato dei capitali. In particolare, i membri effettivi non possono essere meno di tre e sempre in numero dispari per non bloccare il processo di votazione, inoltre, devono essere presenti almeno due sindaci supplenti. È stabilito che il genere meno rappresentato ottenga almeno i due quinti dei membri effettivi del collegio. All'articolo 149 della stessa fonte, sono invece descritti i compiti del collegio, per lo più di vigilanza ad esempio su:

<sup>11</sup> [Sistema di controllo interno - Wikipedia](#)

<sup>12</sup> D. Latella. "Sistema dei controlli interni e organizzazione delle società per azioni". Giappichelli (2018).

<sup>13</sup> Vedremo poi che questo in realtà è vero per la maggior parte delle società, ossia quelle che adottando il modello tradizionale vedono il Collegio Sindacale come organo deputato alla vigilanza. La legge italiana prevede inoltre altri due modelli di Corporate Governance, il monistico e il dualistico, che prevedono rispettivamente il comitato per il controllo sulla gestione e il consiglio di sorveglianza come corrispettivi organi di controllo.

- Osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
  - Rispetto dei principi di corretta amministrazione
  - Adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile, affinché quest'ultimo rappresenti correttamente i fatti di gestione. Infine, l'articolo 152 del TUF, sancisce il potere più ponderante dell'organo, ossia quello di denunciare in tribunale il fondato sospetto che gli amministratori abbiano compiuti gravi irregolarità nella gestione, causando un danno alla società.
2. Il Codice civile, invece, disciplina all'art. 2382 che l'amministratore, non possa essere eletto o che decada in caso di interdizione, inabilità o se fallito. Stesso limite è fatto ai sindaci. Non può essere sindaco, inoltre, il coniuge, parente o affine entro il quarto grado dell'amministratore della società o di una sua controllata<sup>14</sup>.

I componenti del collegio sindacale e chiunque altro all'interno dell'azienda si occupi di controllo, deve seguire attentamente le linee guida stabilite dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, che delinea e orienta il comportamento tecnico e deontologico dei sindaci. Recentemente, si è assistito ad un aggiornamento delle linee guida, trasportato principalmente dall'impatto delle nuove norme ESG (*Environmental, Social and Governance*)<sup>15</sup>. Questo riflette il crescente interesse e il riconoscimento dell'importanza legata ai temi di: ambiente, responsabilità sociale e best practices di governance. I sindaci, dunque, sono chiamati a svolgere una vigilanza più attenta sulla preparazione della dichiarazione non finanziaria all'interno dei report. Così che gli investitori e tutti i lettori interessati possano prendere atto di come la società stia affrontando le questioni legati a questi temi.

Vien da sé considerare che il lavoro collegiale dei sindaci deve intrecciarsi e continuamente confrontarsi con quello svolto all'interno del comitato controllo e rischi, ove presente. Lo scambio di informazioni tra questi due organi mira a garantire un controllo efficace e a promuovere la trasparenza e la responsabilità all'interno dell'azienda.

Altro tema protagonista dei più recenti aggiornamenti è sicuramente la crisi d'impresa. Il collegio è chiamato a controlli più attenti e da approfondire sulle procedure aziendali e sugli assetti organizzativi. Importanti per identificare e segnalare tempestivamente criticità che potrebbero intaccare la capacità aziendale di continuare a svolgere le attività in modo sostenibile<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> [Il Collegio Sindacale: cos'è e quali compiti svolge - Borsa Italiana.](#)

<sup>15</sup> L'acronimo ESG sta per *Environmental, Social, Governance* si utilizza in ambito economico/finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance, per l'appunto.

<sup>16</sup> [Guida alla governance aziendale: il collegio sindacale il Codice della Crisi e Impatto ESG sugli Assetti Organizzativi \(fiscalrevisione.it\)](#)

In un contesto economico globale, dove le aziende sono sempre più esposte a rischi di reputazione, di compliance e di responsabilità sociale, la Corporate Governance diventa ancora più importante per garantire la fiducia degli investitori e degli altri stakeholder, e per creare un vantaggio competitivo per l'azienda.

Nei prossimi capitoli vedremo, infatti, come esista una relazione empirica tra quelle che sono le misure di Corporate Governance adottate dalle società e il loro rendimento, soprattutto in termini di appetibilità sul mercato.

## 1.2 Cenni storici: La storia della corporate governance in Italia

Il modello italiano di corporate governance è stato tradizionalmente caratterizzato da poche società quotate, scarsa protezione degli investitori ed elevata concentrazione proprietaria nelle mani delle famiglie e dello Stato. Questo ha portato all'ampio utilizzo di meccanismi di miglioramento del controllo per amplificare la divergenza tra proprietà e controllo e l'influenza dei grandi *blockholders* (detentori di quote di partecipazione significative all'interno di una società) sulla nomina e sul comportamento dei membri del consiglio e dei top manager<sup>17</sup>.

La diversità del capitalismo italiano ha cause storiche e culturali che hanno fatto sì che l'economia del nostro paese si sia sviluppata in modo differente alle altre realtà europee come Francia, Inghilterra o Germania, e ciò si riflette anche sugli assetti societari e il "modus" di amministrare le società. Possiamo collocare l'origine di queste cause ancor prima dell'unità d'Italia.

Giampiero Carocci, in un suo scritto<sup>18</sup>, analizza le peculiarità dello sviluppo del capitalismo in Italia, confrontandolo con quello di altri paesi europei. Il punto di partenza è la constatazione che in Italia, il capitalismo, non si è affermato come in altri paesi a causa di "tre vie".

- a) Una mancata rivoluzione. In Italia, infatti, il feudalesimo è stato debole e frammentato, ma non è stato distrutto da una rivoluzione. Ciò ha portato a una situazione di stallo, in cui il capitalismo si è sviluppato in modo disomogeneo, senza riuscire a creare una classe dirigente forte e compatta.
- b) La mancanza di un'egemonia della borghesia e la presenza della chiesa. La borghesia italiana non è stata in grado di affermarsi come classe dirigente, sia per la sua frammentazione interna, sia per la presenza di altri ceti forti, come la nobiltà e il clero.

---

<sup>17</sup> Zattoni A. (2015). Corporate Governance. Milano, Egea.

<sup>18</sup> Carocci G. (1989). Storia d'Italia dall'Unità ad oggi. Milano, Feltrinelli.



- c) la divisione tra Nord e Sud. La “situazione del mezzogiorno”, è particolarmente problematica, a causa della forte presenza della terra in mano a pochi latifondisti e della povertà della popolazione contadina.

L'unificazione italiana, avvenuta più tardi rispetto agli altri paesi, nel 1861, non ha risolto i problemi strutturali dell'Italia. Al contrario, ha contribuito a rafforzare le tendenze disgregatrici, creando una situazione di dualismo tra Nord e Sud. Questo ritardo ha costretto gli imprenditori a dover colmare un divario economico competitivo internazionale non poco significativo.

Questa stagnazione finanziaria e questo divario economico si sono protratti anche fino alla Seconda guerra mondiale.

Proprio all'epoca, nel secondo dopo guerra, ci fu una forte crescita economica, dovuto ovviamente anche al boom industriale e tecnologico globale. Dopo la Seconda guerra mondiale, infatti, l'Italia ha vissuto un evidente cambiamento nella sua struttura economica. Si è trasformata da paese agricolo ad un'economia fortemente industrializzata. La forza dietro il miracolo economico del dopoguerra fu principalmente lo sviluppo di una rete nazionale (anche se maggiormente concentrata nel Nord Italia) formata da piccole e medie imprese fortemente legata all'esportazione. Va però ricordato che, inizialmente, era inevitabile gestire, o peggio avviare, una società di modeste dimensioni senza ricorrere all'indebitamento. Ricorrere al credito, però, era difficile per la maggior parte delle famiglie borghesi, anche perché, allora, l'unica fonte di credito era quella bancaria.

Da una parte questo comportò la nascita di molte piccole realtà e imprese perlopiù a conduzione familiare. Dall'altra questo stimolò, per ovviare a tali problematiche, la creazione delle holding. Gruppi più grandi che facevano capo a più famiglie così da acquisire maggiore solidità e maggiore credibilità finanziaria, cosicché le banche potessero avere più fiducia e liberare più facilmente le linee di credito.

La legge 216/74 modificò la situazione istituendo la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, organo preposto al controllo e all'organizzazione del mercato borsistico. Questo sicuramente segnò una svolta dal punto di vista culturale, ma, all'alba della privatizzazione avvenuta negli anni '90, la struttura capitalistica italiana risultava ancora legata alla presenza di imprese controllate dallo stato, di un'elevata concentrazione di potere nelle mani di alcune famiglie e gruppi piramidali. Dunque, la separazione tra proprietà e controllo era scarsissima o inesistente.

Queste caratteristiche sono state stabili per un lungo periodo, portando gli accademici a riferirsi al modello di governance italiano con l'espressione 'manager deboli, forti blockholder e azionisti di minoranza non protetti'<sup>19</sup>, quando ancora l'inesistenza di standard di riferimento o di best practice non permise la creazione di nuovi modelli di corporate governance.

---

<sup>19</sup> Melis A. (2000). Corporate Governance in Italy. Corporate Governance: An Inter-national Review.

Negli ultimi decenni il modello di governance italiano si è evoluto ed è diventato più simile a quello anglo-americano. Questa evoluzione è il risultato della pressione delle forze esterne che spingono alla convergenza con le migliori pratiche internazionali, grazie alla presenza di investitori istituzionali stranieri, l'armonizzazione del diritto societario del l'UE e codici sviluppati da organizzazioni internazionali come l'OCSE e il FMI.

Il diritto societario ha vissuto evoluzioni lente nel tempo. Dopo il codice commerciale del 1882, ci sono state due importanti revisioni nel 1942 e nel 2003. Il codice commerciale emanato nel 1882 prevedeva una regolamentazione delle società a responsabilità limitata e introduceva il collegio sindacale per monitorare sia la gestione della società che i conti della stessa per conto degli investitori. Dopo un lungo dibattito sulle sue carenze nella gestione di alcuni fenomeni emergenti, come ad esempio i gruppi societari, il legislatore ha emesso un nuovo codice nel 1942.

Tuttavia, la riforma del 1942 ignora quasi la separazione tra proprietario e controllo delle società quotate in borsa e quindi non affronta in modo soddisfacente il governo societario e la tutela delle minoranze. La riforma del governo societario delle società quotate è così introdotta più tardi, nel 1974. La riforma del 1974 mira ad attuare il principio della tutela degli investitori attraverso una serie di innovazioni normative quali: (i) la possibilità di offrire alle minoranze strumenti finanziari (come obbligazioni convertibili e azioni senza diritto di voto o diritti di voto limitati) più allineati ai loro puri interessi economici; (ii) l'istituzione della Consob con competenze in materia di informativa societaria e negoziazione di azioni; (iii) l'imposizione di obblighi di informazione e l'obbligo di nominare revisori esterni per certificare il bilancio delle società quotate.<sup>20</sup>

Poiché la riforma del 1974 non ha toccato la corporate governance delle società quotate, negli anni successivi sono stati aggiunti numerosi emendamenti e revisioni per mantenere la regolamentazione nazionale allineata alle best practices internazionali. Ad esempio, l'insider trading è vietato e le società di investimento (SIM, Società di Investimento Mobiliare) sostituiscono i singoli agenti di cambio nel 1991; le acquisizioni furono regolamentate e nel 1992 viene introdotta una norma obbligatoria per tutelare gli azionisti minori; la Borsa Italiana - ovvero la Borsa di Milano - diventa una società a scopo di lucro e le sue azioni sono vendute a banche e società di investimento nel 1998. Una revisione radicale del regolamento relativo agli intermediari e ai mercati di investimento è incorporata nella legge consolidata sui mercati finanziari promulgata nel 1998.

La legge introduce nuove norme in materia di trasparenza e governance delle società quotate: ad esempio, rafforza i poteri e le responsabilità del collegio sindacale, rafforza i poteri degli azionisti di minoranza,

---

<sup>20</sup> Zattoni A. (2019) The evolution of corporate governance in Italy: formal convergence or path-dependence?

promuove la contestabilità del controllo aziendale (ad esempio, consente ai membri degli accordi degli azionisti di recedere in caso di offerta pubblica)<sup>21</sup>.

Poiché la riforma del 1998 ha ampliato le differenze normative tra società quotate e non quotate, una riforma generale del diritto societario è entrata in vigore nel 2003 e diventata effettiva il 1° gennaio 2004. Il nuovo regolamento aumenta la libertà di contratto, rafforza le protezioni per gli azionisti di minoranza e importa principi e regole sviluppati in altri paesi. Le principali innovazioni riguardano il finanziamento della società (ad esempio, introducendo la possibilità di emettere azioni con diritti di voto e di cassa diversi), la tutela degli azionisti di minoranza (regolando il diritto di recesso e l'azione legale contro gli amministratori) e del governo societario (ad esempio, rivedendo i patti parasociali e introducendo due modelli ad hoc di amministrazione e controllo - vale a dire il modello monistico e il modello dualistico)<sup>22</sup>.

Alla fine del 2017, solo 2 società quotate hanno adottato il modello monistico e altre 2 hanno adottato il modello dualistico. Alcune frodi e scandali finanziari - ad esempio, Parmalat, Cirio e Giaco-Melli - all'inizio del nuovo millennio evidenziano che le regole del governo societario e della divulgazione, nonostante la loro crescente convergenza verso le migliori pratiche internazionali, non sono sufficientemente applicate. Ciò ha determinato il fallimento sia dei controlli interni (ad es. del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale) sia dei controlli esterni (ad es. revisori esterni, banche e agenzie di rating)<sup>23</sup>. Come reazione, il governo italiano ha emanato una legge sulla tutela degli investitori (la cosiddetta legge sul risparmio), volta a migliorare la protezione degli investitori, la responsabilità degli amministratori e dei funzionari della società e l'affidabilità delle informazioni finanziarie delle società quotate.

La legge, per ripristinare la fiducia degli investitori impauriti e delusi, ha modificato diverse norme in materia di diritti degli azionisti di minoranza e di corporate governance delle società quotate. Il nuovo regolamento modifica una serie di disposizioni del diritto finanziario e societario italiano relative a diverse materie quali: (i) la nomina e la composizione degli amministratori (ad esempio, ha introdotto il voto di lista, concedendo il diritto agli azionisti di minoranza di nominare almeno un membro del consiglio di amministrazione e imponendo un direttore indipendente in consigli di amministrazione con più di sette membri); (ii) la nomina e la composizione dei revisori legali (ad esempio, aumentando la loro indipendenza dagli amministratori e imponendo che il presidente sia eletto tra i membri nominati dalle minoranze); (iii) gli obblighi di informativa (compresi i piani di stock option degli amministratori, la fusione tra società quotate e non quotate e il rispetto dei codici di buona governance); (iv) la nomina e la revoca di revisori e (v) le sanzioni penali associate alla violazione di queste leggi<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Ferrarini G. *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy* (2005).

<sup>22</sup> *Ibidem*.

<sup>23</sup> Melis A., (2005). *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?*

<sup>24</sup> Zattoni (2019). *The evolution of corporate governance in Italy: formal convergence or path-dependence?*

Subito dopo l'entrata in vigore della legge sul risparmio, la Borsa Italiana ha revisionato il proprio codice di autodisciplina per le società quotate. Aggiornato rispetto al nuovo diritto societario e alle modifiche introdotte dalla legge 262/2005, il codice risulta allineato agli orientamenti europei e internazionali. Le sue previsioni, soprattutto in materia di trasparenza dell'informazione societaria e di indipendenza sostanziale degli organi di controllo, sono complementari al rafforzamento della tutela delle minoranze perseguito sul piano legislativo. "Spetta ora al mercato fare buon uso di queste informazioni"<sup>25</sup>.

Le riforme continuano fino a poco tempo fa. Nel 2010, la Consob ha regolamentato le transazioni con controparti correlate, implementando requisiti informativi e procedure più stringenti (ad esempio, le società quotate italiane sono tenute a pubblicare una relazione annuale sulla remunerazione)<sup>26</sup>.

Nel 2011, il governo ha introdotto una legge sulle quote che richiede una rappresentanza minima di un terzo (un quinto per il primo mandato) del genere meno rappresentato per le società quotate e di proprietà dello Stato. Nel 2018, l'adozione della direttiva UE (2014/95) ha aumentato la divulgazione sulla responsabilità sociale delle imprese imponendo alle società quotate di pubblicare una relazione non finanziaria su questioni sociali e ambientali. Nel giugno 2019, l'attuazione della revisione della direttiva sui diritti degli azionisti (SHRD II) è volta a incoraggiare l'impegno degli azionisti a lungo termine. La direttiva UE impone l'identificazione degli azionisti per facilitare la comunicazione con la società e l'esercizio dei diritti degli azionisti; inoltre, propone un voto obbligatorio dell'assemblea degli azionisti in relazione alla politica di remunerazione almeno ogni tre anni o quando il consiglio cambia la stessa policy.

La corporate governance in Italia, dunque, ha avuto una storia relativamente breve, rispetto ad altri paesi europei come il Regno Unito o la Germania. Prima degli anni '90, il sistema italiano di gestione aziendale era fortemente basato sulla proprietà familiare e sulla gestione diretta delle imprese, senza una vera e propria separazione tra proprietà e gestione. Tuttavia, a partire dagli anni '90, con l'entrata in vigore della legge sulla società per azioni del 1991, l'Italia ha iniziato ad adottare standard di corporate governance più avanzati.

Nel 1998 è stata istituita la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), l'organo governativo responsabile della regolamentazione e della vigilanza sul mercato dei capitali in Italia. La CONSOB ha introdotto nuove regole per migliorare la trasparenza e la responsabilità delle società quotate, richiedendo la divulgazione di informazioni finanziarie complete e accurate, e promuovendo la partecipazione degli azionisti alle decisioni aziendali.

Nel 2002 è stata introdotta la legge sulla corporate governance (legge n. 231/2001), che ha stabilito i principi generali per la gestione delle società quotate in borsa, tra cui l'adozione di un codice di autodisciplina da

---

<sup>25</sup> Banca d'Italia. Memoria sulla legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Roma, 7 giugno 2006.

<sup>26</sup> Zattoni (2019). The evolution of corporate governance in Italy: formal convergence or path-dependence?

parte delle società, la promozione della partecipazione degli azionisti e la creazione di comitati per il controllo interno e la revisione dei conti.

Nel 2011 è stato pubblicato il codice di autodisciplina delle società quotate in borsa, noto come il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate, che stabilisce i principi e le raccomandazioni per una gestione aziendale trasparente, efficace e responsabile. Il Codice include le best practice internazionali, come la separazione tra il presidente del consiglio di amministrazione e il direttore generale, la partecipazione degli azionisti alle decisioni importanti dell'azienda e la presenza di un comitato per la remunerazione.

Nel 2019 è stata introdotta la Legge di Bilancio 2020, che ha modificato la legge sulla corporate governance del 2002 e ha introdotto nuove regole per le società quotate. La legge prevede la nomina di un amministratore delegato per le società con ricavi superiori a 500 milioni di euro, l'obbligo di pubblicare i criteri di remunerazione dei dirigenti e l'accentramento dei poteri di controllo verso la CONSOB.

In sintesi, la corporate governance in Italia ha avuto una storia relativamente breve, ma negli ultimi decenni il paese ha compiuto importanti passi avanti per migliorare la trasparenza, la responsabilità e la partecipazione degli azionisti nelle decisioni aziendali. L'adozione del Codice di Autodisciplina e la recente modifica della legge sulla corporate governance sono solo alcune delle iniziative prese dal governo e dalle autorità di regolamentazione per creare un ambiente.

### 1.3 La legge in Italia e il Codice di Autodisciplina

Le regole di governo societario possono essere introdotte dal legislatore o dall'iniziativa privata in base al regime giuridico dominante. Distinguiamo, dunque, Paesi in cui domina la *common law* e Paesi in cui invece fa testo la *civil law*<sup>27</sup>.

Nella prima categoria di Paesi, la fonte di diritto predominante è la giurisprudenza, in quanto non esiste una legge scritta ma, sono gli stessi Organismi di Vigilanza delle Borse Valori a predisporre raccomandazioni vincolanti per l'ammissione alla quotazione. Questo regime è tipico dei Paesi anglosassoni, caratterizzati da un ampio ricorso al mercato finanziario e dalla prevalenza di grandi imprese con capitale diffusissimo, in cui vi è il cosiddetto problema di agenzia, ossia quello della separazione tra proprietà e controllo.

Nei Paesi *civil law*, invece, sono la legge ed i regolamenti il framework di riferimento, il mercato finanziario è poco rilevante, e, spesso, la proprietà si trasferisce tramite accordi tra le parti. In sostanza, la differenza

---

<sup>27</sup> (Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny) anche conosciuti come "la banda dei quattro". Questi hanno scritto una serie di articoli, a partire dal 1997, sulla concentrazione proprietaria e rispetto della legge in molti Paesi del mondo.

principale tra i due regimi risiede nel diverso peso esercitato dal mercato finanziario che comporta un diverso grado di intervento delle autorità pubbliche e degli organismi di vigilanza.

In Italia, la corporate governance è disciplinata dalla Legge **231/2001**.

La legge 231/2001 ha introdotto importanti innovazioni nel sistema giuridico italiano in materia di responsabilità amministrativa delle società e degli enti collettivi, con l'obiettivo di prevenire e reprimere i reati commessi nell'ambito dell'attività di impresa. In particolare, essa ha stabilito l'obbligo per le società di adottare modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire i reati di corruzione e di frode.

La legge ha inoltre introdotto importanti innovazioni in materia di corporate governance, con l'obiettivo di migliorare la trasparenza e la responsabilità delle società. Ad esempio, ha stabilito l'obbligo per le società quotate di adottare il già citato "Codice di Autodisciplina", che definisce le regole e le best practices in materia di corporate governance.

Il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate è uno strumento di autoregolamentazione del mercato finanziario italiano, elaborato dal Comitato per la Corporate Governance e adottato nel 1999. Esso rappresenta un insieme di principi e best practices che le società quotate in Borsa devono seguire per assicurare una gestione trasparente, efficace e responsabile.

Il Codice prevede una serie di raccomandazioni su vari aspetti della corporate governance, come la composizione del consiglio di amministrazione, la nomina e la valutazione dei membri dell'organo di gestione, la remunerazione dei dirigenti, la comunicazione finanziaria e non finanziaria, il controllo interno, la gestione dei conflitti di interesse e la tutela degli azionisti.

In particolare, Il Codice di Corporate Governance si rivolge a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") gestito da Borsa Italiana. L'adesione al Codice è volontaria e deve essere esplicitata nella relazione finanziaria annuale, nella sezione dedicata al governo societario e agli assetti proprietari. Ogni articolo del Codice si compone di principi, i quali delineano gli obiettivi di una governance efficace, e di raccomandazioni, che illustrano le azioni ritenute adeguate dal Codice per raggiungere tali obiettivi. Il Codice è neutrale rispetto al modello societario concretamente adottato dalla società (tradizionale; "one-tier" che include per le società italiane il modello monistico; "two-tier" che include per le società italiane il modello dualistico), purché esso rifletta l'attribuzione di funzioni degli organi sociali descritta nelle "definizioni" del Codice. Le società adottano il Codice con prevalenza della sostanza sulla forma e applicano le sue raccomandazioni secondo il criterio del "comply or explain"<sup>28</sup>.

Tra le principali novità introdotte dal Codice si possono citare:

---

<sup>28</sup> Cioè, se tra le società aderenti al Codice, una tra queste non dovesse osservare uno dei principi, questa deve dettagliatamente spiegare all'interno della propria relazione la motivazione o le motivazioni che giustificano la mancata adesione al principio.

- La definizione dei criteri per determinare l'indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione e l'obbligo di avere almeno un terzo di amministratori indipendenti. Ciò mira a garantire l'assenza di conflitti di interesse tra i membri del consiglio e la società stessa.
- L'obbligo di nominare un comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi, composto da amministratori indipendenti, con il compito di monitorare il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi della società.
- La definizione di principi per la remunerazione dei dirigenti, che devono essere basati sulla performance aziendale a medio-lungo termine e devono prevedere anche meccanismi di clawback<sup>29</sup> in caso di risultati negativi.
- L'obbligo di pubblicare un documento di informazione sul governo societario, contenente informazioni sulla struttura e sul funzionamento dell'organo amministrativo, nonché sul rispetto delle raccomandazioni del Codice.

Il Codice di Autodisciplina è stato successivamente aggiornato nel 2003, nel 2006, nel 2011 e nel 2020, per tener conto dell'evoluzione del mercato e delle best practices internazionali. Esso rappresenta uno strumento fondamentale per promuovere la cultura della corporate governance in Italia e per assicurare la trasparenza e la responsabilità delle società quotate. Tuttavia, come già ribadito, la sua adesione rimane volontaria e, nonostante i progressi compiuti, ancora molte società italiane non lo rispettano completamente. Ciò evidenzia la necessità di un maggiore impegno delle società stesse e delle autorità di controllo per garantire il rispetto dei principi contenuti nel codice e per creare un ambiente di fiducia e di stabilità nel mercato finanziario italiano.

L'organismo preposto alla vigilanza della Borsa in Italia è la Consob. La Commissione Nazionale per le società e la Borsa, nota con l'acronimo Consob è un'autorità amministrativa indipendente con sede a Roma. Dotata di una propria personalità giuridica e piena autonomia, l'attività principale di Consob è proprio quella di vigilare il mercato mobiliare italiano.

In sintesi, la corporate governance e la legge sono strettamente legate, in quanto la normativa giuridica costituisce uno strumento fondamentale per la definizione delle regole e dei principi che devono guidare il comportamento delle imprese. La legge, inoltre, rappresenta uno strumento per garantire la tutela degli interessi dei vari stakeholder e per promuovere una gestione aziendale etica e responsabile.

Un esempio di società quotata in Italia che ha aderito totalmente alle norme contenute nel codice di autodisciplina è Enel, una delle principali utility al mondo attiva nel settore dell'energia. Enel ha stabilito un

---

<sup>29</sup> "Le clausole di clawback costituiscono dei meccanismi contrattuali che prevedono la possibile restituzione, totale o parziale, di compensi già erogati dalle aziende al proprio personale sotto forma di parte variabile della retribuzione. Esse consistono, quindi, in una sorta di malus che fa da contraltare all'erogazione di un bonus in qualche modo non dovuto, in quanto ingiustamente e/o erroneamente erogato, controbilanciandolo ed eventualmente eliminandolo, ove non meritato". La definizione è di C. Timellini

sistema di corporate governance basato sui principi di trasparenza, responsabilità e integrità, seguendo i dettami del codice di autodisciplina. In particolare, la società ha adottato misure volte a garantire l'indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione, la divulgazione di informazioni trasparenti e complete ai mercati, l'adozione di criteri di remunerazione e incentivi legati al raggiungimento degli obiettivi di lungo termine e l'adozione di meccanismi di gestione dei conflitti di interesse. Enel si impegna inoltre a monitorare costantemente l'efficacia delle proprie politiche di corporate governance e a adeguarle alle esigenze del contesto in cui opera<sup>30</sup>.

## 1.4 Gli approcci alla Governance aziendale nel vecchio continente

Esistono diversi approcci alla Corporate Governance, che riflettono le diverse culture, tradizioni e contesti economici dei vari paesi. In generale, gli approcci si distinguono in due categorie principali: il modello anglosassone e il modello continentale.

Il modello anglosassone è caratterizzato da una importante separazione tra il ruolo dell'owner e il ruolo del gestore dell'azienda. In questo modello, il consiglio di amministrazione rappresenta gli interessi degli azionisti e ha il compito di controllare e guidare l'attività dell'azienda. Inoltre, la Corporate Governance è spesso vista come una leva per creare valore per gli azionisti attraverso l'adozione di pratiche di corporate governance avanzate, come la trasparenza e la responsabilità sociale.

In questi sistemi, l'azionista finanziatore non supervisiona direttamente chi gestisce l'impresa. Le banche, invece, non hanno alcun interesse diretto nell'impresa-debitrice e non sono coinvolte nella sua gestione. I dipendenti non sono considerati stakeholder fondamentali e sono spesso visti come un costo per l'azienda. Di conseguenza, l'impresa tende a controllare i costi dei dipendenti, cercando di ridurli, piuttosto che coinvolgerli nella gestione strategica. Il sistema in questione si basa sul principio dell'"exit" degli azionisti, piuttosto che sul principio della "voice".

In altre parole, gli azionisti non hanno un'influenza diretta sulla gestione dell'impresa, ma possono esprimere la loro insoddisfazione vendendo le proprie azioni. Questa possibilità è resa possibile dalla presenza di un mercato finanziario attivo, che valuta il valore delle azioni in base ai risultati dell'impresa, da qui la definizione di "sistemi basati sul mercato".

Il sistema offre quindi un meccanismo di controllo basato sulla liquidità delle azioni, cioè sulla possibilità di venderle rapidamente e con un costo relativamente basso.

---

<sup>30</sup> [Sostenibilità condivisa: Lettera agli azionisti e stakeholder | Enel](#)



Il meccanismo di controllo interno diretto più largamente utilizzato in questi sistemi è la struttura di remunerazione per i top manager, strutturata con l'obiettivo di allineare gli interessi dei membri del consiglio di amministrazione con quelli degli azionisti, al fine di mitigare il problema di agenzia<sup>31</sup>, tramite incentivi quali le *stock option*<sup>32</sup>.

Sul sito di Borsa italiana vengono definiti come strumento di incentivazione e remunerazione. “Le *stock option* sono strumenti di incentivazione che vengono solitamente concessi al top management e ai membri del consiglio di amministrazione di un’azienda oppure a dipendenti”<sup>33</sup>. Esistono, inoltre, anche altri strumenti, come ad esempio le *stock grant*<sup>34</sup>, e vedremo successivamente anche gli effetti finanziari di concedere azioni ed opzioni ai manager. Infatti, “i programmi di compensazione e ricompensa sono vitali per il successo di qualsiasi organizzazione”<sup>35</sup>.

Al contrario, il modello continentale si fonda su una maggiore integrazione tra il ruolo del proprietario e il ruolo del gestore dell'azienda. Questo modello è anche conosciuto con il nome di modello Renano, ed è infatti adottato da paesi quali: Germania, Austria, Olanda, Lussemburgo e, con qualche particolarità, i Paesi Scandinavi. In questo modello, il consiglio di amministrazione rappresenta gli interessi dell'azienda nel suo insieme, e non solo degli azionisti. Infatti, sotto il profilo economico-aziendale, si segue il principio secondo il quale il potere di esercitare la gestione e il controllo risiede nelle mani dei conferenti le risorse primarie all’azienda, tra cui troviamo, non solo coloro che conferiscono capitale ma, anche, i prestatori di lavoro. La Corporate Governance è, dunque, spesso vista come uno strumento per creare un vantaggio competitivo per l'azienda attraverso l'adozione di pratiche di corporate governance che includono anche la gestione delle relazioni con i dipendenti, i fornitori e le comunità locali.

L’altro stakeholder rilevante è costituito dalle Banche. Nei paesi interessati, per ragioni storiche e culturali, le Banche hanno da sempre finanziato direttamente l’industria, creando una cosiddetta “*relationship banking*”, ossia una relazione tra il settore bancario e il settore industriale, grazie alla presenza, in questi paesi, della Banca Universale senza distinzione tra Banche di Investimento e Banche di Deposito.

La relazione tra banche e imprese può ridurre i costi di agenzia, cioè i costi derivanti da asimmetrie informative e comportamenti opportunistici e le banche possono detenere pacchetti azionari delle imprese in

---

<sup>31</sup> Nohel T., Todd S. (2005). Compensation for managers with career concerns: the role of stock options in optimal contracts, *Journal of Corporate Finance*.

<sup>32</sup> Con l’espressione *Stock Option* intendiamo il diritto dato ad un soggetto di acquistare azioni dell’impresa ad un prezzo predeterminato, normalmente diverso dal valore corrente dell’azione al momento dell’emissione, in uno specifico intervallo di tempo, generalmente di diversi anni. Il beneficio monetario si ha unicamente nel momento in cui si esercita il diritto; la remunerazione sarà data dalla differenza tra il prezzo di mercato dell’azione e l’ammontare pagato dal soggetto, sulla base del prezzo prestabilito.

<sup>33</sup> Borsa Italiana Spa. [Stock Option: cosa sono e come funzionano - Borsa Italiana](#). FTA Online News, Milano, 22 mar 2019.

<sup>34</sup> A differenza delle *stock option*, le *stock grant* consistono in un “piano di incentivazione che prevede direttamente l’attribuzione, da parte di una società, di titoli propri a dipendenti o collaboratori al raggiungimento di determinati obiettivi prestabiliti o al verificarsi di determinate condizioni.

<sup>35</sup> Joseph G. Fisher, Geoffrey B. Sprinkle, Lynda L. Walker (2008). *Incentive compensation: Bridging theory and practice*.

due modi: indirettamente, come consulenti di piccoli investitori, o direttamente, come azionisti. In entrambi, si ottiene un evidente effetto che caratterizza il modello Europeo o Continentale, ossia l'interesse che le banche hanno a monitorare l'operato delle imprese e a partecipare alla loro gestione. Infatti, grazie al sistema di voto con deleghe, le banche possono esercitare un'influenza significativa sulle decisioni strategiche delle imprese.

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

Oltre a questi due modelli, esistono anche altri approcci alla Corporate Governance, come il modello giapponese, ad esempio, inoltre, negli ultimi anni, si è sviluppato un approccio internazionale alla Corporate Governance, basato su principi e linee guida concordati a livello globale, come i Principi dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) sulla Corporate Governance delle società quotate. Questi principi includono la protezione dei diritti degli azionisti, la trasparenza delle informazioni, la responsabilità dei membri del consiglio di amministrazione e il rispetto dei diritti dei lavoratori e degli altri stakeholder.

Possiamo servirci da una serie di fattori tipici che permettono di classificare ulteriormente i sistemi di corporate governance:

- a) Capacità di attrazione del risparmio da parte dei mercati finanziari;
- b) Ruolo svolto dalle Banche;
- c) Partecipazione attiva dei lavoratori alla gestione e al controllo dell'impresa;
- d) Divario tra proprietà e management (modalità di interazione tra organi di gestione e controllo).

In base a questi fattori possiamo suddividere i sistemi di governance in “*insider system*” e “*outsider system*”<sup>36</sup>, e più nello specifico creiamo questa distinzione in base al tipo di monitoraggio che viene effettuato sul lavoro dei *directors*.

Come è facile ipotizzare, in un sistema *outsider*, il controllo dell'impresa è affidato all'esterno e quindi in generale al mercato, mentre in un sistema *insider*, questo, è affidato ai principali portatori di interesse. I

In entrambi i casi, l'obiettivo principale è la massimizzazione del valore per gli stakeholder, ma in modo diverso. Un sistema “*outsider*”, ovvero il cosiddetto “*market-oriented system*”, si sviluppa in sistemi giuridici di common law, ovvero nell'area angloamericana, in cui vi è elevata protezione degli azionisti di minoranza e dei creditori sociali, ed il valore per gli stakeholder è inteso come remunerazione dell'investimento in

---

<sup>36</sup> Julian Franks, Colin Mayer (1996). “Do Hostile Takeovers Improve Performance?”.

capitale di rischio; mentre un sistema "*insider*", si sviluppa, tendenzialmente, in Paesi civil law dove troviamo mercati finanziari meno sviluppati, ed in cui il "valore" è inteso come interesse sociale.

In un sistema di corporate governance "*outsider*", le imprese sono di grandi dimensioni e hanno una proprietà altamente frazionata. Questo significa che gli azionisti sono numerosi e non hanno un controllo diretto sull'impresa. Il controllo dell'impresa è affidato al mercato, che premia le imprese che massimizzano il valore per gli azionisti di minoranza e i creditori sociali. Questo è possibile perché i mercati borsistici in cui questo sistema opera sono performanti.

Il limite di questo modello è che i manager hanno un forte potere discrezionale, in quanto hanno accesso diretto alle informazioni aziendali. Questo può portare a comportamenti opportunistici da parte dei manager, che possono perseguire i propri interessi a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza.

In un sistema di corporate governance "*insider*", invece, le imprese hanno una proprietà più concentrata. Questo significa che un gruppo di azionisti, tipicamente una famiglia o una banca ("*block-holder*"), ha un controllo diretto sull'impresa. Il controllo dell'impresa è affidato a questo gruppo di azionisti, che possono esercitare un'influenza significativa sulle decisioni strategiche dell'impresa.

Questo modello ha il vantaggio di ridurre il problema di agenzia, in quanto i manager sono più propensi a perseguire gli interessi dei proprietari, che sono anche i loro principali azionisti.

Il problema d'agenzia si verifica, ad esempio, quando l'interesse degli amministratori e dei manager di un'azienda può divergere dagli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder. In altre parole, gli amministratori e i manager potrebbero agire in modo da massimizzare i loro interessi personali, invece di agire nell'interesse dei proprietari dell'azienda. Questo problema può essere risolto attraverso un'adeguata Corporate Governance, che si occupa di definire le regole e le procedure che regolano le relazioni tra gli azionisti, gli amministratori e i manager dell'azienda, garantendo che gli interessi degli azionisti siano tutelati e che i manager agiscano nell'interesse dell'azienda nel suo complesso.

Ma esistono molteplici tipi di conflitti di interessi che possono venirsi a creare all'interno di una società. Più nello specifico, solo una delle famiglie dei conflitti di agenzia ci interessa al fine di collegarlo ai sistemi e ai modelli di Corporate Governance: i conflitti di agenzia del capitale proprio<sup>37</sup>. Questo tipo di rapporto vede schierati da una parte i directors (e in una concezione estesa anche tutti i manager con poteri decisionali, per questo chiamati "*agent*") e dall'altra parte i principali, ossia gli azionisti. Come accennato in precedenza, questo conflitto nasce dalla divergenza di interessi tra le due parti. Minore è la proprietà dei manager, ossia il loro diritto sul valore residuo dopo aver rimborsato e remunerato i creditori<sup>38</sup>, maggiore sarà la loro tendenza

---

<sup>37</sup> Sutton C., Veliyath R., Pieper T.M., Hair J. F., (2018). Caylor M., Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model, Long Range Planning

<sup>38</sup> Domenichelli O., (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici, Giappichelli editore, Torino.

a voler fare prevalere, con atteggiamenti opportunistici, i loro interessi personali su quelli dei soci. Inversamente, tanto più sarà il capitale di rischio detenuto dagli agent, tanto più i loro interessi e obiettivi sono allineati con quello dei principali. Altri fattori, collegati alla solidità del sistema di Corporate Governance della società che potrebbero generare dei comportamenti lesivi da parte dei manager è dettato dall'incapacità dell'organo di controllo di monitorare sul loro operato. Ovviamente, la remunerazione dei manager gioca da pedina fondamentale in questo conflitto di interessi tra le parti. Questa, deve essere il più possibile variabile e focalizzata sulla creazione di valore di lungo periodo e non su valori contabili focalizzati sul breve.

Poi, possiamo trovare altri tipi di conflitti di agenzia che possono sussistere in diversi sistemi capitalistici e che prescindono totalmente o quasi dal modello di corporate governance adottato. Ad esempio, il conflitto che si viene a creare tra azionisti e creditori nelle situazioni di sovra-investimento e sotto-investimento, o ancora il conflitto che sussiste tra gli azionisti di maggioranza e minoranza<sup>39</sup>. Quest'ultimo, si amplifica nelle società a capitale fortemente concentrato e nei sistemi di capitale in cui i diritti dei soci di minoranza sono meno tutelati. Nello specifico, gli azionisti di maggioranza<sup>40</sup> possono, attraverso la detenzione della maggioranza dei diritti di voto assemblea e della loro posizione di controllo, acquisire dei vantaggi privati a scapito dei piccoli azionisti. In genere, il fenomeno è più accentuato nelle economie in cui gli investitori sono poco tutelati ed esistono altre variabili che alcuni studiosi hanno esaminato. Ad esempio, la dimensione dell'impresa e la dimensione dei diritti di cash flow dei maggiori azionisti. Più grandi sono le imprese, più elevati sono i costi di agenzia<sup>41</sup> e si ipotizza che, più grandi siano i diritti di cash flow degli azionisti di maggioranza, minore sarà la loro propensione a causare danno ai soci di minoranza<sup>42</sup>.

In sintesi, gli approcci alla Corporate Governance sono diversi e riflettono le diverse culture e tradizioni dei vari paesi, ma tutti hanno in comune l'obiettivo di garantire la creazione di valore per gli azionisti e per tutti gli stakeholder, attraverso un sistema di regole, procedure e pratiche che assicurino la trasparenza, la responsabilità e la sostenibilità dell'azienda, e che possano prevenire, limitare o risolvere una serie di conflitti e blocchi che possano danneggiare il valore creato.

## 1.5 I tre modelli di Governance aziendale in Italia

---

<sup>39</sup> Jensen M.C. e Meckling W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics.

<sup>40</sup> Definiti anche block-holders o zoccolo duro, proprio per questa posizione di controllo e di vantaggio che permettono a chi detiene la maggioranza di far valere i propri interessi in assemblea anche grazie a particolari meccanismi di voto.

<sup>41</sup> Jensen M.C. e Meckling W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics.

<sup>42</sup> Ibidem.

In base al modo in cui vengono distribuite le funzioni di amministrazione e controllo, possiamo distinguere due sistemi di corporate governance: il sistema monistico e il sistema dualistico.

Nel sistema monistico, anche detto *one-tier system* le funzioni di amministrazione e controllo sono affidate a un unico organo, il consiglio di amministrazione. Questo organo è composto da un numero variabile di membri, esecutivi<sup>43</sup> e non esecutivi<sup>44</sup>, eletti dall'assemblea degli azionisti.

Nel sistema dualistico, invece, le funzioni di amministrazione e controllo sono affidate a due organi distinti: il consiglio di sorveglianza e il consiglio di gestione.

Il sistema dualistico può essere orizzontale<sup>45</sup> o verticale. Nel sistema dualistico orizzontale, sia il consiglio di gestione che il consiglio di sorveglianza vengono nominati dall'assemblea degli azionisti, organo principale. Nel sistema dualistico verticale, invece, il consiglio di sorveglianza è nominato dall'assemblea degli azionisti, mentre il consiglio di gestione è nominato dal consiglio di sorveglianza.

Le caratteristiche e le problematiche dei singoli sistemi sono le seguenti:

a) Sistema monistico

- Vantaggi:

- Semplicità di struttura;
- Maggiore efficienza;
- Minori costi di gestione.

- Svantaggi:

- Può verificarsi un conflitto di interessi tra le funzioni di amministrazione e controllo;
- Può essere difficile garantire l'indipendenza del consiglio di amministrazione.

Una caratteristica importante del sistema monistico è proprio la presenza di amministratori non esecutivi che svolgono la funzione di controllo all'interno del comitato per il controllo sulla gestione. Essendo, però, un organo che nasce all'interno del CdA, i controllori sono anch'essi membri del consiglio, riproducendo così l'automatico paradigma del controllore che è anche controllato. Per questo motivo, questi, non hanno partecipazioni al capitale sociale, così da non avere interessi personali nella gestione aziendale, e devono

---

<sup>43</sup> Tra questi, viene scelto il Direttore Generale o CEO che ha il compito di esprimere le volontà dell'impresa.

<sup>44</sup> I *non-executive directors* ricoprono un ruolo fondamentale nel sistema caratterizzato da un unico livello di nomina (*one-tier system*), in quanto assumono un ruolo di controllo nei confronti degli *executive directors* e, in generale, del lavoro dell'intero organo.

<sup>45</sup> Il sistema dualistico orizzontale è conosciuto come sistema tradizionale in Italia.

essere ritenuti indipendenti<sup>46</sup> nei confronti dei membri esecutivi. In sostanza, non possono avere con questi ultimi nessun tipo di legame familiare, finanziario, commerciale o lavorativo.

Proprio con l'obiettivo di rafforzare il ruolo di monitoraggio, nel sistema monistico, vengono istituiti diversi comitati composti da amministratori esterni. Tra questi, fondamentale è il Comitato di Controllo Interno, che ha il compito di rafforzare il ruolo di monitoraggio svolto dal mercato, ispezionando l'operato degli amministratori esecutivi.

Data l'importanza del ruolo che ricoprono, gli amministratori non esecutivi devono essere selezionati con cura e imparzialità, tenendo conto dei requisiti di onorabilità e professionalità. La loro carica deve essere a tempo determinato, senza rinnovo automatico, in modo da evitare rapporti collusivi con gli altri membri del consiglio.

#### b) Sistema dualistico

- Vantaggi:
  - Maggiore separazione tra le funzioni di amministrazione e controllo
  - Minore rischio di conflitto di interessi
- Svantaggi:
  - Può essere più complesso
  - Può essere meno efficiente
  - Possono verificarsi ritardi nelle decisioni

Il sistema dualistico, per ovviare al problema di un unico organo che vigila il suo stesso operato, è caratterizzato da due organi separati che si occupano rispettivamente delle funzioni di gestione e controllo. In base al modo in cui questi due organi vengono nominati, distinguiamo il sistema dualistico verticale e il sistema tradizionale o dualistico orizzontale.

Si tiene traccia della nascita del sistema dualistico verticale in Germania<sup>47</sup>, dove lo scopo era quello di istituire un organo di controllo che potesse vigilare sulla gestione e per consentire al sindacato dei lavoratori dipendenti di partecipare alla gestione della società, con propri rappresentanti nel consiglio di sorveglianza. L'organo in questione non ostacola l'ordinaria amministrazione, in quanto non prende parte alla direzione strategica ma si limita a monitorare che questa segua un percorso corretto e in linea con la normativa legale e con quanto prescritto dalle regole statutarie.

---

<sup>46</sup> Il requisito di indipendenza è citato anche nel Codice di Autodisciplina italiano, in cui viene descritto come requisito soggettivo che deve persistere durante l'intera durata del mandato e che si esplica nell'indipendenza sia dal soggetto economico che dagli altri membri dell'organo di gestione.

<sup>47</sup> [C2-Modello dualistico in Italia e in Germania \(zanichelli.it\)](https://www.zanichelli.it/C2-Modello-dualistico-in-Italia-e-in-Germania)

Il modello, sviluppandosi su due livelli, è conosciuto dall'accademia economica con il termine anglosassone "two-tier system". L'assemblea dei soci nomina l'organo di controllo, ossia il Consiglio di Sorveglianza ovvero "Supervisory Board", che a sua volta nomina l'organo amministrativo, ossia il Consiglio di Gestione ovvero "Management Board".

Le critiche mosse al sistema dualistico si concentrano sulla lentezza operativa che può causare l'obbligo di richiedere l'autorizzazione all'organo di controllo su determinate decisioni. Inoltre, non è sempre detto che la presenza di controllori all'esterno dell'organo amministrativo sia sufficiente per un monitoraggio adeguato, in quanto la tempestività e la precisione delle informazioni può essere rispettivamente rallentata e peggiore proprio per la separazione dei due organi.

La riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto notevoli modifiche in ambito di corporate governance. Infatti, dal 17 gennaio 2003, con il D. Lgs. n°6, la legge italiana riconosce alle società la possibilità di scegliere tra tre diversi sistemi, che l'art. 2380 chiama di amministrazione e controllo, detti anche modelli di governance.

Dunque, sono applicabili i modelli di Corporate Governance citati finora: il modello monistico e il modello dualistico, che, come abbiamo visto, in base alla verticalità o orizzontalità del potere di nomina si sdoppia e, gli accademici italiani, catalogano il sistema verticale semplicemente come "dualistico", e, invece, quello orizzontale è conosciuto come "modello tradizionale".

Nelle intenzioni dei riformatori, il sistema dualistico, grazie all'ampia autonomia concessa agli amministratori rispetto all'assemblea dei soci e al controllo effettuato da un organo professionale ed indipendente (consiglio di sorveglianza), dovrebbe riuscire a soddisfare le particolari esigenze delle società a capitale diffuso. Invece, il modello monistico dovrebbe garantire alle società di ampliare trasparenza e circolazione delle informazioni tra gli organi di gestione e controllo, in un contesto di maggiore semplicità e flessibilità.

La scelta del modello può essere importante nella definizione di poteri obblighi degli amministratori e il ruolo rispetto agli interessi degli investitori. La scelta del modello di Corporate Governance, come discusso prima, può anche influenzare la gestione del problema d'agenzia, ad esempio, e i costi collegati a questo fenomeno. Inoltre, la riforma prevede la possibilità di passare da un modello all'altro durante la vita dell'impresa.

In generale, i modelli di governance aziendale più efficaci sono quelli che prevedono un forte coinvolgimento degli azionisti e una maggiore trasparenza nella gestione dell'azienda.

Rivediamo nello specifico le caratteristiche delle separazioni gestorie presenti nei vari modelli:

- a) il modello tradizionale. È anche chiamato ordinario, in quanto, se non previsto diversamente dallo statuto, è il modello che viene applicato per legge. In questo modello, il consiglio di amministrazione

è l'organo amministrativo nominato dall'assemblea dei soci, che ha il compito di definire la strategia ed in cui il potere esecutivo è affidato ad un amministratore delegato interno all'organo<sup>48</sup>. Il consiglio di amministrazione è composto da membri interni ed esterni<sup>49</sup> all'azienda, ed è presieduto da un presidente non esecutivo. Invece, l'organo di controllo, anche questo nominato dall'assemblea, è, come visto nei paragrafi precedenti, chiamato collegio sindacale.

- b) il modello monistico, tipico della tradizione anglosassone, invece, non prevede la presenza di un amministratore unico e i due poteri, amministrativo e di controllo, sono racchiusi all'interno di un unico organo, il Consiglio di Amministrazione, che al suo interno prevede per legge l'istituzione del comitato per il controllo sulla gestione, composto da amministratori esecutivi ed indipendenti, che assumono le funzioni tipiche del Collegio Sindacale.
- c) Infine, il modello dualistico prevede la separazione dei poteri in due organi distinti: il consiglio di sorveglianza e il consiglio di gestione, all'interno del quale, così come nel modello precedente, non può esserci un amministratore unico. Il consiglio di sorveglianza, votato dall'assemblea dei soci, ha il compito di definire la strategia dell'azienda e di votare, a sua volta, il consiglio di gestione, di cui deve controllarne l'operato. I poteri esecutivi, infatti, sono di quest'ultimo, che ha il compito di gestire l'azienda e di attuare la strategia definita dal consiglio di sorveglianza, venendo affiancato da un comitato interno composto interamente da amministratori indipendenti, chiamato comitato per il controllo sulla gestione.

In Italia, il modello tradizionale è il più diffuso, ma il modello monistico e il modello dualistico sono stati introdotti in seguito alle direttive dell'Unione Europea sulla Corporate Governance. In generale, la scelta di uno piuttosto degli altri, dipende da una serie di variabili come: le dimensioni dell'azienda, la sua complessità e il suo contesto di riferimento. Tuttavia, tutti e tre i modelli hanno come obiettivo principale quello di garantire la trasparenza, la responsabilità e la sostenibilità dell'azienda, al fine di creare valore per gli azionisti e per tutti gli stakeholder.

Nel modello tradizionale di Corporate Governance, come accennato in precedenza, i membri interni del consiglio di amministrazione sono gli amministratori delegati e/o i membri della famiglia proprietaria dell'azienda, mentre i membri esterni sono nominati in base alle loro competenze e alla loro indipendenza rispetto all'azienda. Il presidente del consiglio di amministrazione, che presiede le riunioni e coordina l'attività del consiglio, può essere un membro interno o esterno all'azienda, ma in ogni caso non ha poteri esecutivi.

Il consiglio di amministrazione ha il compito di definire la strategia dell'azienda, di controllare l'operato degli amministratori delegati e di assicurare la sostenibilità dell'azienda nel lungo periodo. Per fare ciò, il

---

<sup>48</sup> L'organo non deve necessariamente essere collegiale, ma può anche essere monocratico, ossia con un amministratore unico, figura in cui viene incentrato il potere dell'organo amministrativo nella sua totalità.

<sup>49</sup> La suddivisione tra esecutivo e non esecutivo può anche essere tradotta, come si evince da alcuni testi economici, in *insider* e *outsider directors*.



consiglio di amministrazione si avvale di comitati endoconsiliari composti da amministratori esperti in materie specifiche, come il comitato controllo e rischi, il comitato remunerazioni e il comitato nomine, che supportano il consiglio nelle sue decisioni. Inoltre, il modello tradizionale prevede l'istituzione di un collegio sindacale, composto da revisori contabili e da membri esterni all'azienda, che ha il compito di controllare la corretta applicazione delle norme contabili e fiscali dell'azienda, oltre che vigilare sulla corretta osservazione delle regole statutarie.

L'art. 2490-bis C.c., attribuisce la revisione legale dei conti ad un revisore esterno ed in via esclusiva, cosa che prima della riforma spettava al collegio sindacale. Inoltre, la legge precisa, al comma 2 dello stesso articolo, che la competenza della revisione dei conti può essere ripristinata al collegio sindacale delle società chiuse<sup>50</sup>, solo se tutti i sindaci del collegio sono regolarmente iscritti al Registro dei revisori contabili.

Il modello dualistico in Italia, introdotto come accennato prima dalla riforma del 2003, è leggermente differente rispetto a quello adottato in altri paesi in cui l'ordinamento, similmente al nostro, prevede questo modello facoltativamente, come avviene in Francia ad esempio, o obbligatoriamente, come in Germania.

In Italia il consiglio di gestione può delegare le proprie attribuzioni a uno o più dei suoi componenti (art. 2409-novies cod. civ.). Dunque, il modello, è pensato affinché i membri del consiglio non si limitino ad essere solo gestori, ma anche amministratori non esecutivi, mantenendo la mancanza di un potere di informazione, così come avviene per i membri del consiglio di amministrazione tradizionale. Il consiglio di sorveglianza, invece, nel sistema italiano, pur combinando le responsabilità del collegio sindacale con alcune delle funzioni di gestione svolte dall'assemblea del sistema tradizionale, non può essere definito organo di gestione al pari dell'*Aufsichtsrat* tedesco<sup>51</sup>.

Ad esso, infatti, oltre al controllo sulla regolarità tipico del collegio sindacale, è attribuito soltanto il potere di nomina e revoca del consiglio di gestione; l'approvazione del bilancio di esercizio e l'esercizio dell'azione di responsabilità verso i componenti del consiglio di gestione. Non ha, dunque, poteri di gestione veri e propri, né un vero controllo sul merito della gestione. Qualcuno considera negativamente tale circostanza, come un'ulteriore deresponsabilizzazione dei gestori, infatti, ad esempio, resta il dubbio di come, il consiglio di sorveglianza, una volta approvati i piani d'impresa preparati dall'organo gestionale, possa poi censurarne l'operato.

Inoltre, a differenza del consiglio di sorveglianza tedesco in cui partecipano anche consiglieri che rappresentano i soci di minoranza o i dipendenti della società, quello italiano è composto esclusivamente da componenti i cui requisiti sono l'indipendenza e la professionalità, venendosi così a creare una classe omogenea di consiglieri. Questo consente ai soci che dispongono della maggioranza di limitare l'influenza

---

<sup>50</sup> Le società che fanno ricorso al mercato dei capitali, infatti, sono obbligate a far revisionare i propri conti da un revisore esterno.

<sup>51</sup> [C2-Modello dualistico in Italia e in Germania \(zanichelli.it\).](http://C2-Modello%20dualistico%20in%20Italia%20e%20in%20Germania%20(zanichelli.it).)

delle minoranze in assemblea, escludendo il loro coinvolgimento nelle decisioni che, invece, nella forma classica sono considerate di competenza esclusiva dell'assemblea.

I soci, peraltro, in conseguenza all'adozione di questo modello, vedono ridursi il diritto di avvalersi di azioni dirette nei confronti degli amministratori. Infatti, l'assemblea dei soci non può revocare o sfiduciare i membri dell'organo di gestione e l'unica possibilità rimane quella di promuovere l'azione di responsabilità<sup>52</sup> o, indirettamente, l'assemblea può revocare i consiglieri di sorveglianza, circostanza che però, naturalmente, disgrega il rapporto fiduciario tra soci e gestori, rischiando poi di sfumare anche le responsabilità di questi ultimi.

Possiamo dunque paragonare il consiglio di sorveglianza del sistema dualistico italiano al collegio sindacale del sistema tradizionale, con la differenza che quest'ultimo controlla l'operato degli amministratori in posizione di terzo soggetto, invece, il consiglio di sorveglianza, nomina gli stessi gestori su cui vigila, innescando di per sé un possibile corto circuito. Tra le critiche mosse dagli accademici, troviamo anche quella relativi ai minori poteri di controllo riconducibili al consiglio di sorveglianza italiano rispetto al corrispettivo collegio sindacale. Infatti, ad esempio, gli atti di ispezione<sup>53</sup>, sono riconosciuti collegialmente al consiglio ma sono del tutto preclusi al singolo componente.

Per quanto riguarda, il terzo modello esistente, il modello monistico, questo prevede un unico organo quale il Consiglio di amministrazione, che, facendo eccezione per la sua composizione ha gli stessi poteri previsti dalla legge per il sistema tradizionale. Questo, appunto, è formato da membri sia esecutivi che non esecutivi e, inoltre, la legge prevede un'ulteriore distinzione, ossia quella tra amministratori indipendenti e non indipendenti, che nel caso specifico assume carattere imperativo in quanto è obbligatorio che il CdA sia composto almeno per un terzo da indipendenti (art. 2409-septiesdecies, comma 2 c.c.). Per quanto riguarda la prima distinzione, sono considerati non esecutivi quegli amministratori “che non siano membri del comitato esecutivo ed ai quali non siano attribuite deleghe o particolari cariche e comunque non svolgano, anche di mero fatto, funzioni attinenti alla gestione dell'impresa sociale o di società che la controllano o ne sono controllate” (art. 2409-octiesdecies, comma 2 c.c.). D'altra parte, sotto il secondo profilo si possono considerare indipendenti i componenti del consiglio che siano “in possesso dei requisiti di indipendenza stabili per i sindaci dall'art. 2399, comma 119 c.c., e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati” (art. 2409-septiesdecies, comma 2 c.c.).

---

<sup>52</sup> Le azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci possono essere promosse dai soci o dai creditori della società, al fine di ottenere il risarcimento dei danni subiti a causa del fallimento o tutelare la società da un danno ad essa cagionato dalla *mala gestio* degli amministratori che hanno violato i doveri inerenti alla loro carica.

<sup>53</sup> Gli atti di ispezione sono previsti dall'art. 2403 bis Codice Civile e possono essere richiesti dai sindaci in qualsiasi momento, anche individualmente.

Il comitato per il controllo sulla gestione è l'organo interno al CdA deputato, appunto, al controllo sull'operato degli amministratori. Il suo compito è individuato dall'art. 2409-octiesdecies c.c. ai sensi del quale questo è chiamato a “vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile”. Questo, come disciplinato dallo stesso articolo, deve essere composto per intero da amministratori indipendenti e non esecutivi, mentre la legge non dispone specifiche sul numero degli amministratori che devono comporre il comitato, fatta eccezione per le società aperte per cui il numero minimo è di tre componenti. Gli amministratori devono possedere i requisiti di onorabilità e professionalità eventualmente stabiliti dallo statuto e almeno uno tra i componenti del comitato deve essere iscritto al Registro dei revisori contabili. In ogni caso, spetta al CdA la composizione e la nomina di quest'ultimi. Tuttavia, la legge consente che lo statuto preveda diversamente, stabilendo direttamente il numero dei componenti del comitato o rimettendo all'assemblea dei soci l'individuazione di questi, purché abbiano i requisiti previsti. Lo statuto può inoltre riservare il diritto di designare uno o più amministratori del Comitato ai possessori di strumenti finanziari quali azioni e strumenti di partecipazione agli utili destinati ai prestatori di lavoro<sup>54</sup>.

Nelle società che fanno ricorso al mercato dei capitali e che adottano il modello monistico, devono essere presenti delle regole statutarie nelle quali è riservato il diritto delle minoranze di nominare almeno uno dei membri. Inoltre, i membri del comitato per il controllo sulla gestione possono chiedere agli altri amministratori informazioni sulla gestione o su determinati affari. Possono anche convocare il consiglio di amministrazione e il comitato esecutivo, richiedere la collaborazione di dipendenti della società e sollecitare la convocazione dell'organo di controllo. Il presidente dell'organo di controllo può rifiutarsi di convocare l'organo solo se ci sono valide ragioni, che deve comunicare al richiedente e illustrare nella successiva riunione dell'organo. Il comitato, o un suo componente appositamente delegato, può inoltre procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e controllo e scambiare informazioni con gli organi delle società controllate.

Vedremo adesso alcuni dati sulla composizione degli organi all'interno delle società quotate in Italia. A fine 2020 il modello tradizionale si confermava il più adottato dalle società quotate italiane, sebbene sia stato messo in discussione in seguito agli scandali finanziari che hanno coinvolto alcune aziende italiane. Dal report Consob 2020<sup>55</sup>, i consigli di amministrazione risultavano essere composti in media da 10 membri, metà dei quali indipendenti ai sensi del Codice di Autodisciplina o del Testo Unico della Finanza (TUF). Gli amministratori di minoranza, presenti in media in oltre il 51% degli emittenti quotati, si vedevano più

---

<sup>54</sup> Ai sensi dell'art. 2349 c.c.

<sup>55</sup> I dati e le percentuali che seguono sono presi dal sito ufficiale della Consob: [Report corporate governance 2020 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).

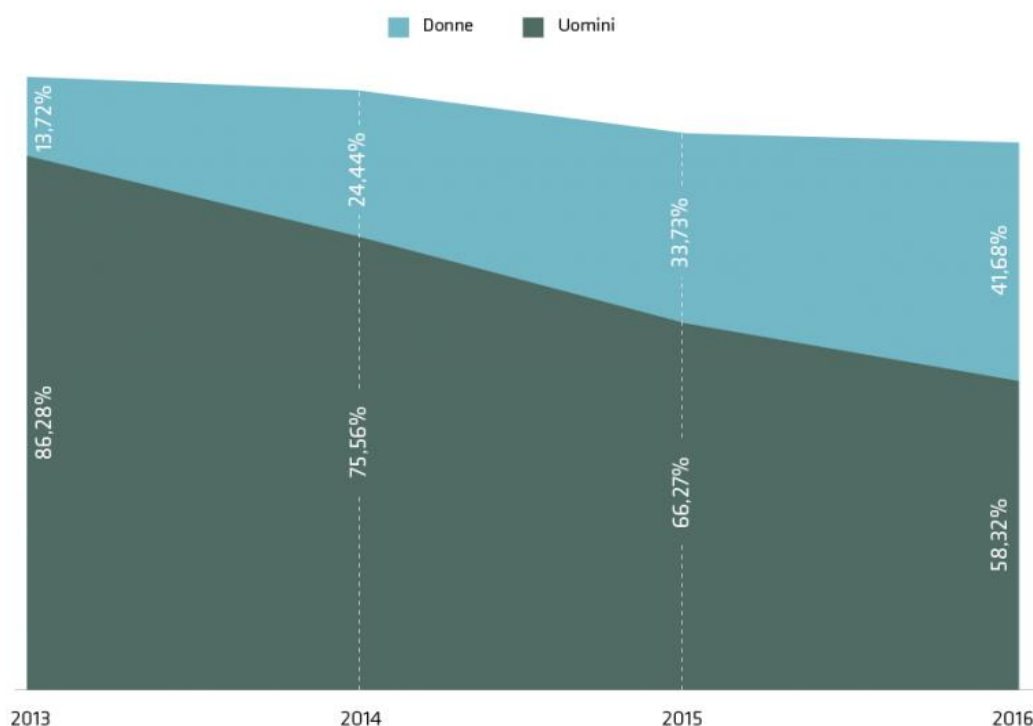
frequenti tra le società del Ftse Mib<sup>56</sup> (73,5% dei casi) e del Mid Cap<sup>57</sup> (83,3%), dati che sono rimasti stabili anche secondo l'ultima relazione stilata, ossia a fine 2022.

Negli organi amministrativi delle società quotate siedono in media almeno due consiglieri titolari di incarichi di amministrazione anche presso altri emittenti quotati (*interlockers*)<sup>58</sup>, che, come si vede in figura, è una caratteristica che, nell'anno in cui i dati sono stati elaborati (2016), interessava ancora più significativamente il genere maschile:

### Quanti amministratori hanno incarichi in più società

#### Da sapere

I cosiddetti *interlockers* sono amministratori con incarichi in più società quotate.



Fonte: elaborazioni su dati Consob.  
Dati 2016 fino a giugno.

FIGURA 1.5. Grafico sulle percentuali del fenomeno di *interlockers* nell'arco temporale 2013-2016.

FONTE: [Gli amministratori con incarichi in più società - OpenBlog \(openpolis.it\)](http://openblog.openpolis.it).

<sup>56</sup> Il FTSE MIB (acronimo di Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa) è il più significativo indice azionario della Borsa Italiana. È il paniere che racchiude di norma, tranne eccezioni, le azioni delle 40 società italiane, anche se hanno la sede legale all'estero, quotate sull'MTA (mercato telematico azionario) con maggiore capitalizzazione, flottante e liquidità; queste aziende rappresentano oltre l'80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi. Da: <http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>.

<sup>57</sup> Ossia le imprese a media capitalizzazione, che non rientrano tra le PMI (piccole e medie imprese) e comunque con un numero di dipendenti non superiore a 1.500 unità.

<sup>58</sup> Gli interlockers sono amministratori che svolgono contemporaneamente lo stesso ruolo in più società quotate sullo stesso mercato. Fenomeno che merita una particolare attenzione se queste figure occupano queste posizioni in società che partecipano allo stesso segmento di mercato o addirittura competitors.

Questo dato però negli ultimi anni è stato ribaltato, infatti, a fine 2022, i dati confermano che le donne sono titolari di più di un incarico di amministrazione con maggior frequenza rispetto agli uomini: tale situazione riguarda il 28,6% delle donne, rispetto al 21% dell'intera popolazione degli amministratori. Il dato dell'interlocking femminile mostra, tuttavia, una continua flessione negli anni recenti, dopo il massimo pari al 34,9% raggiunto nel 2019<sup>59</sup>.

In generale, il fenomeno interessa solitamente meno del 25% del board in 94 società e questa percentuale sale tra il 25% e il 50% in 59 emittenti, e, solitamente, è un fenomeno che cresce al crescere delle dimensioni delle imprese.

L'organo di controllo (rappresentato dal collegio sindacale nelle 223 società che adottavano il modello tradizionale a fine 2019) risultava composto in media da tre membri, dato sostanzialmente stabile rispetto al 2011 (anno di inizio della rilevazione Consob). Nell'arco di tempo considerato, le società in cui l'organo di controllo include almeno un esponente di minoranza sono passate da 90 a 120.

A fine 2019, i componenti degli organi di amministrazione avevano un'età media di circa 57 anni, laureati e prevalentemente professionisti/consulenti, erano stranieri solo nel 6% dei casi (1,2% a fine 2022) e risultavano collegati all'azionista di controllo da legami familiari<sup>60</sup> in più del 16% dei casi; caratteristiche pressoché invariate anche a fine 2022.

In questo anno, invece, si registrano alcune novità, sia rispetto all'anno precedente sia rispetto a un orizzonte di lungo periodo. In merito alla concentrazione proprietaria, si osserva un leggero aumento della quota detenuta dal primo azionista, raggiungendo in media il 49%<sup>61</sup>, rispetto al 47,6% nel 2020 e circa tre punti percentuali in più rispetto al 2011<sup>62</sup>.

Meritano menzione i passi in avanti che il panorama del management italiano sta avanzando in tema di “*diversity board*”, soprattutto per quanto riguarda la diversità di genere, infatti, i dati, per gli organi amministrativi segnano il massimo storico, riflettendo la prima applicazione della Legge n. 160/2019 che ha previsto di riservare al genere meno rappresentato i due quinti dell'organo per sei rinnovi a partire dal 2020, quota più elevata rispetto a quella di un terzo prevista dalla Legge Golfo-Mosca (legge 120/2011) per i tre rinnovi successivi all'agosto 2012. In applicazione della nuova legge, le 76 società che hanno rinnovato la composizione dell'organo amministrativo nel 2020 mostrano una presenza media di 4 donne, pari al 42,8% del board.

Nel corso del 2020, si conferma ancora una volta che la presenza delle donne nel ruolo di amministratore delegato rimane estremamente limitata (accade in 15 società, rappresentative di poco più del 2% del valore

---

<sup>59</sup> CONSOB, Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane. [33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43 \(consob.it\)](https://www.consob.it/web/rapporti/33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43).

<sup>60</sup> Cosiddetti amministratori family, che con riferimento agli azionisti di controllo o legati a essi da legami familiari, rappresentano il 15,5% degli incarichi tra gli emittenti.

<sup>61</sup> [Report corporate governance 2020 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).

<sup>62</sup> Ibidem.

totale di mercato) e di presidente dell'organo amministrativo (26 emittenti pari al 18% della capitalizzazione complessiva)<sup>63</sup>.

Inoltre, le caratteristiche dei consigli di amministrazione hanno sperimentato alcuni cambiamenti dovute all'applicazione della nuova normativa in vigore. In particolare, è aumentata in media la quota di membri con un diploma di laurea e studi di specializzazione post-universitari, si è lievemente ridotta l'età media ed è aumentata la diversificazione del background professionale dei consiglieri.

In generale, a fine 2020, la presenza femminile negli organi sociali degli emittenti quotati italiani raggiunge quasi il 39% degli incarichi di amministrazione e di controllo.

---

<sup>63</sup> [Report corporate governance 2020 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).

# CAPITOLO II

## 2.1 La crisi economica asiatica

Negli anni precedenti la crisi economica, a cavallo tra gli anni '60 e '90, i paesi dell'est asiatico crebbero più velocemente di qualsiasi economia mondiale. I flussi finanziari si quadruplicarono dal 1990 al 1997, tanto da portare la World Bank a pubblicare il documento *“The East Asian Miracle Economic Growth and Public Policy”* che nel 1993 riscosse forte risonanza mediatica negli ambienti finanziari. In questo documento per la prima volta si fece riferimento a 4 paesi con il termine di tigri asiatiche, indicando Hong Kong, Taiwan, Singapore e Corea del Sud. Con qualche anno di ritardo, anche la Cina si unì a questa forte crescita dei paesi orientali e non fu l'unica, portando la Banca Mondiale a creare la definizione *“High-Performing Asian Economies”* (HPAES) che si riferisce ad otto paesi, che seppur con differenze storiche, geografiche e culturali, furono accomunate da un grande sviluppo anche conosciuto come miracolo asiatico: Giappone, Corea del Sud, Hong Kong, Taiwan, Singapore, Malesia, Indonesia e Thailandia.

Questi paesi furono protagonisti di una rapida espansione del prodotto nazionale lordo, con tassi di crescita più che doppi rispetto agli altri paesi asiatici e comunque superiori anche ad altre regioni del mondo<sup>64</sup>.

I fattori che portarono alla crescita economica:

- a) L'azione dei governi;
- b) la riforma agraria;
- c) l'etica della popolazione, forgiata da un sistema educativo rigido e predisposta ad un alto tasso di risparmio.

La mano invisibile dei mercati occidentali fu sostituita da un forte potere interventista dei governi, che avevano l'obiettivo di indirizzare lo sviluppo verso alcuni settori considerati chiave, accompagnati da un insistente tentativo di tenere sotto controllo l'inflazione. Una delle politiche utilizzate dai governi fu quella di adottare barriere economiche all'ingresso che potessero favorire l'industria nazionale, incrementando un sistema meritocratico che andava ad agevolare le aziende di successo con aiuti finanziari e sgravi fiscali ed invece a punire i fallimenti.

---

<sup>64</sup> [Che cos'è il miracolo Asiatico \(e come potrebbe ripetersi\) \(insideover.com\)](http://insideover.com).

Degna di nota fu anche l'importante riforma agricola che i paesi della regione in analisi adottarono. Nel libro *"How Asia Works"* di Joe Studwell, viene analizzata la riforma partendo dalla elevata disponibilità di capitale umano di qualità, frutto di un sistema educativo e scolastico rigido e performante, soprattutto a buon mercato, come spesso accade nei paesi in via di sviluppo. Abbattendo il costo degli affitti e il prezzo dei terreni, i contadini si divisero i terreni, aumentando la produttività e facendo, al tempo stesso, salire la curva di reddito delle famiglie. Le famiglie, dunque, in breve tempo furono capaci di accumulare la ricchezza necessaria per dare vita alla prima industrializzazione basata sulla manifattura, che è poi stata capace di aprire le porte all'esportazioni, venendosi a creare così i primi colossi asiatici<sup>65</sup>.

La crescita industriale portò all'ingresso di ingenti fondi di denaro in questi paesi asiatici. La maggior parte di questi era costituito da investimenti esteri e da prestiti bancari e, tutta questa liquidità, nel lungo termine, apparve in eccesso rispetto alle reali capacità del sistema economico e alle necessità delle strutture sottostanti a questo. I paesi maggiormente colpiti furono quelli che negli anni di espansione avevano registrato un'espansione superiore rispetto a qualsiasi altra nazione (Tailandia, Malesia, Indonesia e Singapore). Questi, infatti, erano riusciti ad abbattere il tasso di povertà e disoccupazione, alzando allo stesso tempo il reddito medio pro-capite. La veloce e ingente crescita economica, oltre ai fattori già descritti, fu determinata dalla facilità con cui veniva erogato credito bancario e al mantenimento di bassi tassi di interesse, figli di un sistema finanziario scarsamente regolato e da politiche aggressive nella concessione di finanziamenti, all'interno di un sistema che era profondamente convinto che lo Stato sarebbe intervenuto in caso di insolvenza. L'eccesso di liquidità alimentò una imperante speculazione da parte di hedge funds e altri fondi di investimento esteri. Inoltre, fattore scatenante risultò essere la cosiddetta "dollarizzazione", ossia l'ancoramento che queste economie e la loro valuta nazionale avevano, e tutt'oggi in parte conservano, con il dollaro statunitense.

Infatti, tra il 1996 e il 1997 si registrarono i primi rallentamenti dell'economia, dovuti principalmente alla riduzione dei proventi derivanti dalle esportazioni<sup>66</sup>, dovuta proprio dall'ancoraggio delle diverse valute nazionali al dollaro che, con il continuo adeguamento dei tassi di cambio, iniziata già nel corso del 1995, determinò una minore competitività dell'export. Al contempo l'aumento dei tassi di interesse nominali e reali ebbe gravi conseguenze sulle Banche locali, che non furono più in grado di rimborsare i prestiti a breve termine in valuta estera; ciò si ripercosse sull'economia reale, con una contrazione dei prestiti che venivano concessi ai privati. Fu così che la crisi finanziaria interessò rapidamente l'economia reale provocando un "credit crunch" con numerosi fallimenti di imprese, banche e altre istituzioni finanziarie, determinando la fine di un lungo periodo di crescita economica. La portata e la gravità della crisi finanziaria, iniziata in Tailandia, attraversò in fretta tutta la regione del Sud Est Asiatico nel 1997, evidenziando, inoltre,

---

<sup>65</sup> Angelino A., IL "MIRACOLO ASIATICO" Nei documenti della world bank (modelli di industrializzazione a confronto dagli anni '90 alla crisi globale). IL POLITICO (Univ. Pavia, Italy) 2014, anno LXXIX, n. 2, pp. 196-215.

<sup>66</sup> [La crisi asiatica, dalle cause al risanamento | Starting Finance](#)



l'inadeguatezza dei governi, delle imprese e dei loro sistemi di governance a reagire a questa situazione di crisi. Proprio in Thailandia si registrò il primo capovolgimento dei flussi di capitali esteri che innescò la crisi valutaria. Infatti, nel luglio del 1997 la banca centrale thailandese decise di svalutare il bath, la valuta nazionale, a fronte degli attacchi speculativi da parte di fondi di investimento internazionali che provocarono un deprezzamento rispetto al dollaro statunitense pari al 15%. I deflussi di capitali esteri, anche causati da una maggiore concorrenza da altri paesi in via di sviluppo come la Cina (che nel frattempo fu meno interessata dalla crisi grazie alla grandezza del suo territorio e alle politiche del PCC) e il Messico, e come riportato da un articolo del 'Sole 24 Ore', la conversione delle attività nazionali in valuta estera concorsero ad aggravare la crisi<sup>67</sup>.

Il crollo della moneta thailandese innescò poi fenomeni di diffusione contagiosa che coinvolsero rapidamente le economie vicine: prima la Malesia, a seguire l'Indonesia e infine Corea del Sud. Le economie asiatiche divennero ben presto insolventi nei confronti delle istituzioni finanziarie estere che nel più breve tempo possibile ritirarono i propri investimenti, causando un improvviso pull-out, amplificato da problemi strutturali quali azzardo morale, capitalismo clientelare e debolezza nei sistemi di controllo e vigilanza.

È importante distinguere la crisi monetaria e il successivo crollo del settore finanziario, anche se sono certamente correlati. Una risposta politica più astuta e/o un miglior assetto istituzionale avrebbero potuto evitare una crisi di questa portata, come specifica Patrizia Tiberi Vipraio nel libro "Miracolo o miraggio? Riflessioni sulla crisi asiatica"<sup>68</sup>. In ogni caso, i problemi strutturali di questi sistemi economici agirono da lente di ingrandimento attraverso la quale la crisi di liquidità iniziale si trasformò rapidamente in un dramma economico. Tale evidenza è riscontrabile, ad esempio, nell'esempio della Corea del Sud, paese che, insieme al Giappone, stava crescendo in maniera rapida. Infatti, la crisi finanziaria della Corea è iniziata con una serie di grandi fallimenti aziendali che minarono la salute delle istituzioni finanziarie nazionali. La mancanza di trasparenza e di efficienti sistemi di informazione causò una perdita di fiducia da parte degli investitori, su tutti quelli stranieri. L'eccessiva ricorrenza al finanziamento tramite debito e la permanenza di grossi *non-performing loans*<sup>69</sup> nei portafogli delle istituzioni finanziarie nazionali, causarono prima una stretta nel credito e, dunque, il fallimento di importanti realtà aziendali e una recessione nell'economia reale.

Tra le varie debolezze strutturali nei paesi dell'Asia orientale, i fallimenti nei sistemi di corporate governance hanno ricevuto particolari attenzioni, non solo come principali cause della crisi, ma anche come canale di ingrandimento nella fase post-crisi. Nonostante sia difficile eseguire un'analisi precisa e numerica

---

<sup>67</sup> [Luglio 1997: crisi finanziaria asiatica \(ilsole24ore.com\)](http://ilsole24ore.com)

<sup>68</sup> Vipraio P. T., "Miracolo o miraggio? Riflessioni sulla crisi asiatica" (2000).

<sup>69</sup> Vengono così definiti i crediti deteriorati nei confronti di soggetti debitori che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica, non possono far fronte al proprio debito. Non potendo adempiere in toto o in parte alle proprie obbligazioni sono dichiarati insolventi.

su quanto impattanti siano state queste criticità nello sviluppo della crisi delle tigri asiatiche, un articolo di Rajan e Zingales (1998)<sup>70</sup>, può esserci utile come quadro di riferimento.

Lo studio parte dall'interazione tra grandi afflussi di capitali stranieri e l'assenza di adeguate infrastrutture contrattuali. Secondo la loro teoria, a fronte di ampie opportunità di investimento nei paesi dell'Asia orientale in cui l'ambiente imprenditoriale era in gran parte basato sulla fiducia tra consumatori ed imprenditori e meccanismi istituzionali deboli insufficienti a proteggere gli investimenti a lungo termine, gli investitori stranieri trovarono un terreno ottimale per investimenti a breve termine.

Gli autori sostengono che un paese nel mezzo di un processo di liberalizzazione del mercato dei capitali deve accettare il rischio di fragilità finanziaria in assenza di necessari sviluppi istituzionali, o in alternativa, migliorare le infrastrutture per trasformare il sistema di allocazione delle risorse finanziarie in un sistema basato sulla libera concorrenza. Le imprese, allora, erano in gran parte finanziati da prestiti bancari sotto l'influenza del governo. Banche e governi si svilupparono tramite legami familiari e accordi politici, infatti entrambe, imprese e banche, grazie alla diretta o indiretta vicinanza ai governi non sentivano l'esigenza di sviluppare elaborati meccanismi di governo societario e di controllo. Dunque, il sistema "*relationship based*" combinato ad i deboli sistemi di corporate governance funsero da benzina nell'incendio provocato dalla crisi valutaria.

D'altra parte, gli investitori stranieri avevano poco incentivo a compiere grossi investimenti data la mancanza di protezione dei governi societari sottosviluppati.

Il sistema basato sulla libera concorrenza del mercato alloca risorse finanziarie attraverso contratti e prezzi associati ad essi. Nella misura in cui i contratti sono per natura incompleti, gli investitori che forniscono fondi ad un'azienda sono maggiormente protetti se l'azienda è dotata di un meccanismo di governance efficiente con un più elevato livello di trasparenza. Così il passaggio di un'economia basata sui rapporti ad un sistema basato sul mercato richiede il miglioramento dei meccanismi interni delle aziende e delle banche.

Quando i governi dell'Asia orientale liberalizzarono i loro mercati, gli investitori stranieri scelsero per lo più investimenti a breve termine, proprio perché allarmati dal sistema ancora debole e acerbo. Nel frattempo, la liberalizzazione dei mercati dei capitali non fu accompagnata dal doveroso sviluppo di istituzioni finanziarie solide e di regolamentazioni necessarie, in particolare in tema di vigilanza. Così, mentre le imprese ebbero un accesso sempre maggiore ai finanziamenti privati, le banche non riuscirono a svolgere un adeguato compito di monitoraggio. Le carenze strutturali hanno un effetto ancora più amplificato quando l'allocazione delle risorse all'interno di un sistema riguarda ingenti fondi, proprio come nel caso asiatico, in cui i paesi registrarono enormi flussi di denaro in entrata a seguito delle nuove opportunità di investimento date dalla liberalizzazione.

---

<sup>70</sup> Rajan. R, Zingales L, Finance Dependence and Growth. American Economic Review (1998).

Dunque, durante gli anni Novanta in Asia, il trend economico fu caratterizzato da un'alta leva finanziaria e una bassa redditività. E da non sottovalutare, da un sistema bancario monitorato in modo pessimo, proprio quando il monitoraggio sarebbe stato essenziale a fronte di un aumento dei prestiti a favore delle imprese, in gran parte finanziate da debiti esteri a breve termine in un mercato dei titoli primitivo.

Tutti questi elementi non fanno una crisi in sé, ma sono identificabili come una miscela di combustibile che potrebbe improvvisamente rovesciarsi sul carbone ardente. Una volta che la crisi colpì la regione, infatti, fallimenti societari si propagarono velocemente all'interno di un settore bancario già in difficoltà.

È dunque un pensiero condiviso che la cattiva governance aziendale fu uno dei fattori colpevoli che ha causato la crisi finanziaria ed economica che ha attraversato l'Asia nel 1997, in particolare l'incapacità dei governi di stabilire regole appropriate per la gestione di imprese costruite tramite i fondi di più investitori. L'incapacità di installare adeguati processi decisionali collettivi<sup>71</sup> nelle società ha spesso provocato grave dissipazione delle attività e il conseguente crollo di molte grandi imprese. Inoltre, la dimensione delle imprese è stata limitata dalla mancanza di affidabili meccanismi di governance, poiché gli investitori erano riluttanti a investire in grandi imprese, e, come se non bastasse, le infrastrutture per regolare la governance erano incomplete e inadeguate, lasciando vulnerabili gli investitori nei confronti di dirigenti e azionisti di maggioranza, coadiuvati dalla legge e da regolamenti che non erano applicati rigorosamente, in modo che gli espropri delle partecipazioni azionarie erano spesso ignorati e raramente penalizzati.

Le famiglie controllavano la maggior parte delle grandi imprese e molte di queste avevano interessi di controllo in più aziende, avendo, dunque, come obiettivo quello di distogliere le risorse delle aziende sotto il loro controllo, utilizzando transazioni tra società affiliate. E proprio il controllo familiare delle grandi imprese asiatiche passò dall'essere motore trainante dell'economia a causa di maggiore effetto della crisi.

## 2.1.2 La corporate governance dopo la crisi

Le pratiche di governo societario sono migliorate in Asia dopo la crisi finanziaria asiatica, anche se esistono ancora disparità tra i vari paesi in tutta la regione, in questo ambito e non solo. Oltre a promuovere la crescita economica e la stabilità finanziaria, la Corporate Governance diventerà ancora più importante nel prossimo decennio, in quanto gli investitori attribuiscono maggiore importanza alle questioni ambientali, sociali e di governance e lo faranno sempre di più.

---

<sup>71</sup> Sang-Woo Nam and Il Chong Nam (2004). CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand. Asian Development Bank Institute.

La storia è disseminata di numerosi esempi di collassi aziendali derivanti da cattive pratiche di governo societario. Sebbene il movimento per la corporate governance sia iniziato negli anni '70 negli Stati Uniti, ha attirato molta attenzione e interesse solo dopo gli scandali societari e bancari degli anni '90 e dei primi anni 2000. La cattiva governance impedisce la crescita economica e aumenta la volatilità dei mercati finanziari; sia la crisi finanziaria asiatica del 1997 che la crisi finanziaria globale del 2008 sottolineano questo fatto e le conseguenze di una governance debole.

Una ricerca condotta da Eastspring Investments, sottolinea che i paesi con meno attenzioni sulle regole di Corporate Governance e che presentavano una normativa scarsa o nulla a riguardo, sono stati anche quelli che hanno subito le maggiori conseguenze del deprezzamento della valuta e del declino del mercato azionario. In seguito a questa evidenza, i responsabili politici dei paesi asiatici, nel periodo post-crisi, intrapresero una serie di riforme strutturali per rafforzare le loro economie per affrontare gli shock esterni futuri. Oltre alla ristrutturazione finanziaria e aziendale, molti adottarono nuove leggi per affrontare il fallimento aziendale e questo permise ad alcuni paesi asiatici di “prepararsi” meglio alla crisi finanziaria del 2008 rispetto ai paesi occidentali.

Le aree in cui queste economie introdussero ampie misure di riforma includono<sup>72</sup>:

- Qualità delle informazioni che la gestione è tenuta a fornire agli azionisti e al pubblico;
- Rafforzamento della partecipazione degli azionisti di minoranza alle società;
- Consigli di amministrazione più efficaci ed indipendenti;
- Riduzione della probabilità di operazioni con parti correlate che possano danneggiare azionisti di minoranza;
- Rendere le banche più efficienti e più responsabili come prestatori di denaro;
- Riforma della procedura fallimentare.

In più, i revisori di molte aziende non eseguivano le loro funzioni correttamente e non erano indipendenti dalla gestione, e questo portò le grandi imprese a sostituirli con comitati di controllo sulla gestione (audit committee).

Come già sottolineato, la caratteristica più saliente dei problemi di corporate governance dei paesi dell'Asia orientale fu la presenza di azionisti dominanti che controllavano gruppi di imprese ed erano dietro a molte operazioni illegali o inadeguate, come dissipazione degli asset e, soprattutto, espropriazione delle minoranze.

Di conseguenza, al momento delle riforme, questo fu uno dei temi a cui i governi prestarono maggiore attenzione. Ad esempio, dal 1999, la Thailandia ha richiesto la divulgazione completa delle informazioni

---

<sup>72</sup> Sang-Woo Nam and Il Chong Nam (2004). CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand. Asian Development Bank Institute.

sulle operazioni con parti correlate e gli amministratori sono tenuti a nominare un amministratore indipendente ed è richiesta la maggioranza degli azionisti per l'approvazione.

In alcuni casi, l'adozione di un regolamento basato sulla divulgazione delle informazioni ha anche contribuito in modo sostanziale al monitoraggio e all'applicazione delle norme. Tuttavia, in molti altri casi i cui i regolatori hanno avuto prova della violazione di legge, di contro, le distorsioni, l'influenza politica e la corruzione hanno permesso che i colpevoli sfuggissero alle condanne. In pratica, come osservato da Jamie Allen, segretario generale dell'associazione asiatica eccellente di governo societario (ACGA), un gruppo di investitori non-profit con il fiato sul collo della corporate governance in Asia, il sistema asiatico è migliorato ma continua ad essere marcio<sup>73</sup>.

Un'indagine biennale congiunta sul governo societario condotta dall'Asian Corporate Governance Association mostra come l'ampiezza complessiva delle pratiche di corporate governance siano migliorate in tutta l'Asia dopo la grande crisi. Anche se è difficile utilizzare un approccio standard per paragonare le pratiche di Corporate Governance a causa delle differenze normative, culturali ed economiche tra i vari paesi, questo studio ci fornisce una classifica stilata in base alla miglior applicazione delle regole di buon governo societario:

(%)	2010	2012	2014	2016	Change 2014 vs 2016 (ppt)	Direction of CG reform
<b>Australia</b>	-	-	-	78	-	-
<b>1. Singapore</b>	67	69	64	67	(+3)	Mostly sunny, but storms ahead?
<b>2. Hong Kong</b>	65	66	65	65	-	Action, reaction: the cycle of Hong Kong life
<b>3. Japan</b>	57	55	60	63	(+3)	Cultural change occurring, but rules still weak
<b>4. Taiwan</b>	55	53	56	60	(+4)	The form is in, now need the substance
<b>5. Thailand</b>	55	58	58	58	-	Could be on the verge of something great, if...
<b>6. Malaysia</b>	52	55	58	56	(-2)	Regulation improving, public governance failing
<b>7. India</b>	49	51	54	55	(+1)	Forward movement impeded by vested interests
<b>8. Korea</b>	45	49	49	52	(+3)	Forward movement impeded by vested interests
<b>9. China</b>	49	45	45	43	(-2)	Falling further behind, but enforcement better
<b>10. Philippines</b>	37	41	40	38	(-2)	New policy initiatives, but regulatory ennui
<b>11. Indonesia</b>	40	37	39	36	(-3)	Losing momentum after progress of recent years

FIGURA 2.1. Classifica in termini percentuali di applicazione delle pratiche di CG tra i paesi asiatici.

FONTE: [Tracking Corporate Governance in Asia | Insights | Eastspring Investments.](#)

La FIGURA 2.1 mostra, come anticipato, una notevole differenza interna tra i paesi, con Singapore e Hong Kong che primeggiano in questa particolare classifica che calcola una percentuale per ciascun paese in

<sup>73</sup> Roche J., (2005). Corporate Governance in Asia.

termini di applicazioni di regole di governo societario<sup>74</sup> in base a delle categorie predefinite, quali: regole di Corporate Governance, applicazione delle stesse, normativa del paese, accounting e auditing ed infine cultura aziendale. Invece, le Filippine e l'Indonesia sono ancora molto lontani da certi standard.

Tra tutte le categorie valutate, la cultura aziendale si è classificata al livello più basso (vedi FIGURA 2.1.1) in tutta la regione asiatica, mentre la contabilità e la revisione contabile hanno ottenuto il punteggio più alto grazie all'accettazione dei principi contabili e di revisione internazionali da parte dei governi e a all'introduzione dell'obbligo di un revisore esterno ed indipendente.

(%)	Total	CG rules and practices	Enforcement	Political and regulatory	Accounting and auditing	CG culture
<b>Australia</b>	<b>78</b>	80	68	78	90	74
<b>1. Singapore</b>	<b>67</b>	63	63	67	87	55
<b>2. Hong Kong</b>	<b>65</b>	63	69	69	70	53
<b>3. Japan</b>	<b>63</b>	51	63	69	75	58
<b>4. Taiwan</b>	<b>60</b>	54	54	64	77	50
<b>5. Thailand</b>	<b>58</b>	64	51	45	77	50
<b>6. Malaysia</b>	<b>56</b>	54	54	48	82	42
<b>7. India</b>	<b>55</b>	59	51	56	58	49
<b>8. Korea</b>	<b>52</b>	48	50	53	70	41
<b>9. China</b>	<b>43</b>	38	40	36	67	34
<b>10. Philippines</b>	<b>38</b>	35	19	41	65	33
<b>11. Indonesia</b>	<b>36</b>	35	21	33	58	32

FIGURA 2.1.1. Classifica in termini percentuali di applicazione delle pratiche di CG tra i paesi asiatici, suddivise per categorie.

FONTE: [Tracking Corporate Governance in Asia | Insights | Eastspring Investments.](#)

La maggior parte dei paesi tende a adottare questi cinque principi di governo societario dell'OCSE nei propri quadri nazionali di governo societario:

- a) diritti degli azionisti;
- b) trattamento equo degli azionisti;
- c) operazioni con parti correlate;
- d) pubblicità e trasparenza;
- e) responsabilità del consiglio di amministrazione.

<sup>74</sup> Forse, non a caso, le due città sono due borse finanziarie altamente tecnologiche che attraggono milioni di investitori. Vedremo più avanti, nel CAPITOLO 3, paragrafo 3.3, se e come l'applicazione delle regole di CG attraggano investitori e consentono alle aziende di over performare in termini di profitto.

Il meccanismo di attuazione, tuttavia, varia a seconda delle giurisdizioni. Il quadro considerato, ad esempio, può essere vincolante, volontario o in base alla regola di “*comply or explain*”, in cui la non conformità è consentita sulla premessa di piena divulgazione.

La stessa indagine mostra che un maggior numero di paesi (sei sugli undici paesi asiatici presi a campione) preferisce l'approccio basato sul principio del “*comply or explain*” in quanto è meno rigido. Il rovescio della medaglia è che questo approccio può essere ambiguo e troppo ampio per essere uno standard efficace. Di contro, l'approccio vincolante basato sulle regole fornisce chiarezza e standardizzazione, ma potrebbe non essere adatto a tutte le società.

Mentre, per quanto riguarda il diritto degli azionisti a convocare un'assemblea straordinaria, le società della maggior parte dei paesi in Asia ammette la richiesta che sia di almeno il 10% della partecipazione sociale. Percentuale che, come vediamo nella FIGURA 2.1.3, è più alta rispetto ai paesi OCSE, in cui la maggior parte delle società richiede una partecipazione del 5%:



FIGURA 2.1.3. Requisito minimo di partecipazione per richiedere una EGM<sup>75</sup>:

FONTE: [Tracking Corporate Governance in Asia | Insights | Eastspring Investments](#).

Il trattamento equo di tutti gli azionisti è altrettanto importante e un modo per valutare questo fattore è quello di guardare alle operazioni con parti correlate e al processo di approvazione ad esse associato; Il 59% delle giurisdizioni asiatiche richiedono l'approvazione del consiglio di amministrazione per alcuni tipi di operazioni con parti correlate. Una percentuale simile richiede l'approvazione degli azionisti come caratteristica alternativa o complementare.

Un'altra area che merita un attento esame è il consiglio di amministrazione; struttura, dimensioni, indipendenza e mandato massimo sono alcune delle categorie che possono essere esaminate. Nei paesi asiatici, data anche l'influenza anglosassone che la maggior parte ereditano, la struttura del board più diffusa è quella ad unico livello (modello monistico), con unico organo di amministrazione, ma negli ultimi anni alcune società optando per il sistema dualistico. La dimensione del consiglio, invece, varia con picchi sul minimo piuttosto che sul numero massimo di amministratori. Sempre su questo tema, le qualifiche dei

<sup>75</sup> Una EGM non è altro che una *Extraordinary General Meeting*, Convocazione dell'assemblea straordinaria.

direttori sono importanti e sono implementate dalla legge o dallo statuto e la maggior parte delle giurisdizioni richiede che l'intero consiglio di amministrazione sia qualificato. Inoltre, è interessante notare che i dati sulla rappresentanza di genere di una ricerca del Credit Suisse nel 2016 hanno mostrato che la Corea era in ritardo rispetto alla regione, mentre la Thailandia era in cima in termini di donne in posizioni di alto livello, come si vede in FIGURA 2.1.4:

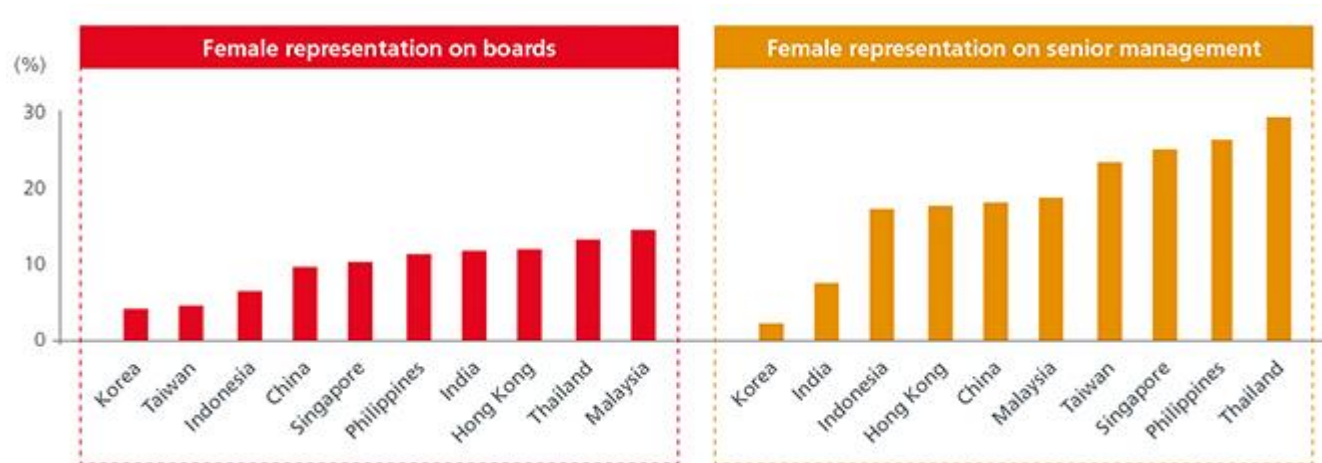


FIGURA 2.1.4. Rappresentazione del genere femminile all'interno dei boards e tra i senior manager delle società dei maggiori paesi asiatici.

FONTE: [Tracking Corporate Governance in Asia | Insights | Eastspring Investments](#).

Questi dati assumono sempre più importanza al crescere della coscienza degli investitori. Infatti, secondo un sondaggio Ernst & Young, il 39% degli investitori, nei prossimi dieci anni, escluderà immediatamente un investimento in una azienda con un cattivo approccio alla governance. Le nuove generazioni sono ormai note a valorizzare fortemente le iniziative di “*corporate social responsibility*”<sup>76</sup>(CSR), che abbracciano temi sia ambientali che di giustizia sociale, puntando cioè a lottare contro le ingiustizie sociali. Verso la fine del secolo quasi il 90% delle aziende Fortune 500 hanno abbracciato la CSR, ma gli esperti stavano appena cominciando a rendersi conto che questi temi stavano diventando una parte cruciale delle strategie commerciali all'interno degli affari commerciali<sup>77</sup>.

Le aspettative di governo societario sono aumentate soprattutto dopo la grande crisi finanziaria del 2008, con una serie di giurisdizioni che hanno scelto di adottare gli “*Investor stewardship Codes*”, ossia codici di autoregolamentazione dettati dagli investitori istituzionali, implementati per la prima volta dal Regno Unito nel 2010.

<sup>76</sup> Secondo la Commissione europea, la Corporate Social Responsibility è un concetto in base al quale le imprese debbano integrare le preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro attività commerciali. Un numero crescente di aziende sta includendo iniziative di RSI come parte delle loro pratiche generali di governo societario.

<sup>77</sup> Lee, M. D. P. (2008). A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews*.



Nel 2008, gli investitori istituzionali degli Stati Uniti e dell'Europa, che rappresentavano allora più di 8 trilioni di dollari in attività, cominciarono ad impegnarsi su questo ambito, utilizzando i loro fondi per combattere il cambiamento climatico, ad esempio, e nel mercato degli investimenti a dettaglio questo dato è in continua crescita. Uno studio DFID del 2019 ha rilevato che il 70% delle persone nel Regno Unito desidera che i propri investimenti evitino danni e raggiungano buoni risultati per le persone e il pianeta<sup>78</sup>, e ancora, Oliver Hart e Luigi Zingales hanno teorizzato che, data la possibilità di fare una scelta, gli investitori sceglierebbero un investimento etico<sup>79</sup>.

La maggior parte dei codici di autoregolamentazione sono volontari e secondo il rapporto Ernst and Young è ancora troppo presto per valutare se hanno avuto un impatto sul miglioramento della corporate governance. È sicuro, tuttavia, che incoraggiare l'impegno degli investitori, migliorare la trasparenza e contribuire al successo a lungo termine delle imprese, sia cruciale ed è ancora un tema di discussione per il mercato asiatico, che sicuramente meno dell'Occidente sta affrontando con impegno i temi di CSR e ESG<sup>80</sup> e che potrebbe diventare, e di fatto ad oggi è così, il tema principale che si pone come spartiacque tra questi due mercati.

In ogni caso, le ampie misure di riforma introdotte dal 1998 di concerto con l'attivismo degli azionisti hanno portato a miglioramenti significativi nella governance aziendale delle grandi imprese nei paesi Asiatici, permettendo agli azionisti di minoranza di avere maggiore tutela.

Le leggi e i regolamenti che disciplinano il governo societario nei paesi Asiatici sono, ad oggi, quasi paragonabili a quelli dei paesi più avanzati, anche se, soprattutto in alcuni di questi, esiste ancora un ampio margine di miglioramento. Ad esempio, ancora non in tutti i paesi è stato introdotto il concetto di class action che potrebbe ancor di più tutelare gli azionisti dall'espropriazione delle proprie partecipazioni. Inoltre, leggi e regolamenti in materia di fusioni e acquisizioni e fallimento delle grandi imprese devono essere riformate ulteriormente per consentire ai vari investitori di competere più liberamente per il controllo delle grandi società. E ancora, regolamenti che disciplinano le banche e altre istituzioni finanziarie devono essere ulteriormente rafforzate per fornire adeguati controlli ed equilibri in relazione agli azionisti dominanti delle grandi imprese.

Il peso di alcuni azionisti di maggioranza è ancora schiacciante per il resto degli investitori e tra questi azionisti di maggioranza troviamo sicuramente lo Stato. Infatti, i governi statali, hanno sempre avuto un ruolo cruciale sia precedentemente che successivamente alla crisi e va tenuta in considerazione, la natura socialista e post-socialista dei paesi dell'area asiatica. L'OCSE ha osservato che: “Quando lo Stato è un

---

<sup>78</sup> [Investing in a Better World: Results of UK Survey on Financing the SDGs - GOV.UK \(www.gov.uk\)](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/414242/Investing_in_a_Better_World_Results_of_UK_Survey_on_Financing_the_SDGs_-_GOV.UK_(www.gov.uk).pdf).

<sup>79</sup> Hart, O., & Zingales, L. (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *The Journal of Law, Finance, and Accounting*.

<sup>80</sup> L'acronimo ESG sta per *Environmental, Social, Governance* si utilizza in ambito economico/finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance, per l'appunto.

azionista di maggioranza o di controllo, come spesso accade in Asia, gli interessi degli stakeholder hanno spesso un peso considerevole, anche se l'applicazione può essere complicata per lo Stato, che, di fatto, deve controllare sé stesso”<sup>81</sup>.

Il ruolo dello stato nelle economie di transizione, infatti, è parecchio ambiguo. Da un lato il ruolo dello stato nel post-socialismo dovrebbe essere limitato. D'altra parte, è necessario un forte potere statale per portare avanti i programmi politici richiesti dalla trasformazione economica di questi paesi. D'altronde, i governi deboli si sono dimostrati incapaci di raggiungere risultati considerevoli durante questa trasformazione<sup>82</sup>.

Fatto sta che in Cina e in tutto il resto dell'Asia, lo Stato ha ancora un grande ruolo sia nel settore industriale che in quello finanziario. Le autorità statali e i manager delle società sono strettamente collegati; quindi, la linea tra i controllori e i 'controllati' non è mai chiara. In pratica, i vincoli informali, come i legami relazionali e i contatti familiari e governativi, giocano un ruolo maggiore, portando a risultati diversi. Lo Stato concede sovvenzioni alle società direttamente o indirettamente, mentre d'altra parte, le società consentono ai rappresentanti statali di avere un certo controllo sul processo decisionale e sul flusso di cassa. Comportandosi in questo modo, i manager sono costantemente alla ricerca di nuovi sussidi invece di cercare partner strategici esistenti o potenziali<sup>83</sup>.

Per quanto riguarda il consiglio di amministrazione, possiamo osservare un fenomeno riguardo la frequenza di riunione, che è inversamente collegata al valore dell'impresa: i consigli, dunque, aumentano la frequenza delle loro riunioni nei momenti di costrizione delle attività. Studi sulla struttura proprietaria e sulla composizione del consiglio di amministrazione basati su analisi delle serie temporali hanno suggerito che le imprese subiscono cambiamenti sostanziali nella proprietà e nella struttura del consiglio di amministrazione<sup>84</sup> e che questi cambiamenti sono correlati l'uno all'altro, infatti, sono fortemente legati al turnover dei dirigenti e alle precedenti performance dei prezzi delle azioni. Ciò che ha sempre distinto le società asiatiche dai loro competitors occidentali a questo proposito è che il consiglio rimane in gran parte isolato dagli effetti di questi cambiamenti strutturali.

---

<sup>81</sup> Roche J., (2005). Corporate Governance in Asia.

<sup>82</sup> Roche J., (2005). Corporate Governance in Asia.

<sup>83</sup> Ibidem.

<sup>84</sup> Ibidem.

## 2.2 Uno sguardo di insieme alla situazione in Cina

Herman Kahn descrisse la storia delle economie asiatiche degli anni '70 come una potente fusione del confucianesimo tradizionale<sup>85</sup> e del capitalismo liberale, coniando il termine "capitalismo confuciano".<sup>86</sup> Si tratta di un termine abbastanza ambiguo che tenta di sposare due concetti molto diversi tra di loro - una filosofia morale per l'armonia sociale e un sistema economico per massimizzare la ricchezza degli individui. Per quanto riguarda la Cina, Yang la vede come la fusione di confucianesimo, socialismo e liberalismo sulla scia della disastrosa rivoluzione culturale scatenata da Deng Xiaoping, che tentò di reprimere violentemente il confucianesimo.

Durante la terza sessione plenaria dell'XI Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese nel 1978, lo stesso Deng Xiaoping, sostenne il pragmatismo economico come soluzione allo sviluppo di cui la Cina aveva bisogno. Esclamò: "Essere ricchi è glorioso."<sup>87</sup>, scatenando un torrente di avidità repressa. Il risultato fu il più grande dramma economico della storia umana, in cui oltre un miliardo di cinesi furono catapultati in una condizione di povertà assoluta.

Questo tipo di miscuglio tra capitalismo e filosofia confuciana è tutt'oggi pervasivo non solo nelle relazioni familiari, ma anche nella cultura aziendale e il network tra imprese e gli individui che ne fanno parte ne è manifestazione diretta. La crescente attenzione al capitalismo e i concetti radicati di benessere collettivo e armonia sociale e familiare contraddistinguono l'economia cinese.

---

<sup>85</sup> Il confucianesimo come filosofia fu fondato dal saggio Confucio, o Kong Fuzi come è conosciuto in cinese (孔夫子) (551-479 aC), e molti dei suoi precetti erano stati a lungo praticati in precedenza nella cultura cinese. Infatti, decoro, gentilezza e pietà filiale erano parte integrante dell'educazione cinese. La Cina ai tempi di Confucio era una società colta con una classe dominante di mandarini che era immersa nella poesia, nell'arte e nella coltivazione spirituale. Sfortunatamente, la maggior parte dei mandarini erano anche spesso ossessionati dalla ricerca della ricchezza e del potere. Gli imperatori erano dispotici e fu in questo ambiente socialmente tossico che il giovane filosofo scrisse i suoi pensieri sulla degenerazione dell'uomo. Pur riconoscendo che la natura umana non poteva essere cambiata, credeva fermamente che dovesse essere plasmata per il bene di una società armoniosa. Confucio dedicò gran parte del suo tempo ai principi e ai re, esortandoli a mostrare benevolenza ai loro sudditi in modo da ottenere il loro rispetto e la loro lealtà. Il confucianesimo fu quasi cancellato dopo la dinastia Zhou, quando l'imperatore Qin bruciò gran parte dei testi confuciani. Al tempo della dinastia Han, l'etica confuciana subì una forte rinascita e divenne radicata come ideologia di stato e, per i successivi duemila anni, il confucianesimo divenne parte integrante della cultura cinese come fondamento dell'etica e della condotta sociale di governanti, mercanti, soldati e contadini, in cui l'armonia sociale per il benessere collettivo è al centro di tutto.

<sup>86</sup> Boulding, Kenneth E. *Economic Development and Cultural Change* 29, no. 3 (1981): 645-49.

<http://www.jstor.org/stable/1153715>.

<sup>87</sup> Hong Hai. *The Rule of Culture. Corporate and State Governance in China and East Asia*. Routledge Contemporary Corporate Governance. Published November 12, 2019, by Routledge.

Le reti di relazioni nella società cinese sono conosciute come *guanxi* (关系)<sup>88</sup>. Il concetto di *guanxi* ha fatto parte della cultura aziendale e di governance dei cinesi fin dai tempi antichi e persiste non solo sulla Cina continentale ma si spinge anche nei paesi del sud-est asiatico, in quei paesi in cui è avvenuta la diaspora cinese, tra cui Singapore.

Guanxi ha un significato ampio nel mondo degli affari che può racchiudere il semplice concetto economico di contratto in cui due parti stringono un accordo commerciale o, invece, il fatto che ad una famiglia venga espropriato un lembo di terra da per essere assegnato ad altri per permettere lo sviluppo economico o, ancora, garantire a qualcuno una nomina come funzionario del governo in cambio di un favore. Dunque, in molti casi, come è facile immaginare, il concetto stesso di relazione commerciale in Cina, confina con la corruzione, favori reciproci per ottenere vantaggi e finanche favori sessuali.

All'interno di molte giurisdizioni occidentali, tali comportamenti sarebbero considerati e condannati dall'opinione pubblica e dalla legge come corruzione. Nella società tradizionale cinese, invece, la linea tra dare una "spintarella"<sup>89</sup> per ottenere un vantaggio e la corruzione in senso legale è sempre stata molto sottile e spesso offuscata.

Le reti relazionali tra i manager nelle società occidentali svolgono un ruolo simile. Ma come sottolinea Kevin Lo in uno studio che confronta il *guanxi* cinese con il networking occidentale, in Cina questi fenomeni sono profondamente radicati nella società e assumono un carattere ancora più personale o familiare che viene tramandato di generazione in generazione rispetto alle pratiche occidentali per cui le relazioni manageriali spesso si limitano a convenienze di natura professionale e che comunque rimangono nella sfera degli affari per un periodo limitato di tempo.

Tuttavia, all'interno della più ampia tradizione culturale cinese, tali pratiche dovrebbero rappresentare solo una fetta minore nella gerarchia delle relazioni, in cui la posizione più alta delle stesse racchiude gli ideali più nobili di Confucio.

La forte inerenza alla cultura tradizionale rende irrealistico immaginare che questi modelli relazionali cesseranno di esistere. Per questo motivo, più che contrastarli, sarebbe opportuno sfruttarli per facilitare le relazioni di lavoro e costruire la fiducia reciproca per migliori risultati di business, senza cadere in pratiche illegali di corruzione.

Dalle definizioni e dalla discussione di cui sopra, possiamo dunque dedurre che, per quanto riguarda l'Asia, la corporate governance è un'importazione che proviene dall'Occidente e che nulla ha a che vedere con la tradizione culturale cinese. Ad esempio, il concetto era praticamente sconosciuto in Cina anche fino ad un ventennio fa. Questo non sorprende, dato quanto poco il tema fosse compreso nel resto dell'Asia in quel

---

<sup>88</sup> Ibidem.

<sup>89</sup> Kevin Lo (2014). Chinese Perspectives on the Environment and Sustainable Development. Asian Studies Review.

momento e il fatto che, addirittura, anche il mercato cinese dei titoli nacque solo negli anni '90. Ma in Cina una serie di importanti scandali finanziari e manipolazioni di mercato, ispirati da un boom del mercato azionario appena nato, indusse i funzionari e le autorità di regolamentazione (e, in misura minore, gli investitori) a guardare a una migliore regolamentazione della corporate governance come soluzione.

Le riforme in materia di Governance hanno portato ad un forte sviluppo dell'economia cinese dall'inizio del nuovo millennio ad oggi. Tuttavia, è necessario precisare che i principali fattori di sviluppo dell'economia del paese Asiatico, che la rendono ad oggi una delle più grandi potenze mondiali, sono riscontrabili in due elementi principali che hanno contraddistinto gli ultimi 70 anni di storia cinese, ovvero la liberalizzazione dei mercati, con la conseguente e progressiva, seppur lenta, privatizzazione del settore industriale; e soprattutto la rivoluzione tecnologica. L'evoluzione della Corporate Governance in Cina, invece, passa essenzialmente dal tentativo di emulare i principali sistemi Occidentali, se infatti inizialmente il mondo imprenditoriale cinese vedeva la prevalenza di grandi imprese a carattere familiare, che producevano e distribuivano prodotti locali, in poco tempo si passò ad un modello basato sulle esportazioni e sulla grande produzione, con la conseguente necessità di adattarsi ai parametri imposti dalle economie leader a livello mondiale. Ma l'intervento dello Stato in ambito economico, decisamente troppo invadente, causò una grave difficoltà per l'economia cinese di ammodernarsi, che portò ad una violenta crisi. La crisi, tuttavia, non cambiò le cose poiché l'economia, nonostante la rapida ripresa, fu sempre legata agli interventi statali e, anzi, proprio la chiave del successo fu la cooperazione tra privati e governo che sosteneva le imprese. I privati si occupavano di fornire capitale e lo Stato, comunque largamente presente nelle partecipazioni delle società, grazie alle relazioni ambigue tra esponenti del governo e manager basate su scambi di favori, si occupava del controllo e riusciva a influenzare notevolmente la gestione.

La situazione diventò ben presto critica e gli unici a rischiare le proprie attività furono i privati in qualità di azionisti e/o prestatori di denaro all'interno delle società, in strutture in cui lo scambio di informazioni era fraudolento e mai limpido, tanto da portare il governo stesso ad emanare una riforma che puntava a ristrutturare le società.

La *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), in realtà, sperava che la nascita del mercato dei capitali nel 1991 avrebbe facilitato l'introduzione di un sistema di regole sulla gestione delle imprese basato sull'efficienza e sulla trasparenza che potesse, inoltre, aiutare a risollevarle le imprese a partecipazione statale, ovattandole dalla turbolenza sociale che sarebbe risultata dal fallimento di massa dello stesso segmento SOE (*state-owned enterprise*). Infatti, con lo sviluppo del mercato dei capitali cinese e il progresso della riforma sulle SOE, che prevedeva la ristrutturazione delle stesse, alcune di queste, furono quotate nelle borse di Shanghai e Shenzhen.

Sia i funzionari che gli accademici rimasero delusi quando la maggior parte di queste imprese ristrutturate non riuscì a guadagnare i profitti sperati, anche se è importante riconoscere che i fallimenti delle governance aziendali furono solo fattori che hanno contribuito parzialmente al deterioramento delle attività. Peggio

ancora, dal 2001 in poi, anche i media occidentali, cominciarono a riportare una serie di scandali finanziari proveniente dal mercato cinese, scatenati dai “*bias*” persistenti nelle strutture delle società quotate, che hanno ostacolato lo sviluppo di un sistema di gestione aziendale sano in Cina e hanno creato un ambiente inaffidabile per gli investitori a lungo termine, allontanandoli. La CSRC rispose emettendo una serie di nuovi regolamenti e decreti, ma l'effetto sul mercato azionario cinese fu solo graduale: i prezzi delle azioni non aumentarono in modo significativo dal declino della metà del 2001. Nel frattempo, la vigilanza esterna da parte delle autorità di regolamentazione del settore, anche se a fatica, cominciò a muovere i primi passi e, come loro, anche i media cinesi. Infatti, per effetto di questi scandali, anche i giornali nazionali cominciarono ad introdurre la parola ‘corporate governance’ (Gongsi Zhili)<sup>90</sup> nei titoli dei giornali, spingendo anche gli investitori a richiedere una riforma che li facesse sentire più tutelati, convinti che una maggiore fiducia dei piccoli investitori avrebbe rilanciato i valori delle società in declino sui mercati azionari cinesi.

Nell’Agosto del 2001, in seguito agli scandali finanziari già citati, il CRSC ha emanato le “*Guidelines on the Establishment of a System of Independent Directors in Listed Companies*”. E alla fine di giugno dell’anno successivo, almeno due membri del consiglio di amministrazione della totalità delle società quotate nei mercati cinesi era un amministratore indipendente; questa quota è aumentata ad un terzo dell’intero consiglio solo nel 2003. A questi amministratori indipendenti era richiesto di agire secondo buona fede (*chengxin*) e diligenza (*qinmian*) nei confronti della società e di tutti gli azionisti. Lo stesso comitato cinese riportò che nel 2003, furono nominati 2,414 amministratori indipendenti dall’assemblea degli azionisti delle 1,187 società quotate all’epoca e che nel 70 per cento di queste società almeno uno degli amministratori dotato di indipendenza fosse esperto in materia di accounting. Metà degli amministratori indipendenti proveniva da centri di ricerca e dalle accademie cinesi, un altro 30 per cento da società di consulenza di stampo legale e/o di contabilità e la restante parte erano professionisti di altre società o addirittura cittadini stranieri a cui era permesso e richiesto di importare l’esperienza occidentale in tema di corporate governance.

Nel tentativo di perseguire l’obiettivo di armonizzare la corporate governance nazionale e di allinearla agli standard Occidentali, nel 2001 la CSRC emanò due importanti documenti: il Codice di Autodisciplina delle società quotate in Cina (*China Securities Regulatory Commission - CSRC, State Economic and Trade Commission, 7 gennaio 2001*) e le linee guida per l’introduzione di amministratori indipendenti al Consiglio di amministrazione delle società quotate (*China Securities Regulatory Commission - CSRC, State Economic and Trade Commission, 16 agosto 2001*). Il codice è un insieme di regole complete che riguardano i principi di base per il governo societario delle società quotate, gli strumenti per la protezione degli interessi degli investitori e i requisiti etici per gli amministratori, le autorità di vigilanza, i dirigenti e gli altri membri che occupano ruoli dirigenziali. In particolare, il codice sottolinea che le società quotate devono essere gestite in

---

<sup>90</sup> Roche J., (2005). Corporate Governance in Asia.

modo indipendente e stabilisce le informazioni minime relative al governo societario quali: la composizione del consiglio di amministrazione e del consiglio di vigilanza; la performance e la valutazione del consiglio di amministrazione, del consiglio di vigilanza e degli amministratori indipendenti; la composizione e il lavoro dei comitati del consiglio di amministrazione; e misure e piani specifici per migliorare il governo societario. Il codice mirava a introdurre una solida corporata governance nelle società quotate innalzando i requisiti in materia di procedure contabili e trasparenza nelle informazioni agli investitori, introducendo sistemi di amministrazione indipendenti e rafforzando la vigilanza sulla gestione aziendale, ispirandosi ai sistemi giuridici e normativi statunitensi. Per esempio, il codice amplia i diritti degli azionisti. L'articolo 2 stabilisce che gli azionisti di minoranza dovrebbero avere lo stesso status degli altri azionisti e l'articolo 4 conferisce agli azionisti il diritto di proteggere i loro interessi attraverso il contenzioso civile e altri approcci giuridici. L'articolo 8 impone alle società quotate di compiere un vero e proprio sforzo per utilizzare le moderne tecnologie di telecomunicazione nelle assemblee generali degli azionisti per migliorare la partecipazione degli stessi. E l'articolo 11, invece, dà agli investitori istituzionali più peso nel processo decisionale, anche nella nomina degli amministratori. Il codice cerca di rafforzare i ruoli dei consigli di amministrazione e dei supervisori. Ai sensi degli articoli 29 e 31, una società quotata deve stabilire procedure trasparenti per selezionare il consiglio di amministrazione, e nella fattispecie in cui l'azionista di controllo detiene una partecipazione superiore al 30 per cento dovrebbe adottare un meccanismo di voto cumulativo<sup>91</sup> per garantire gli interessi di voto degli azionisti di minoranza. L'articolo 49 impone alle società quotate di introdurre amministratori indipendenti che non occupano altre posizioni all'interno della società. Gli articoli 60 e 61 stabiliscono che i membri del consiglio di vigilanza devono avere la possibilità di accedere alle informazioni relative allo stato operativo e di assumere agenzie di intermediazione indipendenti per la consultazione professionale, senza interferenze da parte di altri dipendenti della società. Infine, il codice contiene disposizioni specifiche sulla divulgazione delle informazioni. Gli articoli 88 e 89 impongono alla società quotata di comunicare tempestivamente qualsiasi informazione che possa avere un impatto sostanziale sul processo decisionale degli azionisti o delle parti correlate. Gli articoli 13 e 14 impongono alle società di comunicare integralmente i prezzi delle operazioni con parti correlate e vietano di fornire garanzie finanziarie a entità collegate. L'articolo 92 impone alla società quotata di fornire tempestivamente informazioni dettagliate sugli azionisti di controllo. Gli articoli 25 e 27 impongono agli azionisti di controllo di onorare l'indipendenza della società quotata e di evitare di interferire o di competere direttamente con l'entità quotata.

---

<sup>91</sup> Da [Trust di voto scatenato esplorare i meccanismi di voto cumulativi - FasterCapital](#). Il voto cumulativo è un meccanismo che consente agli azionisti di avere una voce più grande nelle decisioni prese da una società. Questo sistema è comunemente utilizzato nelle elezioni in cui gli azionisti votano per gli amministratori che li rappresenteranno nel consiglio di amministrazione. Il processo offre agli azionisti la possibilità di riunire i propri voti per supportare i candidati che ritengono rappresenteranno al meglio i loro interessi. Il voto cumulativo presenta diversi vantaggi che lo rendono un'opzione interessante sia per le aziende che per gli azionisti.

La Cina ha attirato più investimenti esteri diretti nel 2002 che in qualsiasi altro paese. Tuttavia, vi sono poche prove che i miglioramenti nella governance societaria in Cina dopo il 2002 abbiano portato più investitori stranieri e si può solo sostenere che furono necessari per mantenere il flusso di denaro in corso.

Nonostante le ristrutturazioni delle SOE, però, l'obiettivo del governo era quello di non perdere il controllo delle società interessate. Infatti, la maggior parte delle società quotate attualmente sul mercato cinese, proviene da entità statali e il governo in molti casi possiede ancora più della metà della partecipazione azionaria, in alcuni casi fino all'80 per cento. La struttura proprietaria distingue le imprese cinesi, in particolare paragonando le imprese di grandi dimensioni, dalle imprese del resto del mondo. Queste società vivono della connessione tra pubblico e privato, approvvigionando le risorse finanziarie dal settore privato e, dunque, dai mercati, e invece la gestione è strettamente vincolata alla sorveglianza dello stato.

A tal proposito, è importante osservare che nonostante la massiccia diffusione del capitalismo occidentale basato sulla massimizzazione della ricchezza per gli azionisti delle imprese, l'impresa familiare guidata da un patriarca rimane il modello dominante per le aziende di successo in Cina. L'impresa familiare è per molti aspetti un microcosmo di antiche strutture amministrative imperiali guidate dai precetti confuciani. La successione è prevista per la prole del patriarca, che è spesso - ma non sempre - il figlio maggiore, come nel caso della successione al trono nella Cina imperiale.

Dunque, gli organi governativi cinesi, seppur tentando di emanare regole di corporate governance orientate verso il modello Occidentale, non sono riusciti a adottarlo totalmente, in mancanza di un elemento cruciale, ossia un mercato per il controllo societario, determinato da un governo eccessivamente presente nelle economie delle imprese.

Anche se, come visto, il codice affrontò direttamente molti dei problemi esistenti nel settore finanziario cinese, questa si è rivelata efficace solo nei casi in cui i manager delle aziende hanno applicato onestamente le sue disposizioni.

## 2.3 La Corporate Governance in Giappone

Così come la Cina, anche il Giappone è un paese contraddistinto da una forte appartenenza culturale. I samurai (Bushi) erano i guerrieri dell'era premoderna giapponese. Questi guerrieri erano impiegati da ricchi proprietari terrieri e praticavano un credo guerriero o Bushido (la via del guerriero) e diventarono nel tempo sempre più potenti, tanto da evolversi in una classe militare dominante. Sin dal XII secolo, la casta sociale più potente era quella dei samurai, guidati da un comandante guerriero anche conosciuto come *Shōgun*, che



era la massima carica militare e politica del paese. Lo Shogunato<sup>92</sup> più potente e longevo fu quello del periodo Edo (1603-1867), anche conosciuto come lo Shogunato di Tokugawa<sup>93</sup>, al termine del quale iniziò l'impero giapponese durato sino alla fine della Seconda guerra mondiale.

A sottolineare le similitudini tra le due culture, nel Bushido, si possono riscontrare alcuni valori confuciani come la fedeltà al proprio maestro, l'autodisciplina e il rispetto per la gerarchia. Intorno al periodo in cui la Cina vacillava sotto i colpi di cannone dei "barbari" occidentali nelle guerre dell'oppio, lo shogunato di Edo fu sconfitto in battaglia dalle forze navali guidate dal commodoro<sup>94</sup> Matthew Perry, che costrinse l'apertura dei porti giapponesi attraverso la Convenzione di Kanagawa<sup>95</sup> nel 1854. L'accordo causò un malumore generale in Giappone ed in questo contesto la corte imperiale rovesciò lo Shogunato e ripristinò il dominio sotto l'imperatore appena quindicenne Meiji, nel periodo storico anche conosciuto come Restaurazione Meiji che ebbe inizio nel 1868. La capitale giapponese, dove l'imperatore avrebbe tenuto la corte, fu spostata nella città di Edo, sede dell'ultimo Shogun, che fu ribattezzata Tokyo.

Nel periodo Meiji (1868-1912) l'imperatore governò su tutto il Giappone, ma cedette all'influenza del potere, del commercio e della tecnologia occidentale. Il ruolo dell'imperatore nello stato Meiji fu rafforzato attraverso l'introduzione dell'ideologia dello Stato shintoista. Gli studiosi imperiali sostenevano che, insieme al confucianesimo, lo shintoismo, che attribuiva origine divina all'imperatore, fornì al governo i "concetti e le pratiche per ricostruire il Giappone come stato moderno"<sup>96</sup>, orientando l'intera popolazione verso il conservatorismo e il nazionalismo. Filosofi sociali come Inoue Tetsujiro sostennero un ritorno all'etica nazionale basata in gran parte su virtù confuciane selettive come la lealtà e la pietà filiale. Le nozioni confuciane furono elevate come parte integrante di una "miscela nazionalistica, imperialistica e militaristica al servizio degli interessi dei militaristi giapponesi fino agli anni 1930 e 1940."<sup>97</sup>

L'occidentalizzazione fu sostenuta in un influente articolo del 1885 "*Datsu-A Ron*" ("Goodbye Asia") da un autore anonimo, ritenuto l'influente scrittore e educatore Fukuzawa Yukichi, il quale sosteneva che il Giappone avrebbe dovuto abbandonare la Cina imperiale e adottare la modernità dall'Occidente pur mantenendo gli aspetti migliori dei valori confuciani<sup>98</sup>.

---

<sup>92</sup> Con il termine Shogunato, gli storici fanno riferimento ai 6 periodi dell'era premoderna giapponese, ossia quella che precede l'imperialismo dell'isola asiatica. Il nome attribuito ad ognuno di questi sei periodi deriva dal nome dello Shogun che comandava in quel tempo.

<sup>93</sup> Tokugawa fu uno dei sei Shogun, ossia la massima carica militare e politica dell'intero paese.

<sup>94</sup> Il Commodoro è un grado assegnato agli ufficiali nelle gerarchie delle marine militari.

<sup>95</sup> La convenzione di Kanagawa è l'accordo raggiunto tra le forze della marina militare statunitense e lo Shogunato Edo guidato dallo Shōgun Tokugawa. L'accordo si raggiunse al termine delle offensive delle flotte statunitensi, motivo per il quale viene spesso descritto come un accordo imposto ai giapponesi. L'obiettivo della convenzione era quello di aprire i porti giapponesi al commercio con i porti americani.

<sup>96</sup> Shimazono S. (2005). *State Shinto and the Religious Structure of Modern Japan*. Oxford University Press.

<sup>97</sup> Tucker J. (2018). *Dao Companion to Japanese Confucian Philosophy*.

[https://www.researchgate.net/publication/319448153\\_Dao\\_Companion\\_to\\_Japanese\\_Confucian\\_Philosophy](https://www.researchgate.net/publication/319448153_Dao_Companion_to_Japanese_Confucian_Philosophy).

<sup>98</sup> Yamaguchi A., (2005). *Religious Universalism in Modern Japan: Unitarians as Mediators Between Intellectuals and the West*. *Japanese Journal of Religious Studies*. [Vol. 32, No. 2, Essays from the XIXth World Congress of the IAHHR, Tokyo, March 2005 \(2005\)](#), pp. 305-318.

Come risultato dell'occidentalizzazione, il Giappone divenne rapidamente una potenza industriale e militare. Seguendo le orme delle potenze imperialiste occidentali come l'Inghilterra e la Spagna, rimanendo anche coerente con la tradizione Bushi. Il Giappone si unì alla famigerata Alleanza delle Otto Nazioni formata per decimare i vigilantes cinesi della Ribellione dei Boxer<sup>99</sup>. Era l'unico membro asiatico dell'Alleanza e contribuiva con più truppe; gli altri erano l'America e le potenze europee. Fu ironico che i giapponesi, sconfitti da un invasore occidentale all'inizio dell'era Meiji (le flotte navali statunitensi), in seguito si unirono alle stesse potenze occidentali per commettere aggressione in un paese asiatico vicino, la Cina, che era stato la fonte di gran parte della sua civiltà e cultura tradizionale.

Il Giappone annesse la Corea nel 1910 e invase la Manciuria nel 1931, cominciando di fatto quella che fu definito il periodo di espansionismo nipponico, portando alla guerra su larga scala con la Cina dal 1937 in poi. Il desiderio di prevalere sul Pacifico e la minaccia delle flotte statunitensi situati nell'arcipelago delle Hawaii, punto nevralgico per la strategia di occupazione dell'Oceano Pacifico, portò all'ideazione del piano d'attacco agli Stati Uniti che si tradusse nel 1941 con il bombardamento di Pearl Harbour. Dopo l'attacco, il Giappone che già dal 1940 aveva stretto rapporti con le potenze dell'Asse, firmando il 27 settembre 1940 il patto tripartito con Germania e Italia, entrò ufficialmente all'interno della Seconda guerra mondiale.

La spettacolare ascesa economica del Giappone del dopoguerra si arrestò dopo un duro colpo inferto dall'Accordo del Plaza del 1985<sup>100</sup>, in base al quale il Giappone accettò di deprezzare la propria valuta nazionale<sup>101</sup>, lo yen, contro il dollaro. Lo yen raddoppiò il suo valore nominale rispetto al dollaro in soli due anni. La firma dell'accordo fece definitivamente emergere il Giappone come attore principale anche nei mercati monetari, tuttavia, gli effetti di queste politiche, per un paese fortemente dipendente dalle esportazioni, segnarono prima una bolla dei prezzi delle attività giapponesi alla fine degli anni Ottanta che poi portò negli anni successivi ad un decennio di deflazione<sup>102</sup> e conseguente stagnazione<sup>103</sup> dell'economia, in un periodo conosciuto anche come il decennio perduto<sup>104</sup>.

A differenza della Cina in cui il confucianesimo ha stabilito per oltre duemila anni gli standard sociali e politici, il confucianesimo in Giappone ha raggiunto il più alto punto di influenza durante l'era Tokugawa,

---

<sup>99</sup> La ribellione dei Boxer fu una rivolta sociale sollevata da una serie di gruppi rivoltosi autonomi uniti in difesa del territorio cinese dagli attacchi coloniali stranieri.

<sup>100</sup> Tale accordo, che prende il nome dal celebre hotel newyorkese in cui fu siglato l'accordo, prevedeva un accordo sui tassi di cambio sottoscritto il 22 settembre 1985 dai ministri delle finanze e dai banchieri centrali dei Paesi dell'allora G5 (Francia, Giappone, Regno Unito, Repubblica Federale Tedesca e Stati Uniti) con l'obiettivo di contrastare attraverso interventi coordinati sul mercato dei cambi il persistente apprezzamento del dollaro registrato nella prima metà degli anni ottanta.

<sup>101</sup> In un regime di tassi fissi, deprezzare lo yen contro il dollaro voleva dire che con un dollaro statunitense si sarebbe potuto comprare più quantità della valuta giapponese.

<sup>102</sup> Questo termine fu coniato dopo una serie di articoli e studi economici sul fenomeno avvenuto in Giappone tra l'inizio degli anni Novanta e i primi anni 2000 (anche se alcuni parlano anche di ventennio perduto dato che la risonanza che il fenomeno ebbe anche sul decennio successivo).

<sup>103</sup> La deflazione è il fenomeno economico valutario per cui, all'interno di un paese o di un'area economica, a causa della diminuzione della domanda dei beni e dei servizi, con la convinzione che i prezzi continueranno diminuire innescando una spirale negativa. Le imprese, non riuscendo a vendere ai prezzi attuali, collocano i beni e i servizi a prezzi inferiori.

<sup>104</sup> La stagnazione è il periodo economico che si viene a verificare in una data economia in cui il suo prodotto interno lordo cresce molto lentamente negli anni o non cresce affatto.

per poi scemare durante gli ultimi due secoli e mezzo, in cui, comunque, è stato praticato come una forma di utilitarismo sociale che si è evoluto in un codice etico. A seguito del violento incontro del Giappone con l'Occidente che ha, di fatto, inaugurato il periodo Meiji, l'influenza confuciana nel paese è diminuita. Tuttavia, l'ideologia confuciana aveva già permeato profondamente la cultura giapponese, tanto da condizionare anche alcuni dei leader aziendali dell'epoca. Uno di loro era Shibusawa Eiichi (1840-1931), conosciuto come il "padre del capitalismo giapponese", che fu presidente della First National Bank of Japan.

In Giappone, l'impresa non è mai stata vista nel senso inequivocabile dell'occidente in cui, la stessa, appartiene univocamente agli azionisti e l'obiettivo è quello di massimizzare i loro profitti. Piuttosto, l'azienda è un'entità nella società civile che fornisce una occupazione per i dipendenti, serve i clienti e contribuisce allo sviluppo sociale e alla qualità dell'ambiente. E, tra le altre cose, coopera con il governo, il cui ruolo è di fornire la stabilità politica e le infrastrutture che sostengano gli affari imprenditoriali. L'azienda tradizionale giapponese ha una personalità e una missione tutta sua, non interamente determinata dai suoi azionisti come avviene nel capitalismo occidentale. Per prendere in prestito un'analogia di Dore, l'impresa è "come una scuola o un'istituzione pubblica che continua nel tempo e ha una reputazione propria, indipendentemente dalle persone che stanno, in qualsiasi momento, lavorando all'interno della stessa."<sup>105</sup>

Ciò che contraddistingue il capitalismo giapponese dagli altri esempi globali, infatti, è proprio l'equilibrio prudente e sensibile tra le esigenze e le aspettative delle varie controparti che interagiscono con l'azienda, possibile poiché l'impresa non è dominata dagli obiettivi di profitto degli azionisti.

Ad esempio, una delle caratteristiche distintive delle imprese giapponesi è l'occupazione a vita dei propri dipendenti, con gli stessi che in genere considerano l'azienda come la loro seconda casa a cui dedicano una vita di fedeltà e dedizione. In cambio, sono ricompensati e curati a vita. A denotare la continua influenza degli antichi precetti confuciani, ancora oggi è notevole la considerazione e il massimo rispetto nei confronti degli anziani e verso chi da più anni rispetta agli altri presta servizio nell'impresa.

Il governo svolge un ruolo chiave di supporto nella governance aziendale giapponese. C'è sempre stato uno stretto nesso tra i burocrati del servizio civile e le posizioni più alte delle corporate giapponesi<sup>106</sup> e questo continua anche ai giorni nostri. Tipicamente, i laureati reclutati da università d'élite come Tokyo, Waseda e Keio cominciano le loro carriere insieme, fino a che una parte di loro raggiunge posizioni apicali e, conseguentemente, la restante parte viene chiamata ad occupare posizioni senior all'interno dei colossi giapponesi, dove spesso trovano i loro ex capi in posizioni strategiche. Queste relazioni sono parte integrante del mondo aziendale giapponese, in quanto aiutano a mantenere vivi gli obiettivi delle industrie chiave del paese e promuovere ideali che vanno oltre il benessere degli azionisti.

---

<sup>105</sup> Dore R., (2004) *Japanese-Style-Management. Has It Survived? Will It Survive?* Tokyo: Research Institute of Economy, Trade and Industry.

<sup>106</sup> Vogel E., (1979). *Japan as Number One: Lessons for America*. Harvard University Press.

Gli scioperi industriali sono rari in Giappone grazie alla fiducia e al reciproco rispetto che i dipendenti e i dirigenti hanno l'uno per l'altro, nonché grazie al fatto che gli interessi tra queste due parti sono comuni, ed entrambe lo hanno ben chiaro. Questo si riflette in una filosofia comunitaria in cui i dipendenti e i loro dirigenti sono sulla stessa barca e condividono un destino comune a lungo termine. Invece, molte delle controversie nelle economie industriali occidentali implicano la contrattazione tra capitale e lavoro, ossia i dibattiti per cui si confronta e si denuncia la mancanza di equità tra i rendimenti di cui godono i manager o gli azionisti (figure che spesso coincidono) e la remunerazione dei dipendenti. Nei sindacati giapponesi, invece, i dipendenti sono consapevoli di essere i fiduciari del futuro dell'impresa e sanno che all'interno dell'impresa non esiste un gioco a somma zero, dunque, lavorano insieme per raggiungere l'obiettivo di mantenere l'azienda attiva e prospera. Un risultato di questa ideologia aziendale è che la differenza salariale tra colleghi che appartengono alla stessa fascia di età può variare anche del 20 per cento.<sup>107</sup>

Questa ideologia culturale in cui tutti condividono benefici e danni, ed in cui l'ottica è sempre quella di lungo periodo, coinvolge anche i clienti e i fornitori delle imprese. Possono volerci decenni affinché un marchio si crei uno zoccolo duro di clienti. Solitamente, le imprese vengono tramandate da una generazione all'altra, e la sua reputazione e la sua qualità vengono custoditi ed impreziositi dai dipendenti stessi, che si sentono responsabili della custodia dei valori dell'impresa nel tempo.

Lo stesso vale per i fornitori e anche loro condividono questa caratteristica. Ogni fornitore viene scelto da un'impresa con incredibile scrupolosità e, da altra parte, un cambio nella scelta dello stesso viene fatta solo in casi di estreme necessità, in base al principio per il quale in ogni rapporto commerciale devono essere centrali la fiducia e la conoscenza reciproca.

Ad oggi, questi aspetti si riscontrano ancora nelle piccole e medie imprese, che, come nel caso del *guanxi* in Cina, conservano una forte appartenenza culturale. Mentre, per quanto riguarda i grandi colossi giapponesi, questi principi sono andati a scemare a favore della grande apertura nei confronti dei mercati internazionali, che hanno permesso a queste società di avere un azionariato molto diffuso, all'interno del quale spesso si ritrovano investitori istituzionali esteri, che si aspettano risultati (spesso di breve periodo) diversi rispetto alle imprese tradizionali.

Infatti, come anticipato prima, il Giappone aveva necessità dei fondi esteri a causa del periodo di stagnazione economica che colpì il paese per più di un decennio. La deregolamentazione dei mercati e la crisi bancaria attirarono soprattutto gli investitori istituzionali americani in cerca di grossi ritorni sugli investimenti. Un elevato numero di manager americani cominciò ad occupare posizioni strategiche all'interno dei consigli di amministrazione delle società tradizionali cinesi e anche in colossi come Toyota, esercitando un grande potere su tutto il consiglio per far prevalere gli interessi degli azionisti americani.

---

<sup>107</sup> Dore R., (2004) *Japanese-Style-Management. Has It Survived? Will It Survive?* Tokyo: Research Institute of Economy, Trade and Industry.

L'influenza americana e in generale occidentale sullo stile di governance e nei CdA portò a gravi crisi e scandali finanziari per alcune imprese. Tra queste ci fu anche il colosso manifatturiero Toshiba. Una commissione del "Securities and Exchange Commission", dal 2009 al 2014, ha riscontrato nelle dichiarazioni finanziarie di Toshiba un "overstatement"<sup>108</sup> di oltre 1.2 miliardi di dollari<sup>109</sup>.

Le imprese giapponesi risposero a queste criticità riducendo le dimensioni del consiglio di amministrazione, separando le funzioni di monitoraggio e operative e aumentando il numero di amministratori indipendenti. Nel 1997, Sony ridusse le dimensioni del proprio board da 38 a 10 unità e rinominò gli amministratori rimossi dal Consiglio come "shikko yakuin" che tradotto vuol dire 'dirigente aziendale'. L'obiettivo era quello di sperare il processo decisionale strategico, in capo al consiglio ridotto da alcuni dei suoi componenti, dall'operatività, che i dirigenti dovevano poi attuare<sup>110</sup>.

Questo nuovo sistema si diffuse rapidamente tra le grandi aziende giapponesi. In un sondaggio condotto dalla Borsa di Tokyo nel settembre 2000, il 35,5% degli intervistati aveva già adottato il sistema *shikko yakuin*<sup>111</sup>.

Ad oggi, la proprietà delle società quotate giapponesi si compone perlopiù di banche, altre istituzioni finanziarie come società assicurative, altre imprese e piccoli investitori (come vediamo in figura 2.1). In particolare, il 40% delle imprese attualmente quotate sul Nikkei 225 Index<sup>112</sup> ha all'interno della propria "ownership structure" almeno una banca, anche se, dopo la ripresa economica avvenuta all'inizio di questo millennio, la percentuale di partecipazione azionaria media è scesa dal 30 per cento al 10 per cento (vedi FIGURA 2.2).

Dunque, il potere di comando nelle imprese giapponesi non è più nelle mani degli azionisti, ma dei manager. Questo cambiamento è dovuto al fatto che gli azionisti, come più volte detto, spesso stranieri, hanno un'ottica più breve termine e sono interessati principalmente al profitto. I manager, invece, sono responsabili della gestione quotidiana dell'impresa e hanno (o dovrebbero avere) una visione più a lungo termine.

---

<sup>108</sup> Con il termine *overstatement* ci si riferisce a quella circostanza in cui una società dichiara all'interno delle proprie comunicazioni finanziarie con valenza legale, come i bilanci all'interno delle relazioni finanziari annuali, delle voci di bilancio, ad esempio profitti ricavati dalle vendite o costi, che sono maggiori - quindi "pompati" - rispetto alla realtà. Gli obiettivi possono essere molteplici, ad esempio ingannare gli investitori e attrarli o evadere le tasse.

<sup>109</sup> Hong Hai. (2009). *The Rule of Culture. Corporate and State Governance in China and East Asia*. Routledge Contemporary Corporate Governance.

<sup>110</sup> Ibidem.

<sup>111</sup> Fama F., Jensen C. (1983), *Separation of Ownership and Control*. Harvard University Press.

<sup>112</sup> Il Nikkei 225 Index è l'indice azionario rappresentativo dell'andamento dei principali titoli azionari quotati sul mercato borsistico giapponese.

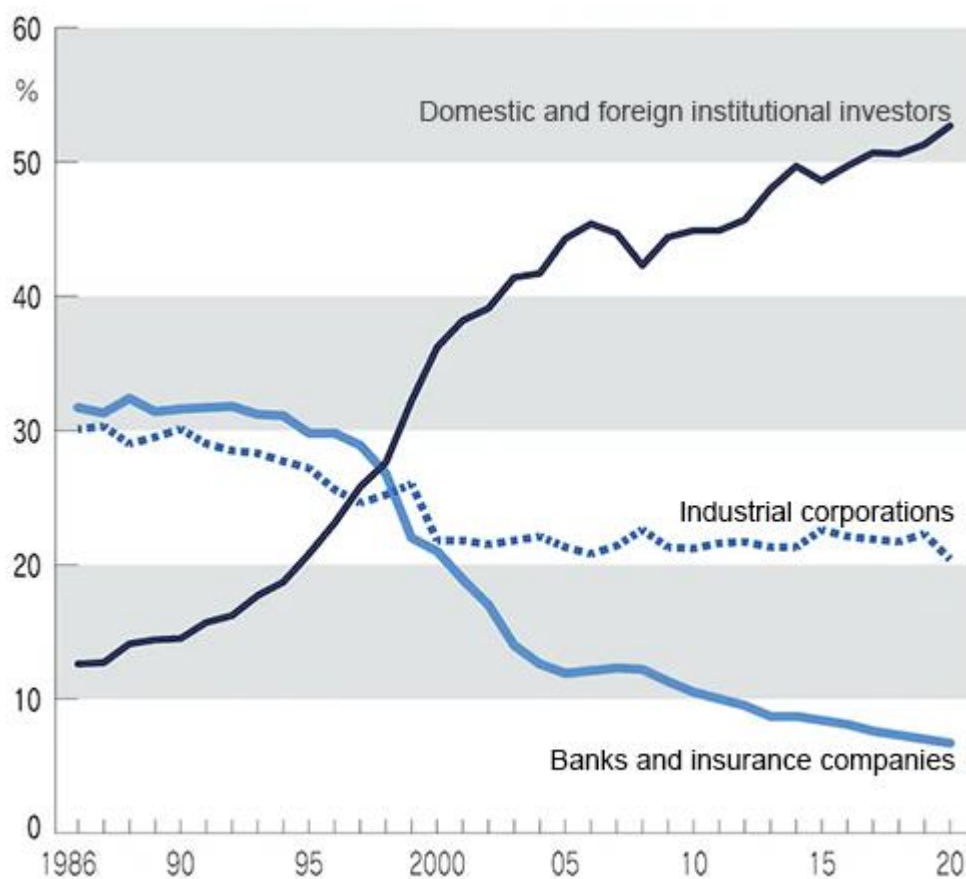


FIGURA 2.2. Struttura del capitale delle società giapponesi.

FONTE: [RIETI - Governance Challenge for Japanese Companies: A re-evaluation of equity block ownership by corporations.](#)

In Giappone, il manager deve essere in grado di gestire efficacemente le strategie aziendali, che si basano su due elementi principali:

- La qualità totale (*kaizen*<sup>113</sup>), che mira a migliorare continuamente i prodotti e i servizi dell'impresa.
- I sistemi di produzione just-in-time, che riducono gli sprechi e migliorano l'efficienza.

Per gestire efficacemente queste strategie, i manager si avvalgono di una struttura organizzativa di tipo funzionale. In questa struttura, le decisioni strategiche sono accentrate nelle diverse aree del processo produttivo e sono realizzate da comitati intermedi. Questi comitati conoscono nei dettagli i problemi dell'impresa grazie all'efficiente scambio di informazioni, che è garantito dal basso livello di formalizzazione.

<sup>113</sup> Il metodo Kaizen è il processo che all'interno del contesto aziendale mira a migliorare continuamente un processo, che può essere produttivo così come decisionale, e standardizzarlo per un certo periodo di tempo limitato, al termine del quale l'obiettivo deve essere quello di aumentare ad un livello successivo (e poi, quindi, standardizzare ancora) il livello qualitativo del processo, in una scala infinita di miglioramento.

La governance giapponese si basa infatti su un approccio cooperativo e consensuale. Questo approccio è in contrasto con la struttura proprietaria concentrata, che vedrebbe un processo decisionale più centralizzato.

In particolare, il sistema giapponese si può paragonare a quello renano, dato che entrambi danno molta importanza alle relazioni banca-impresa e lavoratori-impresa. Tuttavia, questa somiglianza è più formale che sostanziale, dato che i due sistemi hanno avuto percorsi di sviluppo diversi. La somiglianza più evidente si riscontra nel rapporto banca-impresa, con il fenomeno del *cross-shareholding*. In questo caso, le banche detengono azioni di imprese che sono loro clienti, e viceversa. Questa situazione comporta la condivisione dei rischi tra le unità economiche e la correlata possibilità di partecipare alla nomina degli organi istituzionali, con la conseguente possibilità di intervenire nei processi decisionali.

In generale, nel corso del tempo, il sistema di governance giapponese ha subito alcune trasformazioni, in particolare a seguito della crisi finanziaria del 2008 e, come detto prima, dall'aumentata presenza di investitori stranieri nel capitale azionario delle imprese giapponesi, che ha comportato una maggiore attenzione agli interessi degli azionisti. Vediamo quali sono i principali sistemi di governance e le principali riforme che hanno caratterizzato gli ultimi due decenni della storia corporativa giapponese.

Il sistema di governance giapponese tradizionale è di tipo dualistico orizzontale, noto come *Kaisha*, ed equivale nella sostanza al modello tradizionale italiano. È caratterizzato dalla presenza di due organi principali:

- L'Assemblea degli Azionisti, che è il massimo organo decisionale dell'impresa e nomina il Consiglio di Amministrazione.
- Il Consiglio di Amministrazione, che è responsabile della gestione dell'impresa e ha il compito di nominare il Presidente esecutivo (*Sacho*).

Il Presidente esecutivo è il responsabile della definizione delle strategie aziendali e della loro attuazione. È affiancato dal Presidente onorario (*Kaicho*), che ha compiti di rappresentanza istituzionale e di vigilanza.

Un altro organo fondamentale è il *Kansayaku*, che svolge funzioni di controllo sulla correttezza e sull'adeguatezza delle scelte gestionali agli interessi degli azionisti. Tuttavia, questa carica è stata spesso criticata, in quanto gli auditor sono scelti dal Presidente esecutivo tra i lavoratori interni, che potrebbero quindi essere soggetti a pressioni.

Il sistema di governance giapponese tradizionale ha riscontrato recentemente delle debolezze rispetto agli altri sistemi di governance delle economie avanzate. In particolare, la crisi economica e finanziaria ha comportato una riduzione delle partecipazioni bancarie nelle imprese giapponesi, a favore di quelle degli investitori stranieri.

Per rispondere a queste sfide, il legislatore giapponese ha introdotto nel 2002 una riforma del sistema di governance. La riforma ha introdotto un nuovo sistema, di matrice anglosassone (modello monistico), che

prevede la presenza di un unico organo, il Consiglio di Amministrazione, che esercita contemporaneamente la funzione di direzione e la funzione di vigilanza.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da almeno tre membri, in maggioranza non esecutivi e indipendenti. Al suo interno sono presenti tre comitati, che si occupano rispettivamente del processo di nomina, del sistema di remunerazione e del sistema di controllo interno.

Il modello dei tre comitati è incompatibile con il concetto tradizionale di "azienda-comunità", che vede la partecipazione attiva dei lavoratori alla gestione aziendale. Questo perché comporta una modificazione della composizione del Consiglio di Amministrazione, in favore di un numero crescente di amministratori non esecutivi e indipendenti.

Nel 2006 è stata introdotta un'ulteriore riforma, molto importante per lo sviluppo della best practice giapponese. La riforma ha introdotto il J-Sox (*Japanese Sarbanes-Oxley*), che ricalca il *Sarbanes-Oxley Act* statunitense. Il J-Sox impone a tutte le società quotate alla borsa di Tokyo l'obbligo di redigere una relazione sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi connessi all'informativa economico-finanziaria. La relazione deve essere poi certificata da un revisore esterno indipendente.

Le trasformazioni recenti del sistema di governance giapponese hanno portato a un avvicinamento a quello anglosassone. Tuttavia, il sistema giapponese mantiene ancora alcune caratteristiche peculiari, come la forte presenza delle banche nel capitale azionario delle imprese e la partecipazione dei lavoratori alla gestione aziendale.

## 2.4 Singapore: Una città stato Asiatica che subisce influenze occidentali

Nel descrivere Singapore, verranno utilizzati sia dei pareri personali, in base alla mia esperienza da studente fuori sede, sia dei dati e delle descrizioni provenienti da studi sullo sviluppo storico, sociale ed economico della 'città del leone'.

Innanzitutto, Singapore è uno stato formato da un arcipelago di 63<sup>114</sup> isole situate nell'Oceano Indiano, al sud della penisola di Malacca, ossia la penisola malese, e al nord dell'arcipelago indonesiano. L'isola principale corrisponde alla città di Singapore, una delle metropoli più innovative del mondo che ha una storia di recente formazione, ma per cui sono passati tanti popoli diversi, lasciando ognuno impronte delle quali la cultura odierna di Singapore è permeata. La città, infatti, che si trova all'altezza dell'equatore ed era quasi interamente ricoperta da foresta tropicale, a seguito della sua veloce espansione economica avvenuta

---

<sup>114</sup> All'interno di questo dato vengono contate anche isole di formazione artificiale come l'isola di Jurong, costruita negli ultimi anni a causa del limitato suolo della città metropolitana che è già fin troppo densamente popolata.



dal 1965<sup>115</sup> in poi, adesso è uno dei principali mercati finanziari globali, il proprio porto commerciale è uno dei più importanti per trasporti e affari (secondo solo a quello di Shanghai<sup>116</sup>), ospita sedi di importanti multinazionali (tra cui soprattutto banche e altre istituzioni finanziarie) che giganteggiano nel centro cittadino con imponenti grattacieli lussuosi e all'avanguardia e, secondo i dati della World Bank, è il paese con il più alto PIL pro-capite dopo il Lussemburgo<sup>117</sup>.

L'etimologia del nome Singapore è da attribuire al termine sanscrito<sup>118</sup> *Simhapuram*, che vuol dire appunto "città del leone". Ci sono diverse narrazioni su come questo nome sia stato attribuito alla città. Una di queste è quella in cui, Rajendra I, sovrano del regno meridionale indiano di Chola, quando nel 1025 attaccò gli insediamenti dell'isola, alla vista di un leone (che probabilmente fu una tigre dato che nella zona tropicale non vi sono mai state evidenze scientifiche sulla presenza dei leoni) denominò la zona come *Singapura*<sup>119</sup> (città del leone).

La storia di Singapore è quella di un paese popolato principalmente da malesi, cinesi e indiani e colonizzato dai popoli occidentali, in particolare da quello britannico. Le prime truppe a visitare l'isola nel 1819 furono quelle di Stamford Raffles<sup>120</sup>, a cui oggi è intitolata una delle vie più trafficate della città. Raffles, della Compagnia Inglese delle Indie Orientali, trovò solo alcuni villaggi di piantatori cinesi e alcuni indigeni di origine malese. Il capo terriero degli insediamenti che sorgevano sull'isola era il *temenggong*, antenato diretto dei sultani dell'attuale Johor, Malesia. Questo, tuttavia, era un subordinato di suo cugino Abdul Rahman, sultano di Riau-Johor, che era sotto sorveglianza olandese.

Raffles, disobbedendo alle istruzioni di non offendere gli olandesi, ritirò il riconoscimento della sovranità di Abdul Rahman su Singapore e con la forza consegnò questo ultimo nelle mani del fratello maggiore del sultano, Hussein (Husain), per convalidare l'acquisto della terra per conto della compagnia inglese. Gli olandesi protestarono ma, a Londra, la corte dei direttori della compagnia non intraprese alcuna azione nei confronti di Raffles.

Nel 1824 un trattato anglo-olandese pose fine a questo litigio e lasciò la Malesia e Singapore sotto il controllo del Regno Unito, e l'intera isola di Singapore fu ceduta agli inglesi in cambio di un pagamento monetario. Infine, nel 1867, la Malesia e Singapore diventarono ufficialmente una colonia della corona per mano dell'ufficio coloniale di Londra<sup>121</sup>.

---

<sup>115</sup> Anno in cui Singapore raggiunse l'indipendenza dalla Malesia.

<sup>116</sup> [Major Container Ports in the World in 2024 \(Definitive List\) \(maritimemanual.com\)](https://www.maritimemanual.com/).

<sup>117</sup> [GDP per capita, PPP \(current international \\$\) - Singapore | Data \(worldbank.org\)](https://data.worldbank.org/ny/gdp/cd?locations=SG).

<sup>118</sup> Il sanscrito è una lingua indoiraniana derivata dal gruppo linguistico indoeuropeo, che ad oggi figura tra le lingue ufficiali dell'India.

<sup>119</sup> [History of Singapore | People, Culture, Language, & Facts | Britannica](https://www.britannica.com/history/singapore).

<sup>120</sup> [History of Singapore | People, Culture, Language, & Facts | Britannica](https://www.britannica.com/history/singapore).

<sup>121</sup> *Ibidem*.

Il commercio di Singapore dell'epoca, che si basava principalmente sulle esportazioni di materiali come lo stagno e la gomma, soffriva lo sviluppo britannico di altri porti come quello di Honk Hong, dell'occupazione francese di Saigon (oggi Ho Chi Minh) in Vietnam e della creazione di porti e linee di navigazione nelle Indie Orientali Olandesi (l'attuale Indonesia). Nel 1869, con l'apertura del canale di Suez e l'avvento delle navi a vapore, tuttavia, iniziò un'era di prosperità che portò alla costruzione di 5 chilometri di moli a Tanjong Pagar (dove si trova attualmente il porto di Singapore) e, infine, nel 1921, di una base navale<sup>122</sup>.

Durante la Seconda Guerra Mondiale, i giapponesi sbarcarono prima in Malesia e poi in Thailandia. All'inizio del 1942, avevano completato l'invasione della quasi totalità dell'area del Borneo, trovandosi di fronte l'isola di Singapore e, nello stesso anno, il commando britannico si arrese, consegnando di fatto la città ai giapponesi che occuparono la zona fino al settembre del 1945<sup>123</sup>.

Al termine della guerra, i britannici, che rientrarono nella disponibilità dei territori precedentemente invasi, nei loro piani politici esclusero l'unificazione tra la neonata Federazione Malese e Singapore, principalmente perché la popolazione proveniente dalla Cina, e presente sull'isola per effetto della diaspora, sarebbe stata un ostacolo etnico per l'unione di questi due territori. Infatti, già a partire dalla seconda metà del XIX secolo, migliaia di cinesi che fuggivano dalle violente guerre civili scoppiate nel Sud della Cina, si stabilirono a Singapore, rispondendo alla grande necessità produttiva e diventando, dunque, fonte di manodopera a basso costo per i paesi Occidentali che importavano grande quantità di stagno e di gomma dal Sud-Est asiatico. Inoltre, in meno di un secolo, la comunità cinese divenne la popolazione maggiormente presente sull'isola e la classe dirigente e politica del dopoguerra, che successivamente ha conquistato l'indipendenza.

Mentre in Malesia avanzava l'insurrezione comunista, nel 1955, Singapore elesse il suo primo governo con dei ministri nominati da un'assemblea legislativa, ottenendo la propria sovranità ma non la totale indipendenza<sup>124</sup>. Le decisioni sulle questioni che rientravano all'interno della sfera della politica estera, infatti, appartenevano ancora al ministero inglese. Dunque, la decisione di non unirsi alla Federazione Malese portò dei benefici in termini costituzionali e che già all'epoca rappresentavano un punto di forza e di differenziazione rispetto a tutti gli altri stati del sud-est asiatico, che, proprio in quel periodo, stavano godendo del graduale allontanamento delle truppe inglesi e olandesi, ottenendo una propria sovranità e sviluppo, seppur condizionato dalle crescenti insurrezioni comuniste.

Il partito politico che governava era il *People's Action Party* (PAP), nato nel 1954 come partito di centro-sinistra. Ma ben presto si sollevarono attriti interni tra l'ala di estrema sinistra del partito e gli altri fondatori che avevano delle posizioni più moderate e conservative. Infatti, in quegli anni nacquero molte tensioni che portarono, prima, alla separazione violenta del 1961 delle forze interne di opposizione costituite dal '*Barisan*

---

<sup>122</sup> Ibidem.

<sup>123</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>124</sup> [History of Singapore | People, Culture, Language, & Facts | Britannica.](#)

*Sosialis*<sup>125</sup>, ossia l'ala di estrema sinistra, tramite l'arresto di centinaia di rappresentanti con l'accusa di essere comunisti, e poi, nel 1963, alla scelta che il governo prese di unirsi alla Malesia, che nel frattempo, tramite l'unificazione della Federazione Malese ad altri Stati come il Borneo del Nord e il Sarawak, divenne un'unica nazione<sup>126</sup>. L'obiettivo del PAP era quello di unirsi alla Malesia per ottenere l'indipendenza totale dalla corona inglese.

Solo tre anni più tardi, però, il 9 agosto del 1965, fu firmato un accordo per l'indipendenza di Singapore tra la Malesia e il PAP che scrisse l'atto di indipendenza<sup>127</sup>, che garantiva a Singapore di uscire dal neonato Stato malese e di essere un paese sovrano e indipendente. La scelta fu condivisa e anche le forze politiche malesi spinsero per il raggiungimento dell'accordo. Le diversità etniche, e gli ideali politici profondamente diversi tra il comunismo malese dell'epoca e il nuovo concetto di capitalismo orientale espresso dagli esponenti del PAP, che ormai si considerava un partito di centro destra che aveva espresso il desiderio di espansione economica, portarono inevitabilmente a questa separazione.

Lee Juan Yew, fondatore e capo del partito, divenne Primo Ministro di Singapore, rimanendo in carica sino al 1990. Il PAP è stato l'unico partito rappresentato in parlamento dal 1965 al 1981, anno in cui nacque il *Worker's Party*, che fu il primo partito ad ottenere seggi in parlamento nel 1984. Dal 1984 al 2006, il PAP non ha mai dovuto affrontare più di 4 seggi rappresentati dall'opposizione sugli 84 presenti in parlamento e, ancora ad oggi, resta il partito al governo, diventando così il partito che per più tempo consecutivamente ha esercitato il potere al governo tra le moderne democrazie parlamentari<sup>128</sup>.

Sembra evidente, dunque, che il governo in carica mai nella storia del paese ha dovuto affrontare episodi di ostruzionismo da parte delle forze oppositrici per modificare la Costituzione. L'impronta cinese del governo ha conservato i valori confuciani tradizionali cinesi (anche conosciuti a Singapore come valori della collettività<sup>129</sup>) per molti anni, fino poco prima che il capo partito, Lee, si dimettesse, mischiandoli a ideali di liberismo economico e conservatorismo.

Il governo di Lee, inoltre, non è mai stato convinto del liberalismo democratico dell'occidente e si occupò di regolare strettamente la libertà personale degli individui e, nonostante ad oggi Singapore sia uno Stato più moderno, ancora oggi i regolamenti e il governo attuale seguono questo pensiero. L'obiettivo dichiarato è quello di istruire la popolazione alla coscienza civile ed etica e non quella di intimorire i cittadini attraverso

---

<sup>125</sup>Era un partito politico a Singapore. È stato costituito il 29 luglio 1961 e ufficialmente registrato il 13 agosto 1961 da membri di sinistra del PAP che erano stati espulsi. Gli obiettivi principali del Barisan includevano lo sradicamento del colonialismo, la creazione di una nazione malese unita, indipendente e democratica, comprendente la Federazione di Malesia e Singapore. Fonte: [Barisan Sosialis - Wikipedia](#).

<sup>126</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>127</sup> REPUBLIC OF SINGAPORE INDEPENDENCE ACT 1965, in: [Republic of Singapore Independence Act 1965 - Singapore Statutes Online \(agc.gov.sg\)](#).

<sup>128</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>129</sup> Hong Hai, (2019). The Rule of Culture. Corporate Governance in China and East Asia.

strategie del terrore di uno stato militare, anche se, a volte, l'opinione dei visitatori occidentali può varcare questo limite.

Nonostante alcuni di noi possano, in maniera del tutto legittima, non essere d'accordo con alcune leggi previste e la durezza con la quale lo Stato di Singapore controlla i propri cittadini e condanna i loro reati (basti pensare che la pena di morte è largamente usata anche per reati come il traffico di droga<sup>130</sup>), questi elementi possono essere considerati le armi vincenti di questa città-Stato per il suo sviluppo economico. Infatti, quello di Singapore è da considerare un miracolo economico, che ha visto una città che fino al 1960 viveva una drammatica situazione di povertà, in una delle aree più sottosviluppate del globo, diventare nel 2009 il settimo paese per PIL pro-capite. Singapore è l'estremizzazione del concetto di globalizzazione. Dopo aver ottenuto l'indipendenza nel 1965, ha imparato a sfruttare la globalizzazione, per diventare un centro di commercio globale, finanziario e tecnologico.

Il ruolo pervasivo del governo a Singapore fu giustificato per le condizioni in cui versava la società all'epoca dell'indipendenza. Il governo dovette creare un senso di appartenenza e patriottismo in un paese di immigrati di diverse culture e lingue. Infatti, nonostante la maggioranza della popolazione fosse cinese – il 75,4% dal censimento del 1957<sup>131</sup> - riflettevano la diversità e il regionalismo della Cina.

Negli anni 'Settanta, la maggioranza della popolazione era ancora troppo povera per condurre investimenti ed iniziare un business. Il governo cominciò ad investire, colmando di fatto la mancanza di imprenditori privati e diventando il principale imprenditore e attore economico, con i ministri che spesso si trovavano a capo delle stesse imprese statali. Inoltre, l'alto tasso di risparmio della popolazione, fece crescere in quegli anni la forza delle banche nazionali, supportate, ancora una volta, dallo stesso soggetto, il governo.

Il piano economico del governo Lee risolse il problema della disoccupazione creando molti posti di lavoro poco qualificati e a basso salario, ma un problema emergente fu la disuguaglianza dei redditi. Lo stesso Lee riconobbe che lo sviluppo era stato sostanziale ma non giusto o uguale. Già nella prima metà degli anni '70, il reddito pro capite di Singapore era il secondo più alto in Asia, ma solo un piccolo gruppo di persone estremamente ricche alzavano la media di reddito, e il lavoratore comune era molto indietro, con i salari dei lavoratori in aumento solo del 5 per cento rispetto a un aumento del 100-200 per cento della compensazione esecutiva rispetto al decennio precedente<sup>132</sup>18. Per ovviare a questa disparità, il governo mise a punto un

---

<sup>130</sup> “Negli ultimi anni Singapore ha continuato a mantenere obbligatoria la pena di morte come strumento di contrasto al traffico di droga. Nonostante dal 2013 le riforme abbiano favorito una diminuzione delle condanne a morte, la decisione sulla vita e la morte degli imputati è affidata ai magistrati che conducono le indagini, anziché i giudici”. Dal 2014 al 2017 sono state eseguite 10 condanne a morte (quattro delle quali nel 2016) e ne sono state emesse 17, tutte per reati di droga.

Le autorità singaporiane continuano a giustificare il mantenimento della pena di morte giudicandola uno strumento efficace per combattere la criminalità.

Da: 13 Ottobre 2017, “Pena di morte: a Singapore continuano le esecuzioni”, [Pena di morte: a Singapore continuano le esecuzioni - Amnesty International Italia](#).

I reati di droga non rientrano nella categoria dei “reati più gravi” ai quali secondo il diritto internazionale dev'essere limitata l'applicazione della pena di morte.

<sup>131</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>132</sup> C. M. Turnbull, A History of Singapore.

nuovo piano economico che invitava ad una maggiore qualificazione del dipendente, e quindi ad una maggiore retribuzione e ad un aumento dei posti di lavoro guidato da una rivoluzione tecnologica che sostituisse la manodopera a basso costo, creata dall'ondata iniziale di industrializzazione.

Il governo aumentò i programmi di formazione, concedendo agevolazioni fiscali per le spese di formazione delle imprese tecnologiche e concesse anche agevolazioni fiscali alle aziende con l'intenzione che imprese internazionali stabilissero le loro industrie a Singapore. Le attenzioni erano rivolte soprattutto al settore petrolchimico. Proprio negli anni '70, infatti, furono scoperti nuovi giacimenti nel golfo thailandese e nell'arcipelago indonesiano. Dunque, Malesia, Thailandia e Vietnam divennero paesi produttori di petrolio, ma Singapore, disponendo già all'epoca di un settore industriale più avanzato, divenne il principale esportatore di 'oro nero' nella zona. Dal 1977 al 1982, il 40% delle esportazioni lorde manifatturiere di Singapore era costituito da petrolio<sup>133</sup>, 19 anche se quella percentuale diminuì presto con l'aumento delle esportazioni in altre aree, in particolare quella dell'elettronica e dei software.

Oltre alle nuove industrie, l'aumento delle attività bancarie off-shore determinò la crescita del settore bancario, rendendo Singapore una delle realtà finanziarie più importanti d'Asia, anche grazie al cambiamento delle politiche cinesi, che videro la Cina aprirsi ai mercati esteri e, Singapore, si posizionò per capitalizzare l'opportunità di scambi finanziari e commerciali con la Cina, anche grazie alla grande presenza di popolazione cinese nel territorio di Singapore.

Negli anni '90, invece, l'attenzione si spostò verso la sponsorizzazione di Singapore come "*total business center*"<sup>134</sup> per le società internazionali per le quali la città sarebbe servita come sede regionale vicina ai siti di produzione presenti nei paesi limitrofi che avevano costi di manodopera più economici. Singapore vantava una gamma di servizi di supporto alle imprese, tra i quali il settore bancario, la contabilità e consulenza legale. Ancora una volta il governo creò una strategia vincente, promuovendo nuovi programmi per aumentare le competenze e la produttività della forza lavoro, con una formazione speciale per il personale amministrativo e tecnico. La strategia ebbe successo: nel 1991, 3.000 società internazionali avevano sede a Singapore, tra le quali: Citibank, DuPont, General Electric, Hewlett-Packard e IBM<sup>135</sup>. 21 Singapore non ha solo preso spunto dalle economie occidentali, ma ne ha chiesto in prestito il know-how, e non solo grazie alle sedi multinazionali e spesso di origine anglo-americana, ma soprattutto dovuto alla massiccia presenza di manager formatasi nelle più prestigiose università occidentali.

Alla fine dello stesso decennio, ci fu una battuta d'arresto della continua crescita, dovuta ad uno shock economico che portò alla peggiore recessione dall'indipendenza. Tutto iniziò nel 1997, quando la crisi economica asiatica iniziata in Thailandia si è diffusa in Indonesia, Malesia e in tutta l'area del sud-est

---

<sup>133</sup> Trocki, C.A. (2005). Singapore: Wealth, Power and the Culture of Control (1st ed.). Routledge.

<sup>134</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>135</sup> Teck-Wong Soon and William A. Stoeber, "Foreign Investment and Economic Development in Singapore: A Policy-Oriented Approach," The Journal of Developing Areas 30 (1996).

asiatico<sup>136</sup>. Il livello di investimenti di Singapore in questi paesi e gli importi delle valute estere indebolite detenute dalle banche nazionali spinsero l'economia di Singapore in recessione. Inoltre, con la spaventosa crescita affrontata da Cina e India e il miglioramento dello sviluppo di altri paesi del sud-est asiatico, Singapore affrontava una concorrenza sempre maggiore.

Nel 2001, quando l'economia iniziò a risollevarsi, fu ancora una volta la globalizzazione a ricomparire e fungere da strategia di crescita per il governo. Lo stesso governo, in quegli anni, promosse alleanze o fusioni tra le imprese di Singapore e i principali concorrenti mondiali, al fine di partecipare al consolidamento reciproco all'interno dei settori economici, come già avveniva in Europa o negli Stati Uniti. Ad esempio, già nel 2000, Singapore Airlines ha aderito alla Star Alliance, una rete internazionale di compagnie aeree che integra l'operatività tra le proprie compagnie e condivide i passeggeri. I potenziali partner internazionali cominciarono a premere sulle autorità di regolamentazione per una maggiore apertura nelle pratiche commerciali e per una riduzione della regolamentazione del settore finanziario e della telecomunicazione.

Mentre questa strategia era in corso, degli eventi esterni hanno condizionato la crescita economica di Singapore. L'attacco alle torri gemelle del 2001, nonostante la grande distanza geografica tra Singapore e Stati Uniti, fece crescere nel paese asiatico la fobia nei confronti degli estremismi di alcuni gruppi islamici, presenti soprattutto nel limitrofo territorio indonesiano e malese, facendo crescere a dismisura i controlli (quasi ossessivi, come descritto da Hebshire) dei confini e delle strade della città. Nel 2002, 21 singaporiani originari della Malesia furono arrestati con l'accusa di essere coinvolti nell'organizzazione di un attacco terroristico a Singapore. Questo evento sollevò molti dubbi su quanto la grande minoranza malese presente a Singapore fosse integrata<sup>137</sup>.

Altri eventi hanno avuto ripercussioni economiche nella storia più recente di Singapore, così come lo scoppio della SARS<sup>138</sup> nel 2003, che ha ucciso 33 singaporiani e ha causato un calo del 30 per cento nel turismo. Nel 2004, uno tsunami ha devastato parti di Indonesia e Thailandia, danneggiando anche indirettamente l'economia dell'intera regione. All'incirca nello stesso periodo, c'è stato un altro allarme sanitario globale con l'influenza aviaria e, dunque, l'integrazione di Singapore nell'economia globale ha dovuto affrontare grandi difficoltà.

Un'altra transizione politica avvenne nel 2004, quando Lee Hsien Loong, figlio di Lee Kwan Yew (primo capo governo della storia di Singapore), succedette a Goh Chok Tong come primo ministro<sup>139</sup>. Lee Hsien Loong ha impostato il proprio percorso, basando i propri piani di sviluppo che mirano a nuove aree di crescita, tra cui su tutti il turismo. Da queste scelte sono nate anche significative polemiche, come ad esempio quelle che riguardavano l'apertura nel 2010 di due resort che offrono il gioco d'azzardo nei casinò

---

<sup>136</sup> Vedi Capitolo 2.1: La crisi economica asiatica.

<sup>137</sup> Jean E. Abshire (2011). THE HISTORY OF SINGAPORE.

<sup>138</sup> Grave sindrome respiratoria acuta causata dal virus SARS-Cov-1, registrato per la prima volta in Cina, nella provincia di Guangdong nel 2002.

<sup>139</sup> Jean E. Abshire (2011).

all'interno della struttura. A seguito di queste polemiche, è stata promulgata una legge che prevede che i cittadini devono pagare una tassa di ammissione di 100 dollari di Singapore e 2.000 dollari all'anno per potere accedere ai casinò<sup>140</sup>, mentre gli stranieri possono entrare gratuitamente, affinché il gioco d'azzardo sia solo fonte di attrazione per accrescere il turismo della città, ma non diventi al tempo stesso causa di dipendenza in un'area geografica in cui il gioco d'azzardo è un problema sociale molto evidente<sup>141</sup>.

Inoltre, l'ultimo governo ha fissato alcuni obiettivi, come quello di raggiungere la quota di 150.000 studenti internazionali presso le università di Singapore entro il 2015<sup>142</sup> e un milione di turisti per motivi sanitari.

Infatti, gli ospedali di Singapore sono all'avanguardia e possono competere con la concorrenza internazionale, offrendo costi medici di gran lunga inferiori, nonostante, ad oggi, Singapore sia una città con il costo della vita tra i più alti al mondo. Per esempio, nel 2006, il costo di un intervento chirurgico di bypass cardiaco negli Stati Uniti era di 130,000 dollari statunitensi, mentre a Singapore era di 18,000 dollari<sup>143</sup>. 30

Il governo, oggi, continua a incoraggiare gli investimenti nei paesi più poveri, ma ha iniziato a promuovere gli investimenti anche in paesi sviluppati, come ad esempio, il caso di SingTel (società di telecomunicazioni di Singapore) che ha acquisito la seconda più grande società di telecomunicazioni in Australia.

La programmazione a lungo termine di un governo, che non solo collabora con le imprese, ma è esso stesso investitore, che si pubblicizza attraverso i media nazionali da oltre cinquanta anni creando un forte senso di appartenenza nel suo popolo, che controlla i propri cittadini anche con l'obiettivo di comprenderne meglio le abitudini, e che regola l'immigrazione, pur non limitandola e facendone fonte di manodopera, hanno fatto di Singapore una macchina quasi perfetta nella creazione di valore economico, in un contesto in cui tutti seguono un sistema fatto da regole molto precise e pene severe, in cui l'educazione civica è alla base della convivenza tra tutti. Inoltre, l'autoritarismo del governo non limita la libertà imprenditoriale e, soprattutto l'ultima generazione di imprenditori autoctoni è fortemente in crescita.

Ovviamente, ci sono alcuni aspetti negativi di questa gestione così autoritaria. Tra questi, ad esempio, vi è la grande disuguaglianza sociale che esiste tra le comunità della città o, ancora, il controllo da parte del governo di tutte le fonti di informazione. I servizi sono curati e ben mantenuti ma le basse fasce di reddito, soprattutto composte da lavoratori provenienti da paesi più poveri e limitrofi, devono far fronte ad una crescente inflazione dei prezzi, soprattutto quello degli affitti.

---

<sup>140</sup> Terence Chong, "Singapore: Globalizing on Its Own Terms," in *Southeast Asian Affairs 2006*, ed. Daljit Singh and Lorraine Carlos Salazar (Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 2006).

<sup>141</sup> Jean E. Abshire (2011).

<sup>142</sup> Ibidem.

<sup>143</sup> Abeyasinghe, T., & Choy, K.M. (2007). *The Singapore Economy: An Econometric Perspective* (1st ed.). Routledge.

## 2.4.1 La Corporate Governance a Singapore

Il framework della corporate governance a Singapore si basa su una serie di principi e regolamenti volti a promuovere la trasparenza, l'equità e la responsabilità all'interno delle società quotate. Al centro di questo sistema si trovano diverse istituzioni chiave, tra cui la Monetary Authority of Singapore (MAS), l'organo di regolamentazione finanziaria del paese, il Singapore Exchange Market (SGX), che gestisce il mercato azionario di Singapore, e il Corporate Governance Committee (CGC), un comitato incaricato di sviluppare linee guida e pratiche di corporate governance.

La MAS è stata istituita nel 1971 e svolge un ruolo cruciale nel monitorare e regolare le attività finanziarie, inclusa la governance aziendale, al fine di garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario di Singapore.

Il SGX, d'altra parte, fornisce piattaforme di negoziazione e stabilisce standard di conformità per le società quotate, incoraggiando pratiche di corporate governance solide e trasparenti. Le società quotate devono conformarsi alle regole di quotazione stabilite dalla (SGX). Queste regole sono state introdotte nel 1999, data in cui è stato fondato il Singapore Exchange, dalla fusione della Stock Exchange of Singapore (SES) e della Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). Queste includono: requisiti di ammissione, obblighi di disclosure, norme di condotta e procedure di delisting.

Il CGC, infine, si impegna nella formulazione e nella revisione continua delle linee guida di corporate governance, promuovendo l'adozione delle migliori pratiche da parte delle società quotate e contribuendo così a rafforzare la fiducia degli investitori nel mercato azionario di Singapore. Nel tentativo di promuovere le best practice, il Comitato, nel 2001, ha introdotto il Corporate Governance Code, poi revisionato dallo stesso Comitato molteplici volte fino all'ultima versione del 2018. Il Codice di Corporate Governance fornisce linee guida e raccomandazioni per la governance aziendale delle società quotate a Singapore. Si concentra su questioni come la composizione del consiglio di amministrazione, la trasparenza e la divulgazione delle informazioni, e la gestione dei conflitti di interesse.

Di particolare importanza sono due regolamenti contenuti all'interno del Codice:

- **Securities and Futures Act**, che regola le attività legate ai titoli e ai mercati finanziari a Singapore. Le società quotate devono rispettare le disposizioni di questa legge, che include norme sulla divulgazione delle informazioni, sul trattamento delle informazioni privilegiate e sulla condotta delle transazioni finanziarie.
- **Singapore Code on Takeovers and Mergers**: Il Codice di Singapore sulle Offerte Pubbliche di Acquisto e le Fusioni, che regola le operazioni di acquisizione e fusione che coinvolgono le società quotate a Singapore.



Il governo di Singapore ha risposto alla crisi finanziaria asiatica adottando una serie di iniziative per rafforzare il suo settore finanziario e migliorare la competitività della sua economia. A seguito delle raccomandazioni del comitato per le finanze societarie del 1998, Singapore è passata da un regime basato sul merito, in base al quale l'autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, allora affidata ancora al SIMEX, tramite dei coefficienti finanziari, giudicava i valori economici delle società da quotare, a un regime basato sulla divulgazione, in cui è il mercato stesso a valutare le società sulla base di informazioni più complete. Questa mossa non solo cambia il ruolo delle autorità di regolamentazione, ma richiede anche modifiche fondamentali al quadro giuridico e normativo, ai principi contabili e di revisione contabile e ai codici di 'best practice'.

In quest'ottica, il ministero delle Finanze, insieme al MAS e alle Camere del Procuratore Generale, ha guidato una revisione completa della regolamentazione e della governance societaria. Nel dicembre 1999, ha formato tre comitati per rivedere e raccomandare regolamenti e pratiche aziendali modellati sulle migliori pratiche internazionali, con l'obiettivo di aumentare la competitività di Singapore nell'economia globale. Uno di questi comitati, il Comitato per la Corporate Governance (CGC), ha condotto uno studio dettagliato per: rivedere, sviluppare e promuovere le migliori pratiche di governo societario tra le società quotate in borsa a Singapore; esaminare i benchmark internazionali al fine di formulare nuovi principi di governance aziendale e raccomandare le migliori pratiche di governo; e raccomandare un quadro per migliorare e promuovere standard più elevati nella corporate governance.

Il CGC ha completato la revisione e ha presentato la sua relazione finale e un Codice di Autodisciplina nel marzo 2001, ossia il Codice di Corporate Governance citato prima. Nelle loro deliberazioni, il Comitato per la Corporate Governance ha optato per un approccio equilibrato, molto simile a quello adottato nel Regno Unito e in Canada. In generale, l'intento del codice non è quello di prescrivere un comportamento societario in dettaglio, ma essenzialmente di garantire un'informativa sufficiente in modo che gli investitori possano valutare le pratiche di performance e governance di una società e rispondere in modo informato.

Il Codice di Autodisciplina di Singapore è entrato in vigore il 1° gennaio 2003 per tutte le società quotate che da tale data tengono le loro assemblee generali annuali. Mentre il codice stesso non richiede la conformità, il Singapore Exchange Listing Manual stabilisce che le società quotate divulghino le informazioni correlate al Codice nei loro rapporti annuali. Il CGC ha proposto che tutte le società quotate alla Borsa di Singapore siano tenute, come requisito del Listing Manual, a fornire una descrizione completa delle loro pratiche di corporate governance con riferimenti specifici a ciascuna delle linee guida stabilite nel codice, e qualora si discostino da tali best practices, dovrebbero comunicare tali inosservanze nelle loro relazioni annuali nelle AGM (*annual general meetings*) tenutesi a partire dal primo gennaio 2003.

Il governo di Singapore descrive il suo Codice di Autodisciplina come 'una pietra miliare nel rafforzamento del nostro regime basato sulla divulgazione'<sup>144</sup>. Esso definisce i principi e le migliori pratiche in quattro principali aree di governance, vale a dire, **questioni del Consiglio, remunerazione, rendicontazione, audit e comunicazioni con gli azionisti**. Le società quotate sono tenute a descrivere le loro pratiche di governo societario nelle loro relazioni annuali, nonché a rivelare e spiegare le aree di deviazione dal codice (concetto del 'comply or explain').

**Questioni del consiglio.** Un consiglio efficace è essenziale per guidare e controllare l'azienda. Ci dovrebbe essere un connubio di efficienza e indipendenza all'interno del consiglio, con amministratori indipendenti che costituiscono almeno un terzo del consiglio. Inoltre, la separazione tra i ruoli di presidente del consiglio di amministrazione e CEO della società è necessaria per garantire un adeguato equilibrio tra i poteri.

“Il Presidente del Consiglio di amministrazione dovrebbe essere separato e indipendente dall'amministratore delegato. Ciò garantirebbe un adeguato equilibrio di poteri e una maggiore capacità del Comitato esecutivo per un processo decisionale indipendente. Questa separazione dei ruoli fornisce i controlli e gli equilibri necessari per preservare l'integrità nel processo decisionale”<sup>145</sup>.

In un sondaggio del 2005, su circa 380 società quotate mostra che circa il 60 per cento delle società quotate a Singapore separava i ruoli di presidente e CEO. Del 60 per cento che separava le due posizioni, tuttavia, c'era un rapporto di famiglia tra il presidente e CEO per quasi la metà di queste aziende. Inoltre, vi era una percentuale significativa in cui il presidente era in realtà un presidente esecutivo<sup>146</sup>. Pertanto, la percentuale di presidenti di società quotate a Singapore che, in quell'anno, erano amministratori indipendenti, come definito dal Codice di Singapore, sarebbe stata molto piccola. In generale, l'indipendenza del Consiglio, che in qualsiasi sistema è cruciale per una gestione efficace e trasparente, assume ancora di più un ruolo significativo in un sistema asiatico, pervaso dalla corruzione.

Singapore, nella tabella stilata dall'unità "*Economist Intelligence Unit's Transparency and Fairness*" (EIU) del "*Legal System Rating Score*", che classifica in base ad un indice di percezione di corruzione (PCI) i paesi dell'area asiatica e li paragona con gli Stati Uniti, vede primeggiare Singapore tra tutti gli stati asiatici: vedi figura 2.4.1. “Il PCI è un indice basato su differenti sondaggi eseguiti su istituzioni indipendenti. Si concentra sulla corruzione del settore pubblico e si riferisce all'abuso del pubblico ufficio per ottenere vantaggi personali. Il paese con il punteggio più basso è quello percepito come il più corrotto tra quelli in esame.”<sup>147</sup>

---

<sup>144</sup> Khai Leong Ho, Khai Leong Ho (2005). *Reforming Corporate Governance in Southeast Asia*. Economics, Politics, and Regulations. ISEA Publishing.

<sup>145</sup> Fama F., Jensen C. (1983), *Separation of Ownership and Control*. Harvard University Press.

<sup>146</sup> Roche J., (2005). *Corporate Governance in Asia*.

<sup>147</sup> Transparency International Annual Report. [Home - Transparency.org](http://Home-Transparency.org).

### Corruption Perception Index, 1998–2003

Country	1998 CPI Score	1999 CPI Score	2000 CPI Score	2001 CPI Score	2002 CPI Score	2003 CPI Score
Hong Kong	7.8	7.7	...	7.9	8.2	8.0
Indonesia	2.0	1.7	...	1.9	1.9	1.9
Japan	5.8	6.0	...	7.1	7.1	7.0
Malaysia	5.3	5.1	...	5.0	4.9	5.2
Philippines	3.3	3.6	...	2.9	2.6	2.5
Singapore	9.1	9.1	...	9.2	9.3	9.4
South Korea	4.2	3.8	...	4.2	4.5	4.3
Thailand	3.0	3.2	...	3.2	3.2	3.3
United States	7.5	7.5	...	7.6	7.7	7.5
Vietnam	2.5	2.6	...	2.6	2.4	2.4

FIGURA 2.4.1. Indice di percezione della corruzione per gli stati del Sud-est asiatico e degli USA.

FONTE: Ho, K. L. (2005) *Reforming Corporate Governance in Southeast Asia*. 1st edn. ISEAS Publishing.

Il Codice definisce un amministratore indipendente come colui che non ha alcun rapporto con l'azienda o le sue affiliate, il cui operato potrebbe essere fonte di interferenza, o essere ragionevolmente percepito come tale, nell'esercizio del giudizio del direttore stesso nell'interesse migliore dell'azienda. Come indicazione, il Codice prevede espressamente che un amministratore non sarebbe considerato indipendente se esistessero le seguenti relazioni:

- Se un amministratore è impiegato dall'azienda o da una qualsiasi delle sue affiliate nell'anno in corso o in uno dei tre anni precedenti;
- Se un amministratore accetta qualsiasi compensazione dall'azienda o da una qualsiasi delle sue affiliate diversa dalla compensazione per il servizio in consiglio nell'anno in corso o in uno dei tre anni precedenti;
- Se un amministratore è membro della famiglia immediata di un individuo che è stato impiegato dall'azienda o da una qualsiasi delle sue affiliate come dirigente nell'anno in corso o in uno dei tre anni precedenti;
- Se un amministratore è socio o azionista significativo con una quota del 5 per cento o più, o è dirigente di, qualsiasi organizzazione commerciale a scopo di lucro alla quale l'azienda ha effettuato o dalla quale ha ricevuto pagamenti significativi in uno dei tre anni precedenti. Ai fini di questo scopo, i pagamenti per transazioni nell'anno finanziario in corso superiori a 200.000 dollari di Singapore sono considerati significativi.

È necessario un processo formale e trasparente per la nomina e la rielezione degli amministratori.

La direzione dovrebbe fornire al consiglio di amministrazione informazioni complete, adeguate e tempestive. Inoltre, il livello e il mix di **remunerazione** dovrebbero essere appropriati per attrarre, trattenere

e motivare gli amministratori. È opportuno che vi sia una chiara divulgazione della politica retributiva, del livello e del mix delle remunerazioni della società e della procedura di fissazione delle remunerazioni.

Ogni consiglio, dice il MAS, dovrebbe avere una procedura che consenta agli amministratori, individualmente o in gruppo, nel perseguimento delle loro funzioni, di usufruire di una consulenza professionale indipendente, se necessario, a spese dell'istituzione. Inoltre, la direzione dovrebbe fornire a tutti i membri del consiglio di amministrazione una serie di conti di gestione comprensibili sulla performance, oltre che sulla posizione e prospettiva finanziaria su base mensile, affinché l'amministrazione sia messa nelle condizioni di assolvere alle proprie responsabilità in maniera informata. Il MAS di Singapore ritiene che, per adempiere alle proprie responsabilità, tutti i membri del consiglio di amministrazione dovrebbero ricevere informazioni complete, adeguate e tempestive prima delle riunioni del consiglio di amministrazione e su base continuativa da parte della direzione (ad esempio, dal comitato esecutivo). I membri del Consiglio hanno bisogno di accedere a informazioni accurate, tempestive, complete e ben focalizzate per partecipare in modo significativo alle riunioni.

**Responsabilità e revisione contabile.** Il consiglio è responsabile nei confronti degli azionisti. In particolare, il Codice sottolinea l'importanza di avere un sistema di **audit** interno efficace e un comitato di revisione indipendente, obbligatorio per legge, interamente composto da amministratori non esecutivi e in maggioranza indipendenti, per garantire la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni finanziarie riportate dalle società quotate. Il comitato è responsabile del processo di rendicontazione finanziaria dell'azienda e del sistema di controllo interno, che deve essere valutato e monitorato periodicamente per garantir la sua adeguatezza.

Inoltre, le società quotate devono sottoporre i loro stati finanziari a una revisione indipendente da parte di un revisore contabile registrato. Questo revisore deve essere incaricato di esprimere un'opinione sulle presentazioni finanziarie della società per garantirne l'aderenza agli standard contabili e la trasparenza.

**Comunicazione con gli azionisti.** Un'adeguata divulgazione della struttura e delle pratiche di corporate governance sono una parte cruciale della comunicazione. È essenziale impegnarsi in una comunicazione regolare, efficace ed equa con gli azionisti, che punti anche ad incoraggiare maggiormente la partecipazione degli stessi alle assemblee generali annuali. Alcune figure chiave, inclusi i revisori dei conti, dovrebbero partecipare alle assemblee generali per rispondere alle domande degli azionisti.

Oltre all'istituzione di un comitato di revisione contabile che, come detto prima, è un requisito corrente ai sensi della legge sulle società, il Codice di Singapore raccomanda l'istituzione di altri due comitati di consiglio: il comitato di remunerazione e il comitato di nomina.

Il Comitato per la Remunerazione dovrebbe raccomandare al Consiglio di Amministrazione un quadro di remunerazione per il Consiglio e i principali dirigenti, e determinare specifici pacchetti retributivi per ciascun Direttore Esecutivo e per il CEO. Le raccomandazioni dovrebbero essere formulate in consultazione

con il Presidente del Consiglio di Amministrazione e sottoposte all'approvazione dell'intero Consiglio. Il Comitato dovrebbe coprire tutti gli aspetti della retribuzione, inclusi gli onorari degli amministratori, gli stipendi, le indennità, i bonus, le opzioni e le prestazioni in natura.

Inoltre, il comitato dovrebbe cercare di garantire che le politiche retributive siano in linea con gli obiettivi strategici e i valori aziendali dell'istituzione e non diano luogo a conflitti tra gli obiettivi dell'istituzione e gli interessi dei singoli. Ad esempio, la scala salariale non dovrebbe essere impostata in modo tale da incoraggiare l'assunzione di rischi eccessivi ed enfatizzare le prestazioni a breve termine.

Analogamente per le istituzioni finanziarie, la MAS consiglia a queste ultime di istituire un comitato per la remunerazione, che, al fine di ridurre al minimo il rischio di potenziali conflitti di interesse, sia composto da una maggioranza di amministratori indipendenti e presieduto da un amministratore indipendente e avere almeno un membro che sia esperto in materia di compensi esecutivi, in mancanza della quale il Comitato dovrebbe avere accesso alla consulenza di esperti all'interno e/o all'esterno dell'istituzione.

E ancora la MAS si è espressa: “Nel definire i pacchetti retributivi, il comitato per la remunerazione dovrebbe essere a conoscenza delle condizioni di retribuzione e di occupazione all'interno del settore e in società comparabili. I pacchetti retributivi dovrebbero tenere conto dei risultati relativi dell'istituzione e dei risultati dei singoli amministratori”<sup>148</sup>.

Gli elementi di remunerazione legati ai risultati dovrebbero costituire una quota significativa del pacchetto retributivo complessivo degli amministratori esecutivi e dovrebbero essere concepiti per allineare i loro interessi a quelli degli azionisti e collegare i premi ai risultati aziendali e individuali. “Dovrebbero essere previste misure adeguate e significative ai fini della valutazione dei risultati degli amministratori esecutivi.”<sup>149</sup>

A proposito di “*Nominating Committee*”:

I comitati di nomina dovrebbero valutare le competenze già presenti nel consiglio di amministrazione e redigere le descrizioni delle mansioni in base alle qualità e alle competenze richieste dai membri aggiuntivi prima di iniziare il processo di ricerca e di valutazione dei candidati idonei. Oltre alla funzione di assunzione, il comitato per le nomine è incaricato di effettuare una valutazione annuale delle dimensioni, della struttura e del profilo delle competenze del consiglio di amministrazione, al fine di apportare le opportune modifiche in caso di necessità. Esso formula le proposte relative all'elezione e alla revoca degli amministratori aziendali che saranno sottoposte all'assemblea degli azionisti. Il consiglio di amministrazione, tuttavia, mantiene l'autorità di nominare i dirigenti aziendali e rimuoverli.

---

<sup>148</sup> [Guidelines on Corporate Governance \(mas.gov.sg\)](https://www.mas.gov.sg/guidelines-on-corporate-governance).

<sup>149</sup> Ibidem.

Il MAS dice che: La maggioranza dei membri del comitato di nomina, compreso il presidente, dovrebbe essere composta da amministratori indipendenti. Il comitato di nomina dovrebbe disporre di un mandato scritto che descriva le responsabilità dei suoi membri che hanno anche il compito di valutare annualmente l'indipendenza degli amministratori.<sup>150</sup>

Prima di attuare le raccomandazioni del CGC, il consiglio di amministrazione delle società quotate deve esaminare le politiche esistenti e i frameworks della corporate governance, in modo da allineare e migliorare correttamente le proprie pratiche, a costi e sforzi ragionevoli.

Sebbene le disposizioni del codice non siano obbligatorie, il governo di Singapore riferisce con entusiasmo che un'indagine Ernst & Young dell'agosto 2003<sup>151</sup> sulle relazioni annuali di 30 grandi società quotate sul SGX ha rilevato che tutte avevano generalmente rispettato i principi stabiliti nel Codice di Autodisciplina. Ad esempio, tutte le 30 società intervistate hanno un comitato di nomina e hanno nominato un amministratore indipendente come presidente del comitato per la revisione contabile, come raccomandato dal codice. Questo confronto è stato molto positivo rispetto alle osservazioni effettuate due mesi prima dell'introduzione del codice, che ha mostrato che il punteggio totale medio di applicazione delle raccomandazioni era solo 21 per cento, e solo il 54% dei Chief Financial Officer (CFO) di Singapore aveva rivisto le loro pratiche di corporate governance<sup>152</sup>.

Il periodo compreso tra il 2003 e il 2005 è stato un momento di grande fervore per i sistemi di Corporate Governance singaporiani. Di questo argomento se ne sono occupati anche molti studiosi e atenei universitari della città. Ad esempio, nel gennaio 2003, la Business School dell'Università Nazionale di Singapore (NUS) ha istituito il Corporate Governance and Financial Reporting Centre. ««Il Centro contribuirà alla ricerca e alla promozione delle migliori pratiche in materia di corporate governance e rendicontazione finanziaria, e si spera contribuirà a consolidare standard elevati tra le nostre imprese.»»<sup>153</sup>

Gli obiettivi dichiarati del Centro sono:

- Condurre ricerche accademiche di alta qualità nei settori della governance aziendale e dell'informativa finanziaria;
- Intraprendere progetti applicati nel governo societario e nella rendicontazione finanziaria che sono rilevanti per la pratica;
- Diffondere i risultati e le implicazioni pratiche della ricerca accademica e applicata a professionisti e responsabili politici;

---

<sup>150</sup> MAS Guidelines for Bank Corporate Governance, 2003.

<sup>151</sup> (Roche, 2005).

<sup>152</sup> ACCA, 2002. Da: Roche, J. (2005) Corporate Governance in Asia.

<sup>153</sup> Tharman Shanmugaratnam, Singapore Minister of State for Trade and Industry, 2003.

- Organizzare conferenze e seminari sul governo societario e sull'informativa finanziaria, in modo indipendente o in collaborazione con le organizzazioni competenti.
- Produrre studi di casi che illustrino le questioni di corporate governance e di reporting finanziario pertinenti.

Nel 2003, il Financial Reporting Council (FRC) del Regno Unito ha pubblicato il nuovo "Combined Code". Questo si basava sulla proposta di revisione del Codice del 1998. I cambiamenti più significativi nel codice sono la definizione ampliata di indipendenza del direttore e un aumento della percentuale raccomandata di amministratori indipendenti da un terzo a una maggioranza del consiglio di amministrazione per le grandi società quotate.

In un colpo solo, il Codice di Singapore, che sin dalla sua fase embrionale ha tratto spunto dal framework britannico, è stato reso obsoleto dal nuovo Codice inglese. Come osservato dal Professor Mak della NUS, mentre il Codice di Singapore specifica che dovrebbe esserci una presenza forte ed indipendente nella componente non esecutiva del Consiglio, non viene fatta menzione specifica del ruolo che gli amministratori non esecutivi debbano avere nella partecipazione al consiglio di amministrazione per garantire una buona corporata governance, ad esempio nel contatto diretto con gli azionisti. In una certa misura le differenze possono essere spiegate dal fatto che, a differenza del Regno Unito, i principali azionisti a Singapore tendono ad essere famiglie o il governo stesso, e gli amministratori non esecutivi sono spesso legati a questi 'block-holder'.

La preoccupazione a Singapore è probabile che sia all'inverso- ossia che i principali azionisti abbiano una comunicazione diretta e un'influenza sui direttori non esecutivi. Mentre il Codice di Singapore raccomanda che il comitato di nomina decida se un amministratore - compreso un NED (non-executive director) - è in grado di svolgere adeguatamente le sue funzioni, il Codice del Regno Unito si spinge oltre e stabilisce che la responsabilità degli amministratori non esecutivi sia quella di impegnarsi anche ad avere tempo sufficiente per soddisfare quanto ci si aspetta da loro<sup>154</sup>.

Come osservato in precedenza la prassi più recente è che la maggioranza del consiglio di amministrazione sia composta da amministratori non esecutivi, mentre la prima versione del Codice di Singapore (2001) richiedeva che solo un terzo lo fosse. Un altro nuovo sviluppo nel codice combinato è che l'indipendenza degli amministratori dovrebbe ora includere l'indipendenza dai principali azionisti, oltre che dalla gestione. Questa definizione ampliata di indipendenza è adottata anche dai codici di governo societario in paesi come il Canada e la Malesia.

Nel 2005, un comitato di revisione è stato formato proprio con lo scopo di rivedere il codice di Singapore con lo scopo di aggiornare lo stesso ai frameworks internazionali. A parte l'introduzione del codice e le

---

<sup>154</sup> (Roche, 2005).

modifiche proposte, numerosi altri cambiamenti sono stati introdotti per rafforzare le pratiche di governance aziendale. Questi comprendono:

- Disposizioni per garantire l'istituzione di un consiglio di amministrazione efficace, comprese disposizioni sugli amministratori indipendenti e gli amministratori esecutivi, separazione dell'amministratore delegato e il presidente<sup>155</sup>, i diritti dei membri del consiglio di amministrazione, e un adeguato accesso alle informazioni;
- L'adozione di principi contabili internazionali;
- Miglioramento delle procedure di quotazione, con particolare attenzione alla divulgazione dell'informativa finanziaria e non finanziaria.

Il codice è stato riaggiornato anche il 2 maggio 2012.

Il 28 febbraio 2017 è stato istituito il Consiglio per la Corporate Governance per condurre una revisione completa del Codice. Il 6 agosto 2018 il Consiglio ha presentato le sue raccomandazioni al MAS, che ha accettato tutte le raccomandazioni e ha pubblicato un Codice rivista e una guida pratica di accompagnamento. Il Codice 2018 sostituisce il Codice emesso nel maggio del 2012. Il Codice 2018 si applica alle Relazioni Annuali relative agli esercizi a partire dal 1° gennaio 2019.

Il 12 febbraio 2019, MAS ha istituito il Corporate Governance Advisory Committee (CGAC) come organo permanente guidato dal settore per sostenere le buone pratiche di governo societario tra le società quotate a Singapore. La CGAC ha il compito di individuare i rischi attuali e potenziali per la qualità della corporate governance a Singapore e monitorerà le tendenze internazionali. La CGAC rivedrà anche la Guida pratica per chiarire il Codice di volta in volta e raccomanderà gli aggiornamenti del Codice<sup>156</sup>.

---

<sup>155</sup> Vedi sondaggio di p. 74 che si trova su: Roche J., (2005). Corporate Governance in Asia.

<sup>156</sup> [Code of Corporate Governance \(mas.gov.sg\)](https://www.mas.gov.sg/code-of-corporate-governance).



# CAPITOLO III

## 3.1 Le principali differenze tra Italia e Singapore

Le principali differenze tra questi due paesi sono molteplici e sono anche molto evidenti, come l'enorme distanza geografica che li separa. Possiamo porre questi due paesi e i cittadini che vi abitano ai poli opposti.

Da una parte l'Italia è situata nel mediterraneo, culla di civiltà di popoli antichi che nella storia millenaria di questo paese hanno lasciato il segno, e che oggi, seppur negli ultimi decenni è stato uno dei paesi ad accusare maggiormente le crisi economiche occidentali, è un paese tra i più importanti dal punto di vista economico e politico in Europa, essendo l'ottava potenza economica mondiale<sup>157</sup>. L'Italia conta circa 59 milioni di abitanti e viene così descritta dal Fondo Monetario Internazionale: "L'Italia è l'ottavo esportatore mondiale, con il 59% dei suoi scambi commerciali con altri paesi dell'Unione Europea. Prima della Seconda guerra mondiale, l'Italia era principalmente un'economia agricola e ora si è trasformata in una delle nazioni più avanzate del mondo. Seppur ha un tasso di disoccupazione del 9,2% e un debito pubblico che copre il 140% del suo PIL, l'Italia è il secondo più grande esportatore nell'Unione europea, dopo la Germania, e ha un significativo surplus commerciale proveniente dall'esportazione di macchinari, veicoli, cibo, abbigliamento, beni di lusso e altro ancora."<sup>158</sup>

Singapore, invece, è una piccola città Stato asiatica, situata a Sud delle foreste pluviali del Borneo che conta 5,6 milioni di abitanti. La sua storia è di recente costruzione, essendo una democrazia che ha appena compiuto cinquanta anni di età e molto diversa dalle democrazie occidentali, con la presenza di due soli partiti e una fazione politica che non ha mai perso il potere, il PAP. Singapore ha sempre subito il fascino occidentale, in particolare quello statunitense e della Corona britannica, di cui è stata colonia distaccata per molto tempo, ma è fortemente influenzata dalla cultura orientale e cinese. Sia chiaro, i singaporiani non sono cinesi e le nuove generazioni non amano sentirselo dire, ma la maggioranza della popolazione proviene dalla Cina ed è arrivata da poche generazioni (tre al massimo) a seguito della diaspora cinese di fine '800. Negli ultimi decenni ha fatto della tecnologia la sua fonte di sviluppo principale, diventando una delle metropoli più moderne del globo, e, accentrando risorse finanziarie grazie alle politiche fiscali convenienti, è diventata

---

<sup>157</sup> [International Monetary Fund: World Economic Outlook Database April 2019.](#)

<sup>158</sup> Ibidem.

anche una delle borse finanziarie più importanti dell'Asia e non solo. È diventata una incubatrice per start-up e sede regionale di moltissime multinazionali in vari settori, concentrando così moltissimi milionari. Secondo alcuni dati vi sono quasi cento milionari ogni mille abitanti<sup>159</sup>, più che a Montecarlo o Lussemburgo, con un PIL pro-capite di 67.360,00\$<sup>160</sup>, secondo dato più grande al mondo, dietro solo alla Svizzera.

Nonostante la lontananza geografica, Singapore è un attore economico molto importante per l'Unione europea, come ricorda nel suo contributo Mauro Petriccione, vicedirettore generale della Direzione generale per il Commercio della Commissione europea<sup>161</sup>. Il 62% dello stock di investimenti tra Ue e paesi Asean (Associazione delle Nazioni del Sud-est asiatico ndr.) è rappresentato da Singapore, che è il terzo investitore asiatico nella Ue. Circa 10mila aziende europee sono oggi presenti a Singapore. L'Italia ha numeri molto ridotti: delle 421 aziende che hanno investito nei 10 paesi Asean, 118 hanno scelto la città-Stato. Nel 2015 l'Italia ha esportato a Singapore beni per 1.964 milioni di euro, lo 0,5% dell'export nazionale.

Una delle aziende che maggiormente approfondisce i rapporti che intercorrono tra Italia e Singapore è STMicroelectronics, società che già nel 1970, quando la democrazia singaporiana era appena nata e le truppe inglesi non avevano totalmente abbandonato il territorio. STMicroelectronics è uno dei più grandi produttori mondiali di microprocessori e componenti elettronici nel campo dell'elettronica di consumo (computer e telefonia), del settore automotive e anche di quello industriale. La società fa parte del gruppo italo-francese ST Holding.

In generale, dato l'alto livello di sviluppo tecnologico e l'ambiente favorevole alla crescita del settore dell'elettronica di consumo e ingegneristica, le società italiane di sviluppo elettronico, come quelle specializzate in produzione di sensori e soluzioni ingegneristiche, sono quelle che guardano più ad Oriente e che, soprattutto negli ultimi anni, stanno cominciando ad investire su Singapore, come descritto da Romeo Orlandi nel suo libro 'Italia e Singapore. Le differenze che avvicinano'.

Tra queste società c'è anche Gefran, società di eccellenza tecnologica 'made in Italy' il cui General Manager della regione del Sud-est e Nord-est asiatico è Giuseppe Di Lieto, che durante la mia esperienza di studio nella città ho avuto la fortuna e l'opportunità di conoscere. Gefran è una società che si occupa proprio dello sviluppo di sensori e altri strumenti per monitorare i processi industriali ed è quotata al SGX (Singapore Exchange Market, borsa di Singapore).

Oltre alle differenze geografiche, storiche, culturali e politiche, lo scopo dello studio sarà, da una parte, paragonare e capire le maggiori differenze che contraddistinguono queste due economie, con un particolare

---

<sup>159</sup> [Singapore: millionaires numbers | Statista.](#)

<sup>160</sup> [PIL PRO CAPITE - ELENCO DEI PAESI \(tradingeconomics.com\).](#)

<sup>161</sup> [«Italia e Singapore. Le differenze che avvicinano»: i segreti della città-Stato in un volume - Il Sole 24 ORE.](#)

riguardo alle regole di corporate governance delle società quotate nei due diversi paesi, e dall'altra, capire se esistono similitudini tra due “mondi” così apparentemente diversi.

Per poter fare ciò ci serviremo di una tabella riassuntiva (FIGURA 3.1) che evidenzia le principali variabili su cui effettueremo questo parallelismo.

<b>PRATICHE DI CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>SINGAPORE</b>	<b>ITALIA</b>
COMPOSIZIONE DEL CDA E INDIPENDENZA	Presenza di un mix di membri indipendenti e manageriali. Solitamente un maggior numero di membri indipendenti. Non sono pochi i casi in cui CEO e Chairman sono la stessa persona.	Spesso dominato da membri indipendenti. Inclusione di rappresentanti dei principali azionisti e manager. In generale, percentuali molto alte di adesione alle raccomandazioni del Codice.
BOARD DIVERSITY E GENDER GAP	Solo il 41% delle società dichiara di avere una policy in materia di <i>Board diversity</i> . Una parte considerevole di esse, non ha nominato nemmeno una donna all'interno del Consiglio.	Anche grazie alle direttive UE la percentuale di donne all'interno dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo è molto alta.
QUESTIONI DI REMUNERAZIONE	Trasparenza nella struttura della retribuzione dei dirigenti e dei correlati. Coinvolgimento del comitato per le retribuzioni.	Maggiore attenzione alla retribuzione dei dirigenti negli ultimi anni. Crescita della regolamentazione e del coinvolgimento degli azionisti nella politica retributiva.
SOSTENIBILITA' E OBIETTIVI ESG	Singapore si mantiene all'interno di range percentuali più alti rispetto alle medie europee e nordamericane in materia di ESG	È crescente la percentuale di società che collegano la componente variabile della remunerazione degli ammin.tori ad obiettivi ESG. Restano ancora frequenti i casi in cui gli obiettivi sono descritti in maniera generica.
CONTROLLO INTERNO E RISCHIO	In materia di audit l'applicazione delle raccomandazioni del Codice di CG è alta, mentre rimane bassa la percentuale di società che forniscono spiegazioni dettagliate circa la mitigazione del rischio.	Le società italiane, anche a seguito di recenti scandali finanziari, pongono un'attenzione sempre crescente ai temi del controllo interno e del rischio, con un dato molto alto di applicazione del Codice emesso dal Comitato di CG.

FIGURA 3.1. Tabella riassuntiva delle pratiche di Corporate Governance adottate dal campione italiano e singaporiano.

FONTE: PRODUZIONE PERSONALE

Ognuna di queste variabili verrà discussa principalmente tenendo in considerazione le evidenze empiriche fornite dalle relazioni annuali del 2022 redatte dal Comitato italiano Corporate Governance per la borsa

italiana, in cui il campione di riferimento è composto da tutte le società italiane quotate sul mercato principale (Euronext Milan gestito da Borsa Italiana) che dichiarano di aderirvi<sup>162</sup>, e KPMG per conto di Sgx Group per la borsa di Singapore, in cui vengono studiate 585 società quotate delle 640 totali quotate sul mercato borsistico di Singapore (SGX).

Per quanto riguarda l'*executive summary* sugli highlights della Corporate Governance (CG) 2022 a Singapore, esso comincia con delle notizie e dati positivi che rappresentano il maggiore interesse sul tema della CG, soprattutto in seguito al fenomeno del COVID-19. Infatti, l'indice 'Singapore Governance and Transparency Index (SGTI), che misura l'andamento dell'adozione delle pratiche di CG che adottano le aziende per garantire trasparenza e disclosure, è aumentato di due punti raggiungendo quota 70,6 e sfondando la quota dei 70 punti base mai raggiunta prima. I dati che maggiormente hanno inciso sull'aumento dell'indice sono stati: Interazione tra le comunità, sicurezza per i clienti ed investitori, e infine, sicurezza per gli impiegati<sup>163</sup>.

Passiamo ora ai campi della tabella create, analizzando ed evidenziando i dati salienti per ciascuno di essi.

### **Composizione del consiglio e indipendenza:**

La Disposizione 2.2 del Codice CG di Singapore raccomanda che laddove il presidente del Consiglio di amministrazione non sia indipendente, almeno la metà del board deve comprendere amministratori indipendenti. La quota delle società quotate che non hanno un presidente indipendente è ancora alta ma è scesa dal 78% del 2021 al 67% nell'anno successivo<sup>164</sup> rispetto al campione in analisi. Di queste, il 64% (anche questo dato in crescita rispetto ai passati anni) ha assunto un Lead Independent Director (LID). In particolare, in 40 società il presidente era un amministratore indipendente e anche LID. In 19 il Consiglio, che era composto per intero da amministratori non esecutivi, ha nominato un amministratore indipendente come suo Presidente.

La disposizione 3.1 raccomanda che il CEO e il Chairman (Presidente) siano due figure separate per assicurare un bilanciamento dei poteri. Il 24% delle società dichiara di rientrare all'interno di questa casistica, mentre il 67% dichiara di non avere un Presidente indipendente.

Il 93% delle società hanno nominato un Comitato di nomina e il 41% di questo hanno un Comitato che è al tempo stesso Comitato per la remunerazione e Comitato di nomina. Meno di dieci società dichiara di non avere nessuno dei due comitati esistenti all'interno del consiglio. La dimensione media dei CdA è di 6 membri, con un massimo di 17 e un minimo di 2.<sup>165</sup>

---

<sup>162</sup> Esse rappresentano il 95% del totale delle società italiane con azioni quotate su Euronext Milan con un peso pari al 99% della capitalizzazione complessiva delle società italiane quotate.

<sup>163</sup> [CGS-SGTI-Corporate-Governance-Highlights-2022.pdf \(nus.edu.sg\)](https://nus.edu.sg/cgs-sgti-corporate-governance-highlights-2022.pdf)

<sup>164</sup> [SGX Corporate Governance Code Disclosure Survey Report \(kpmg.com\)](https://kpmg.com/singapore/insights/corporate-governance/sgx-corporate-governance-code-disclosure-survey-report).

<sup>165</sup> Ibidem.

Per quanto riguarda l'Italia: "È raro che le società non seguano le raccomandazioni del Codice in materia di composizione del CdA: nel 99% dei casi, i consigli di amministrazione o di sorveglianza (nelle società a sistema dualistico) hanno un adeguato numero di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti. Nei rari casi di non compliance, dovuti all'insufficienza del numero degli amministratori indipendenti, la società spiega di ritenere adeguato il numero degli indipendenti; in un solo caso lo scostamento appare dovuto a ragioni transitorie."<sup>166</sup> La raccomandazione del codice (Raccomandazione 5) identifica le soglie di indipendenza ad almeno due amministratori indipendenti nel consiglio, diversi dal presidente; la quota sale ad almeno un terzo nelle società grandi a proprietà concentrata e ad almeno la metà nelle società grandi.

La presenza di un presidente esecutivo è molto frequente (59% del totale delle società censite): nel 27% dei casi si tratta di società con un presidente del consiglio che è anche il principale responsabile della gestione (presidente-CEO), mentre in un ulteriore 32% delle società il presidente del consiglio di amministrazione è esecutivo, ma non coincide con il CEO (presidente esecutivo)<sup>167</sup>.

Nel caso in cui il Presidente del CdA sia anche CEO o l'azionista di controllo della società, il Codice raccomanda la nomina di un LID. Il 42% delle società dichiara l'esistenza di una o di entrambe le situazioni sopra indicate. Tra le poche società che non risultano in linea con la raccomandazione del Codice, tutte di minori dimensioni, la maggior parte (73%) ha fornito una spiegazione per la mancata nomina di tale figura, sottolineando in taluni casi il ruolo di raccordo e coordinamento assicurato dai presidenti dei comitati consiliari e dal presidente del consiglio di amministrazione<sup>168</sup>.

Il comitato per le remunerazioni è presente nel 96% delle società che aderiscono al Codice, che si riunisce con una media di 6,1 volte all'anno, e in solo quattro casi il Comitato per le nomine e per le remunerazioni è racchiuso in unico organo endoconsiliare. Per quanto riguarda il Comitato controllo e rischi, questo è formato nel 97% delle società facenti parte il campione, e, nel caso delle società che non lo hanno istituito, viene sempre data una spiegazione relativa alla semplificazione del funzionamento del consiglio.

Un dato importante da segnalare in termine di indipendenza è il fenomeno della disapplicazione di uno o più criteri di indipendenza proposti nel Codice. Il criterio maggiormente considerato in questa analisi è quello della carica ultra-novennale per la quale un amministratore dovrebbe perdere il suo status di amministratore indipendente. Il 18% delle società disapplica questo o più criteri o ha valutato l'indipendenza in maniera sostanziale pur in presenza di indici di non indipendenza.

In generale l'87% del campione societario ha risposto ritenendo congruo il preavviso con il quale circolare le informazioni pre-consiliari.<sup>169</sup>

---

<sup>166</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#), 2022 Comitato per la Corporate Governance.

<sup>167</sup> Assonime-Emittenti Titoli 2022.

<sup>168</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#), 2022 Comitato per la Corporate Governance.

<sup>169</sup> Ibidem.

## Board diversity e gender gap:

A Singapore, il 41% delle società dichiara di avere una Board Diversity Policy (PDB), senza però specificare che tipo di target ha in materia di eguaglianza, mentre l'80% menziona il gender gap all'interno della propria relazione finanziaria, ma di esse oltre il 34% non ha nominato alcuna donna all'interno del Consiglio come amministratore. Tra queste, molte non hanno indicato una spiegazione per la quale non sono stati *compliant* con la raccomandazione del codice.

Anche tra quelle che hanno fornito una spiegazione o che attestano di seguire una policy in materia, nessuna delle *disclosure* sul tema della *Board diversity* sembra riflettere lo spirito del Codice di CG.

È importante condividere come i manager delle società singaporiane hanno risposto al quesito sulle cosiddette 'quote rosa' all'interno dei consigli. Ossia, gli è stato chiesto se supportassero le quote vincolanti per promuovere la diversità di genere e la risposta come riportata in FIGURA 3.1.2 è stata chiaramente negativa.

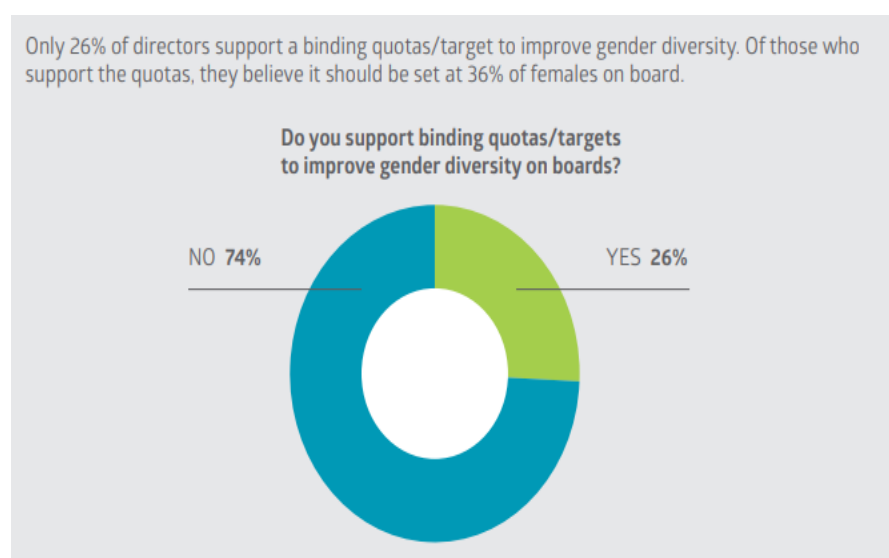


FIGURA 3.1.2. Sondaggio effettuato da KPMG sulle quote rosa nei consigli di amministrazione delle società quotate nella borsa di Singapore.

FONTE: [SGX Corporate Governance Code Disclosure Survey Report \(kpmg.com\)](https://www.kpmg.com/au/issuesandinsights/articlespublications/2022/08/sgx-corporate-governance-code-disclosure-survey-report).

In Italia la situazione appare molto diversa anche in relazione alle recenti direttive comunitarie dell'unione Europea. Nel giugno 2022, l'UE ha comunicato che in tutti i 27 paesi membri le donne prenderanno posto almeno nel 40% dei Consigli come membri non esecutivi entro il 2026<sup>170</sup>.

Questi dati sono perfettamente in linea con la realtà italiana, in cui vi è una quasi perfetta distribuzione dei posti di lavoro tra i due sessi (99%), ma questa percentuale scende nel caso di cariche dirigenziali. Nei

<sup>170</sup> [EU agrees 'landmark' 40% quota for women on corporate boards | Women in the boardroom | The Guardian](https://www.theguardian.com/world/2022/jun/22/eu-agrees-40-percent-quota-for-women-on-corporate-boards).

consigli di amministrazione, considerando il FTSE MIB, 27 società su 33 (82%) presentano almeno 4 donne in consiglio (nel 2015 solo 9 società su 34, pari al 24%). Mentre ancora emerge una sostanziale differenza nel *gender pay gap*, in cui anche l'informativa sul tema nelle grandi società è del 49% e scende addirittura al 22% per le piccole. In generale, le dipendenti donne guadagnano circa l'89% di quanto guadagnano i loro pari ruolo di sesso maschile.

A fine 2022, per effetto dell'applicazione delle norme che riservano una quota dell'organo sociale al genere meno rappresentato, la presenza femminile ha raggiunto il 43% degli incarichi di amministrazione e il 41% di quelli di componente dell'organo di controllo<sup>171</sup>. In linea con le tendenze osservate negli anni precedenti, a fine 2022, le donne ricoprono il ruolo di amministratore delegato in 17 società di piccole dimensioni (rappresentative del 2,1% della capitalizzazione di mercato) e presiedono l'organo amministrativo di 32 emittenti di più elevate dimensioni (rappresentativi del 27,4% della capitalizzazione complessiva); entrambi i dati mostrano un lieve incremento rispetto all'anno precedente (+1 amministratore delegato, +2 presidenti). Circa tre donne su quattro si qualificano come consiglieri indipendenti e una donna su dieci è stata nominata dai soci di minoranza in applicazione del voto di lista<sup>172</sup>.

Infine, i dati confermano che le donne sono titolari di più di un incarico di amministrazione con maggior frequenza rispetto agli uomini, come discusso precedentemente al capitolo 1.5, pp. 37.

### **Questione di remunerazione**

Nel caso delle società quotate a Singapore, il 93% dichiara di aver istituito un Comitato per la Remunerazione (CR) e il 7% dichiara di avere un Comitato combinato per la remunerazione e per la nomina. La disposizione 8.2 raccomanda di fornire all'interno delle relazioni per la CG i nominativi le remunerazioni degli impiegati che sono azionisti di maggioranza della società o che sono membri della famiglia di un membro del CdA. Rispettivamente: il 97% delle società fornisce i nomi dei soggetti correlati a CEO e altri membri del board; e il 73% fornisce le remunerazioni di questi soggetti<sup>173</sup>.

Il 94% delle società rispettano la raccomandazione del Codice per la quale è richiesto che all'interno del CR vi siano almeno 3 amministratori non esecutivi.

Nonostante le percentuali di compliance con il Codice in tema di *remuneration* siano positive, resta negativo il dato sulle società che forniscono disclosure sul rapporto tra emolumenti e performance in termini di creazione di valore dei singoli amministratori/manager. Le società quasi mai forniscono un rapporto su come vengono misurati i risultati degli amministratori esecutivi e solo 23 società hanno dichiarato di usare un

---

<sup>171</sup> [33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43 \(consob.it\)](https://www.consob.it). Relazione 2022.

<sup>172</sup> Ibidem.

<sup>173</sup> [SGX Corporate Governance Code Disclosure Survey Report \(kpmg.com\)](https://www.kpmg.com).

sistema basato sulla *Balance Scorecard*<sup>174</sup> che dichiara gli obiettivi da raggiungere nel medio-lungo periodo.

In Italia, come ribadito precedentemente nel paragrafo sulla composizione consiliare, il comitato per le remunerazioni è costituito nel 96% delle società che aderiscono al Codice<sup>175</sup> e le società che non hanno costituito tale comitato hanno fornito una spiegazione che possa spiegare il motivo per il quale il ruolo dello stesso sia affidato all'intero Consiglio o a un insieme di amministratori indipendenti non riuniti in comitato.

La composizione di questi comitati, nel 97% dei casi<sup>176</sup>, è in linea con le raccomandazioni del Codice che prevedono la maggioranza di amministratori indipendenti e, nel 3% rimanente, solo in una piccola parte (5%) di società non vi è alcuna spiegazione per la quale la mancata applicazione è giustificata dalla presenza di amministratori con competenze in merito di remunerazione.

Il Codice si impegna nel predisporre politiche per la remunerazione funzionali al perseguimento del successo sostenibile. In queste raccomandazioni rientra la disposizione per la quale la compensazione del top management dovrebbe sempre includere una componente variabile, rappresentando una parte significativa della remunerazione complessiva, e che sia collegata in parte significativa ad obiettivi di performance predeterminati, misurati e legati a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo (raccomandazione 27)<sup>177</sup>. L'88% delle società aderenti prevedono la corresponsione di una componente variabile per la remunerazione degli amministratori esecutivi. Con riferimento alla raccomandazione 27, si nota che nel 67% dei casi la remunerazione variabile è associata a obiettivi di medio-lungo termine; soltanto a obiettivi di breve termine nel 19% dei casi; nella restante percentuale dei casi, la politica per la remunerazione non prevede una componente variabile.

### **Sostenibilità e Obiettivi ESG.**

I fattori ambientali, sociali e di governance (ESG, *Environmental, Social and Governance*) adesso sono diventati delle pratiche di business cruciali per il raggiungimento del successo e della sostenibilità di medio-lungo termine. Le migliori 100 compagnie per rendimento della borsa di Singapore hanno migliorato il loro “*sustainability reporting rate*” (SRR) al 100% nel 2022, comparati al 19% del 2020. Questo tasso indica la percentuale di dichiarazione completa in materia di fattori ESG. Questo dato è maggiore della media globale che si attesta al 79%<sup>178</sup>. I fattori per i quali le società quotate su SGX hanno over performato in termini di punteggio di SRR sono in particolare: target sulle emissioni di carbonio e numero di società che applicano

---

<sup>174</sup> E' uno strumento di sorveglianza strategica che traduce le strategie competitive adottate dal Board, in indicatori che bilanciando i fattori di cui sono composti.

<sup>175</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#).

<sup>176</sup> Ibidem.

<sup>177</sup> Ibidem.

<sup>178</sup> [Singapore's top 100 companies outperform the global ave - KPMG Singapore.](#)



indici di sostenibilità alle compensazioni dei propri amministratori, come si può vedere nella FIGURA 3.1.3 e FIGURA 3.1.4.

Key data points	Global average	Singapore results
ANNUAL REPORT (number of companies that include ESG/Sustainability information in their annual report)	60%	68% Medium/High
INTEGRATED REPORT (number of companies that state that it follows the International Framework)	22%	9% Medium/High
ASSURANCE (number of companies that seek assurance for their ESG/Sustainability information)	47%	26% Medium/Low
MATERIALITY (number of companies that identify material topics)	71%	100% High
SDG (number of companies that identify specific Sustainable Development Goals (SDGs) it considers most relevant to the business)	71%	69% Medium/High
CARBON TARGET (number of companies that report carbon reduction targets)	71%	78% High

FIGURA 3.1.3. Risultati raggiunti dalle società di Singapore in termini di punteggio medio SRR per fattori chiave rispetto alla media globale.

FONTE: [Singapore's top 100 companies outperform the global ave - KPMG Singapore.](#)

Key data points	Global average	Singapore results
CLIMATE RELATED RISK (number of companies that acknowledge climate change as a financial risk to business)	46%	49% Medium/High
SOCIAL RELATED RISK (number of companies that acknowledge social elements as a financial risk to business)	43%	34% Medium/High
GOVERNANCE RELATED RISK (number of companies that acknowledge governance elements as a financial risk to business)	41%	41% Medium/High
GOVERNANCE (number of companies with dedicated member of the Board and/or leadership team responsible for sustainability)	34%	35% Medium/High

FIGURA 3.1.4. Risultati raggiunti dalle società di Singapore in termini di punteggio medio SRR per fattori chiave rispetto alla media globale.

FONTE: [Singapore's top 100 companies outperform the global ave - KPMG Singapore.](#)

Questi dati psotivi sono stati raggiunti grazie alla persecuzione di alcuni iniziative quali: revisione di tasse sulle emissioni di carbonio, incentivi per le imprese che adottano politiche “green” e per l’implementazione di tecnologie che facilitano il raggiungimento di target sostenibili.

Per quanto riguarda le società italiane, nel 2022, il dato sui casi di compensazioni degli amministratori legati a obiettivi ESG è in netto aumento e si attesta al 74% delle società campione, rispetto al 15% del 2019<sup>179</sup>. Tuttavia, la qualità di questi obiettivi varia di caso in caso. Circa il 32% delle società ha posto degli obiettivi chiari di natura sociale, tra cui obiettivi di salute e sicurezza sul lavoro, sulla scelta sostenibile nella catena di fornitura o per obiettivi di welfare, inclusa la già citata *gender diversity*; mentre, più del 60% delle società ha posto obiettivi generici di “ESG” e di sostenibilità che non rispondono ai criteri di misurabilità che sono presenti sul Codice. Sussiste, dunque, una consistente area di miglioramento.

L'utilizzo di parametri ESG è correlato soprattutto alla grandezza e all'identità dell'azionista di riferimento: in particolare, obiettivi ESG sono utilizzati più spesso da società grandi (85%), pubbliche e widely held (circa 75%) e meno da quelle piccole (42%) o familiari (45%).<sup>180</sup>

### **Controllo interno e Rischio.**

La disposizione 9.1 del Codice di CG di Singapore prevede che il Board debba determinare la natura e la misura del rischio che la compagnia è disposta ad assumere nel perseguimento dei propri obiettivi strategici. Lo stesso deve istituire un Comitato per il Rischio o, se lo ritiene necessario, creare un Board separato (*Separate Board Risk*) che assolva il ruolo. L'88% delle società campione hanno risposto al sondaggio di KPMG dichiarando che il proprio Board determina la natura e la misura del rischio significativo; mentre, il 9% di queste ha dichiarato che è stato costituito un *Separate Board Risk*, e il restante 91% hanno delegato questo ruolo ad un *Audit Committee* (Comitato per il Controllo Interno)<sup>181</sup>.

In particolare, l'82% delle società hanno istituito un Comitato di Audit e il restante 18% ha istituito un Comitato per il Controllo Interno e il Rischio (*Audit & Risk Committee*). Dunque, pur variando la riorganizzazione interna tra le varie emittenti, nella totalità delle società vi è un Comitato che dovrebbe assumere il ruolo richiesto dal Codice.

Volendo esaminare la qualità della disclosure di questi organi, solo il 28% delle società ha fornito una descrizione dettagliata sulla mitigazione dei rischi, oltre che alla natura degli stessi.

Inoltre, la Listing Rule 1207 del Codice di CG del 2018 impone ai Board delle società quotate di commentare l'adeguatezza e l'efficienza del sistema di Controllo Interno dell'emittente. Questa regola è seguita da almeno il 98% delle società quotate.

In Italia il Codice raccomanda alla raccomandazione 32 di attribuire al CEO la responsabilità dell'istituzione e del mantenimento del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Nel caso in cui tale incarico sia

---

<sup>179</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#).

<sup>180</sup> FIN-GOV 2022, p. 52-53, in particolare la Figura 28.

<sup>181</sup> [SGX Corporate Governance Code Disclosure Survey Report \(kpmg.com\)](#).

attribuito ad altro amministratore il Codice invita a motivare adeguatamente la scelta nella relazione sul governo societario.

L'81% delle società ha incaricato il CEO come raccomandato dal Codice, nel 16% dei casi tale carica è stata attribuita ad un amministratore esecutivo diverso dal CEO, mentre nel restante 3% dei casi tali funzioni sono attribuite a un amministratore non esecutivo<sup>182</sup>.

Per quanto riguarda l'istituzione di un Comitato controllo e rischi, questo è istituito nel 97% delle emittenti, e come già ribadito, nei pochi casi in cui questo non avviene, vi è una spiegazione che giustificerebbe l'assenza con una maggiore fluidità e semplificazione del funzionamento del consiglio. Nel 96% dei casi i comitati seguono la composizione raccomandata dal Codice, per la quale la totalità degli amministratori che compongono il Comitato deve essere non esecutivo e a maggioranza indipendente. Il Comitato controllo e rischi, in Italia, si riunisce con una media di 9,4 volte all'anno<sup>183</sup>.

I dati riportati dal Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022, evidenziano che, per le società che adottano un sistema di CG tradizionale, e che quindi hanno istituito un collegio sindacale, la dimensione media è di 3.1 membri collegiali e questo si riunisce con una media 15.2 volte l'anno (dato costantemente in crescita: 11.5 nel 2011; 14.1 nel 2019; e 15.0 nel 2020).

## 3.2 I casi studio

Nel confronto tra questi due paesi e i loro sistemi di CG è fondamentale ritrovare un riferimento diretto e un relativo paragone tra due società quotate rispettivamente sulla borsa di Singapore, SGX, e su quella di Milano. Per poter fornire un termine che sia il più attendibile possibile, confronteremo due società che operano nello stesso settore e che si possano sovrapporre il più possibile anche per la natura e la composizione degli assetti proprietari.

Una volta individuate e introdotte le due società protagoniste del confronto, analizzeremo la composizione dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo interno, l'applicazione delle raccomandazioni dei rispettivi Codici, e infine effettueremo una breve analisi sulla performance finanziaria delle due emittenti.

Il settore in cui entrambe le società operano è quello dei trasporti, infatti, la società di riferimento italiana è Ferrovie dello Stato Italiane (FS) S.p.a. e, invece, dall'altra parte la società campione è Singapore Airlines. Oltre ad operare nello stesso settore, seppur rispettivamente la prima si occupa di trasporti ferroviari e la

---

<sup>182</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#).

<sup>183</sup> [rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](#).

seconda di trasporti aerei, entrambe le società sono contraddistinte da una componente pubblica significativa all'interno dell'assetto proprietario.

Nei prossimi paragrafi discuteremo nel dettaglio le due società.

### 3.2.1 Caso studio I: Ferrovie dello Stato Italiane S.p.a.

Ferrovie dello Stato Italiane è un'impresa pubblica controllata dal Governo italiano tramite il Ministero dell'economia e delle finanze che possiede l'intero capitale sociale. La società assume la veste di una holding in forma di società per azioni e controlla diverse importanti società del tessuto economico italiano, tra le più importanti: Anas, Trenitalia, Rete Ferroviaria Italiana e FS Sistemi Urbani.

L'attività principale è quella dei trasporti (Trenitalia, Ferrovie del Sud Est e Servizi Automobilistici, Busitalia Sita Nord), ma tramite la direzione strategica dell'intero gruppo, eroga anche altri tipi di servizi ed è attiva nel segmento delle infrastrutture (Anas Spa e RFI) e in quello immobiliare.

Dalla relazione finanziaria annuale 2022 si evince che: “La struttura di Corporate Governance di FS SpA e delle principali controllate è articolata secondo il sistema tradizionale: l'Assemblea dei Soci nomina un Consiglio di Amministrazione, cui compete la gestione (il CdA di FS SpA è attualmente composto da sette amministratori) e un Collegio Sindacale, cui compete il controllo (il Collegio Sindacale di FS SpA è composto da tre sindaci effettivi e due supplenti).”<sup>184</sup>

Secondo le regole statutarie, il CdA è composto da un numero compreso tra un minimo di tre e un massimo di nove componenti. “Con delibera dell'Assemblea del 26 maggio 2021 è stato nominato il Consiglio di Amministrazione per il triennio 2021- 2022-2023”<sup>185</sup>, il quale è composto da:

- Nicoletta Giadrossi (Presidente del CdA);
- Luigi Ferraris (Amministratore Delegato);
- Pietro Bracco;
- Stefano Cuzzilla;
- Alessandra Bucci;
- Riccardo Barbieri Hermitte;
- Paola Gina Maria Schwizer.

---

<sup>184</sup> [2022 Relazione finanziaria annuale FS.pdf \(fsitaliane.it\)](#). Relazione finanziaria annuale 2022, Gruppo FS.

<sup>185</sup> Ibidem.

“Come valutato dallo stesso CdA nella seduta consiliare del 6 aprile 2023”<sup>186</sup>, il requisito di indipendenza risulta essere idoneo in quattro dei sette componenti del Board. All’interno dello stesso si compongono due comitati: il Comitato per la Governance, le nomine e la remunerazione e il Comitato controllo, rischi e sostenibilità.

Per quanto riguarda la Board *diversity*, come possiamo vedere in FIGURA 3.2 è così rappresentata all’interno della relazione finanziaria annuale 2022:

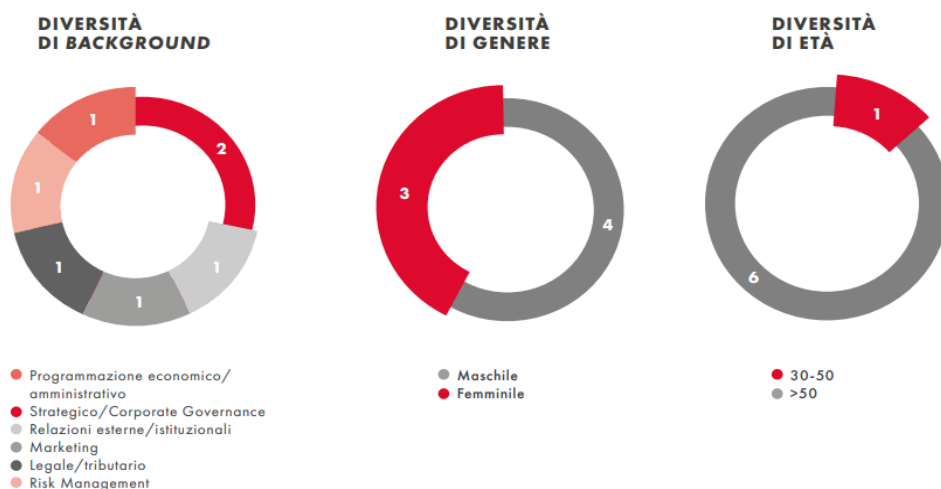


FIGURA 3.2. Board *diversity* nel Consiglio di Amministrazione del Gruppo FS.

FONTE: Relazione Finanziaria Annuale 2022 Gruppo FS. [2022 Relazione finanziaria annuale FS.pdf \(fsitaliane.it\)](https://www.fsitaliane.it/2022-Relazione-finanziaria-annuale-FS.pdf).

Dunque, la diversità di genere richiesta e raccomandata dal Codice all’interno dei CdA, all’interno del Gruppo FS è rispettata, in quanto 3/7 dei componenti sono donne e i restanti 4/7 sono uomini. Così come è rispettata la diversità di background secondo la quale è richiesto che gli amministratori siano esperti in settori diversi tra loro e complementari al fine di raggiungere un funzionamento efficace e completo dell’organo.

Lo Statuto descrive le modalità di nomina del Collegio Sindacale. Questo è nominato dall’assemblea ed è composto da tre membri effettivi, inoltre, l’Assemblea è chiamata a nominare due sindaci supplenti.

L’organo di controllo è così composto:

- Rosalba Cotroneo (Presidente);
- Sergio Duca;
- Marino Marrazza;

<sup>186</sup> Ibidem.

- Letteria Dinero e Francesco Tulimieri (sindaci supplenti).

La composizione del Collegio segue quanto descritto nello Statuto: “La composizione del Collegio deve garantire l’equilibrio tra i generi in modo che il genere meno rappresentato ottenga almeno un membro effettivo e un membro supplente...”<sup>187</sup>, invece, per quanto riguarda le competenze, un sindaco risulta essere dirigente del Ministero dell’economia, e anche i due sindaci supplenti risultano essere due dipendenti dello stesso Ministero ed iscritti nel Registro dei revisori legali dei conti. Nel 2022, il Collegio si è riunito undici volte e la presenza media dei partecipanti è stata del 100%. La funzione di Audit e Risk management è affidata al Chief Audit Officer, nella persona di Romiti Sergio.

Per quanto riguarda le questioni sulla remunerazione: L’Amministratore Delegato percepisce una remunerazione composta da una parte fissa e da una parte variabile, collegata ad obiettivi target specifici decisi dal Consiglio stesso su proposta del Comitato per la Governance, le Nomine e la Remunerazione.

I compensi del Presidente e degli altri membri del Consiglio sono stabiliti dall’Assemblea, anche se questi non sono presenti nella tabella all’interno della relazione annuale in cui figurano esclusivamente i compensi dell’AD (fissa e variabile) e della Presidente. Non vi sono particolari riferimenti al collegamento tra remunerazione e obiettivi in materia di politiche ESG.

Tuttavia, all’interno della stessa relazione sono riportate le attenzioni del gruppo nell’ottenere obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale. Si cita: “siamo particolarmente fieri di quanto ottenuto dall’applicazione della Tassonomia Europea alle nostre attività: sono “eco-sostenibili” l’84,2% delle nostre spese in conto capitale, il 60,6% dei nostri ricavi e il 44,5% dei nostri costi operativi.”<sup>188</sup> E ancora, il gender gap: “si è ridotto a tutti i livelli di inquadramento professionale e, a livello dirigenziale, il numero di donne ha finalmente superato il 25%”<sup>189</sup>.

Ci sono ancora molte aree di miglioramento, in quanto ad esempio non vi sono, ad esempio, particolari riferimenti specifici delle attività sostenibili in cui il Gruppo è direttamente coinvolto attualmente. Diversi sono, però, i riferimenti agli obiettivi futuri, con orizzonte riferito all’anno 2026, in cui, ad esempio, il Gruppo punta a selezionare e valutare tutti i fornitori della catena in base ai criteri del framework ESG.

---

<sup>187</sup> 2022\_Relazione\_finanziaria\_annuale\_FS.pdf (fsitaliane.it).

<sup>188</sup> Ibidem.

<sup>189</sup> Ibidem.

## 3.2.2 Caso studio II: Singapore Airlines

Singapore Airlines è la compagnia aerea di bandiera della Repubblica di Singapore. Il Gruppo Singapore Airlines racchiude più di 20 sussidiarie, di cui la maggior parte coinvolte nel settore aeromobile del Sud-est asiatico, tra cui Scoot, compagnia aerea impegnata nel settore dei voli low-cost. Il principale azionista è Temasek Holding, società di investimenti posseduta dal governo di Singapore che detiene il 56% delle azioni, mentre il restante 44% delle azioni è detenuto direttamente dal governo. Inoltre, dal 2000, la compagnia è entrata a far parte dell'alleanza più grande al mondo, Star Alliance, con sede a Francoforte<sup>190</sup>.

All'interno del *Board of Directors* ritroviamo 11 amministratori di cui un Presidente e un CEO. L'organo del Gruppo è così composto<sup>191</sup>:

- **Peter Seah Lim Huat (Presidente)**, che è anche presidente di un'importante istituzione finanziaria del Sud-est asiatico con sede a Singapore, DBS Bank. Il Presidente risulta onorare i requisiti di indipendenza e non è esecutivo.
- **Goh Choon Phong (CEO)**, con un'esperienza ultratrentennale all'interno del gruppo, avendo occupato diverse posizioni senior in molteplici divisioni, tra cui quella Marketing e Finance, annoverando un'esperienza in questi due settori. La separazione tra CEO e Chairman esiste;
- **Gautam Banerjee**, esperto in materia finanziaria, è anche senior manager di Blackstone Group, una delle più grandi società di investimento specializzata in private equity e Presidente di Blackstone Singapore;
- **Simon Cheong Sae Peng**, con una esperienza di oltre 40 anni nel settore immobiliare, bancario e finanziario;
- **David John Gledhill**;
- **Goh Swee Chen**;
- **Dominic Ho Chiu Fai**;
- **Hsie Tsun-Yan**;
- **Lee Kim shin**;
- **Jeanette Wong Kai Yuan**;
- **Yeoh Oon Jin**;

I requisiti in termini di indipendenza del Consiglio previsti dal Codice di CG di Singapore sono riscontrati all'interno di questa composizione, in quanto 8 su 11 membri sono amministratori non esecutivi ed

---

<sup>190</sup> [Singapore Airlines - Wikipedia](#).

<sup>191</sup> [annualreport2022.pdf \(singaporeair.com\)](#). Financial Report 2022, Singapore Airlines.

indipendenti. Solo 3 non rispondono ai requisiti di indipendenza, tra cui il CEO, Goh Choon Phong, che è l'unico amministratore esecutivo.

La diversità di genere all'interno del Consiglio, come succede in tante altre emittenti singaporiane (vedi pp. 87), non viene rispettata, in quanto vi è la presenza di sole due donne su undici componenti. All'interno del Report finanziario annuale 2022, ritroviamo due elementi chiave in materia di *Board diversity*:

- Il Board stesso dichiara di reputare la diversità all'interno dell'organo un elemento che non è esclusivamente dipendente dalla diversità di genere o dalle caratteristiche di un individuo, come religione, età, etnia o nazionalità; ma è un aspetto “*multi-faced in nature*”<sup>192</sup>, ossia con molteplici sfaccettature, che varia nel tempo. Il Comitato nomine assicura che questo elemento sia rispettato adattando la composizione del Board al variare delle caratteristiche dell'ambiente esterno.
- Forse, non essendo essi stessi totalmente convinti di quanto dichiarato, il target è quello di aumentare la rappresentanza del sesso femminile all'interno dell'organo entro il 2023.

All'interno del Board sono costituiti ben sei diversi comitati endoconsiliari che assistono il Consiglio nell'espletamento delle proprie funzioni e responsabilità. Questi sono:

- Board Executive Committee (“ExCo”)<sup>193</sup>. I compiti dell'ExCo includono la revisione e le raccomandazioni al Consiglio sulle transazioni proposte che superano una certa soglia di rilevanza e per le questioni delle società controllate. Questo comitato è autorizzato a prendere decisioni su questioni finanziarie, operative e amministrative di routine, che non superano però la stessa soglia di rilevanza citata prima.
- Board Audit Committee (“AC”)<sup>194</sup>. Quattro dei sei membri totali è indipendente.
- Board safety and Risk Committee (“BRC”)<sup>195</sup>. La funzione del comitato includono assicurare che i sistemi e i programmi del gruppo siano conformi ai regolamenti del Codice di CG e alle *best practices* del settore dell'aviazione. Inoltre, è responsabile della revisione periodica delle relazioni sulle performance in termine di sicurezza, del framework del rischio d'impresa e del sistema di gestione del rischio.
- Board Nominating Committee (“NC”)<sup>196</sup>. Tutti i membri di questo comitato sono indipendenti e si occupano di proporre al consiglio i nuovi amministratori da nominare o della rielezione di quelli esistenti in scadenza di mandato. Dopodiché si occupano anche di valutare l'operato di ciascun membro.

---

<sup>192</sup> [annualreport2223.pdf \(singaporeair.com\)](#). Financial Report 2022, Singapore Airlines.

<sup>193</sup> Ibidem.

<sup>194</sup> Ibidem.

<sup>195</sup> Ibidem.

<sup>196</sup> Ibidem.



- Board Compensation and Industrial Relations Committee (“BCIRC”)<sup>197</sup>. Tutti i membri del comitato sono non esecutivi ed indipendenti, fatta eccezione per Mr. Hsieh Tsu-Yan. Il BCIRC esamina e raccomanda all’approvazione del Consiglio il quadro di remunerazione per gli amministratori e i dirigenti che occupano posizioni chiave nell’organigramma societario. Raccomanda inoltre la componente variabile della remunerazione, esaminando il “Profit sharing Bonus” e il Piano di incentivazione basato sull’EVA<sup>198</sup>.
- Customer Experience, Technology and Sustainability Committee (“CETSC”)<sup>199</sup>. Il comitato è preposto a migliorare l’esperienza del cliente. Inoltre, ha un ruolo nella supervisione delle questioni legate ai temi di sostenibilità, in cui è delegato dal Consiglio.

All’interno della relazione finanziaria annuale, vengono fornite spiegazioni complete riguardo la compensazione e la remunerazione degli amministratori. Questi ricevono emolumenti che sono composti da una parte fissa, riscontrabile in una tabella all’interno della relazione, e di una parte variabile, calcolata sui già citati “Profit sharing Bonus”, basato su ritorno per gli azionisti, margine operativo e numero di passeggeri annali; e, inoltre, sul piano di incentivazione basato sull’EVA.

Inoltre, è molto importante il processo di valutazione della performance non finanziaria collegato alla remunerazione degli amministratori. Questa viene valutata in base a dei criteri che rientrano all’interno del framework ESG e includono: un indice di incidenti, coinvolgimento dei dipendenti, sicurezza informatica e uno specifico score per la sostenibilità e l’ambiente. Le metriche ESG sono incluse anche all’interno della *Individual Performance Scorecard*<sup>200</sup> di ogni amministratore e dei dirigenti chiave.

Conformemente alla regola 711B del manuale di quotazione SGX-ST, è stato nominato un consulente esterno per effettuare una revisione dei processi di rendicontazione della sostenibilità per i principali argomenti di rilievo<sup>201</sup>. L’Audit Committee è deputato ad esaminare tutti i risultati segnalati e le raccomandazioni segnalate. La Divisione di Internal Audit, divisione indipendente e che riporta le informazioni direttamente al Comitato Audit, è preposto a dare seguito a tutte le raccomandazioni del consulente esterno.

Inoltre, la Divisione di Internal Audit rivede le operazioni con parti correlate (OPC) all’interno del Gruppo e riporta le informazioni successivamente al Comitato Audit. Il comitato, all’interno della relazione, si ritiene soddisfatto che le OPC siano state svolte nei normali termini commerciali e non state pregiudizievoli nei confronti degli interessi della società.

<sup>197</sup> [annualreport2223.pdf \(singaporeair.com\)](#). Financial Report 2022, Singapore Airlines.

<sup>198</sup> Vedi capitolo 3.3.

<sup>199</sup> [annualreport2223.pdf \(singaporeair.com\)](#). Financial Report 2022, Singapore Airlines.

<sup>200</sup> Una scheda di valutazione della performance individuale utilizzata dalle società per computare il rendimento e il raggiungimento degli obiettivi target da parte di un individuo, solitamente un amministratore o un dirigente.

<sup>201</sup> [annualreport2223.pdf \(singaporeair.com\)](#). Financial Report 2022, Singapore Airlines.

### 3.3 La relazione tra governance e performance

Cosa è la performance aziendale? È quell'insieme di indicatori che misura, in un intervallo di tempo predefinito, i risultati economici e quindi il profitto e la creazione di valore di un'impresa. Quando si parla di CG ci si interroga spesso se le pratiche di un buon governo societario possano influenzare positivamente la performance. Prima di analizzare se esiste una relazione tra queste due variabili, occorre capire quali siano gli strumenti per misurare i risultati economici di una società.

Ogni azienda può decidere soggettivamente che tipo di indici utilizzare per valutare la propria performance periodica. In generale, esistono degli indici finanziari e non finanziari che ci aiutano a valutare i risultati di un'impresa e che, essendo comunemente utilizzati dalle imprese stesse, ci permettono di paragonare le imprese tra di loro. Oltre gli indici utilizzati, ad esempio, nelle relazioni annuali delle società quotate, le istituzioni finanziarie, le società di borsa e le società di rating, utilizzano questi indici anche per valutare la solvibilità di un ente per valutarne il merito creditizio, o nel caso dei fondi, questi vengono utilizzati per programmare le scelte di investimento.

Vedremo brevemente, dunque, gli indici economici e qualitativi più utilizzati nel settore.

Gli indici economici vengono anche chiamati indici di matrice contabile perché hanno come scopo ultimo quello di valutare gli assetti patrimoniali, finanziari e reddituali<sup>202</sup> e vengono calcolati attraverso le voci presenti nel bilancio d'esercizio. Le principali misure di grandezza per valutare la redditività di un'impresa sono: ROI (*return on investment*), ROE (*return on equity*), ROA (*return on assets*), ROS (*return on sales*) e la leva finanziaria di indebitamento.

Il ROI rappresenta la redditività degli investimenti e si calcola partendo dall'utile prima del calcolo di interessi e tasse (EBIT), che viene diviso per il costo dell'investimento (I).

**ROI = EBIT/I.**

Questa formula viene solitamente utilizzata quando si vuole calcolare la redditività di un singolo investimento, e solo gli investimenti che presentano un ROI maggiore di zero possono essere presi in considerazione. Quando, invece, si vuole calcolare la redditività degli investimenti di un'intera azienda, questo si può calcolare partendo dal ritorno sulle vendite (ROS) per Asset turnover, ossia la redditività delle risorse aziendali.

**ROI= ROS x Asset Turnover.**

---

<sup>202</sup> Fiori G., Tiscini R., *Economia Aziendale*, seconda edizione, Egea, Milano, 2017.

**ROS= EBIT/ Sales.**

**Asset Turnover= Sales/ CI**, dove CI è il totale del capitale investito da un'azienda.

Semplificando, otteniamo che **ROI= EBIT/ CI**, che non è altro che la formula per il calcolo del ROIC (*return on invested capital*). Infatti, il ROIC misura la redditività totale degli investimenti di un'impresa. Si calcola dividendo il profitto prima del calcolo delle tasse (nella scrittura della formula spesso si utilizza il NOPAT piuttosto che EBIT) per il capitale investito (calcolato come valore contabile del capitale + debito finanziario – attività non operative).

**ROIC= NOPAT/ CI**; dove NOPAT è:  $EBIT \times (1 - t^{203})$ .

Se il costo del capitale (solitamente calcolato come media ponderata del costo del capitale,  $WACC^{204}$ ) è minore rispetto al ROIC, allora l'azienda sta creando valore.

Invece, il ROE è definito come misura del rendimento del capitale di rischio (equity). Esso rappresenta una misura molto importante per gli azionisti, poiché, permette loro di individuare i rendimenti che possono trarre per ogni unità di euro investita. Il valore si ottiene dividendo l'utile netto per il patrimonio netto della società. Tale indicatore permette di individuare anche la rischiosità dell'investimento.<sup>205</sup>

**ROE = reddito netto/ patrimonio netto**

Il ROA, d'altra parte, indica la profittabilità di un'impresa in proporzione delle sue attività totali. Nel settore finanziario, questa misura è utile per comprendere l'efficienza della gestione delle risorse finanziarie.

Dunque, la differenza principale tra ROE e ROA è che il primo misura il rendimento al netto delle passività; invece, il secondo considera anche l'indebitamento della società.

**ROA= EBIT/ totale attività.**

Seppur di facile computazione, molto intuitivi e facilmente paragonabili, tuttavia, gli indici contabili non ci dicono tutto sullo stato di salute di una società. In particolare, i dati che compongono questi indici sono riferiti a bilanci che rappresentano una situazione passata e non possono rappresentare il futuro. Come già detto, la loro dipendenza dal bilancio sottopone alla possibile manipolazione da parte degli amministratori che hanno sempre l'intento di massimizzare “i numeri” per rafforzare e stimolare le aspettative degli investitori.

Per superare questi limiti bisognerebbe concentrarsi sul concetto stesso di valore economico, che ormai da decenni nella letteratura ha prevalso sul il concetto limitante di profitto economico. Questo concetto ha portato alla creazione di due indici in particolare, l'EVA (*Economic Value Added*) e il MVA (*Market Value*

---

<sup>203</sup> Dove t è l'aliquota fiscale.

<sup>204</sup> WACC (weighted average cost of capital): è il costo medio ponderato del costo del capitale.

<sup>205</sup> Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020.

*Added*). Questi due dati si integrano, e non vanno a sostituire gli indici contabili di valutazione, nel calcolare la performance di periodo di una società.

L'EVA viene calcolato come la differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre quel reddito. Questa misurazione ci permette di valutare le capacità del management, e, in generale, se l'EVA è maggiore di 0 la società sta creando valore. L'MVA viene utilizzato per calcolare il valore di un'azienda e si ottiene attualizzando i futuri EVA. Inoltre, se agli EVA attualizzati si aggiunge il valore attuale del capitale investito otteniamo *L'Entreprise Value*.

Nel valutare la performance di un'azienda, oltre ai già citati indici, viene spesso fatto l'utilizzo dei multipli di borsa come *comparables*. Essi si fondano su diverse assunzioni<sup>206</sup>:

- L'esistenza di misure di performance che possono essere correlate con il valore di un'azienda;
- Che l'esistenza di tale correlazione è omogenea nella quasi totalità delle imprese analizzate;
- Che selezionando un gruppo di imprese (*peer group*), per le quali vi sia l'esistenza di un noto valore che le accomuna, allora vi sia la possibilità di indicare una costante tra il valore che accomuna le imprese del *peer group* e la misura di performance.

Per poter paragonare attraverso i multipli le imprese, e quindi creare un *peer group* coerente, queste devono essere accomunate da aspetti come<sup>207</sup>:

- Appartenenza ad un settore;
- Estensione territoriale;
- Posizione competitiva;
- Dimensione.

Multipli di borsa possono essere classificati in:

- Multipli relativi allo *share price*;
- Multipli relativi ai dati di bilancio;
- Multipli relativi all'*enterprise value*.

Nel primo gruppo di multipli i più utilizzati sono P/E (*price/earnings*, ossia prezzo/utile, che calcola il rapporto tra la capitalizzazione dell'impresa intesa come totale del valore delle azioni emesse dall'impresa e l'utile della stessa), Prezzo/*Cash Flow* e Prezzo/*sales*, che calcolano il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e, rispettivamente, i flussi di cassa e le vendite del periodo.

---

<sup>206</sup> Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020.

<sup>207</sup> *Ibidem*.

Invece, nel secondo gruppo troviamo i multipli che prendono in considerazione indici di matrice contabile, quali i già citati ROI, ROE e ROS; e infine, gli ultimi invece mettono in relazione l'*enterprise value* (EV) con misure di matrice contabile come utile o margine operativo.

Infine, un altro dato importante, usato da moltissimi studi empirici per valutare le performance aziendali, è la Q di Tobin. La Q di Tobin è un concetto fondamentale nell'ambito della finanza e della valutazione aziendale. Introdotto da James Tobin, premio Nobel per l'economia, negli anni '60, questo indicatore fornisce una misura della relazione tra il valore di mercato di un'azienda e il valore contabile dei suoi asset.

Alla base del concetto della Q di Tobin vi è il calcolo che si ottiene dividendo il valore di mercato di un'azienda per il costo di sostituzione dei suoi asset. In altre parole, rappresenta il rapporto tra il valore di mercato dell'azienda e il costo di ricostruire o riprodurre l'intero portafoglio di asset dell'azienda. Dunque, viene utilizzata come alternativa fondamentale agli altri indici poiché tiene conto di aspetti che un bilancio economico non può considerare

La formula per calcolare la Q di Tobin è la seguente:

$$Q = \frac{\text{Valore di mercato dell'azienda}}{\text{Costo di sostituzione degli asset}}$$

FIGURA 3.3. Formula per il calcolo della q di Tobin.

FONTE: PRODUZIONE PERSONALE.

L'interpretazione del risultato della formula:

- **Q > 1:** Se il valore di Q è superiore a 1, significa che il valore di mercato dell'azienda è maggiore del costo di sostituzione dei suoi asset. In questo caso, l'azienda ha un valore di mercato superiore al valore contabile dei suoi asset, indicando un'elevata efficienza nella gestione e nell'allocazione delle risorse.
- **Q = 1:** Quando Q è uguale a 1, il valore di mercato dell'azienda corrisponde esattamente al costo di sostituzione dei suoi asset. Questo indica che l'azienda è valutata in modo equo in base ai suoi asset contabili.
- **Q < 1:** Se il valore di Q è inferiore a 1, significa che il valore di mercato dell'azienda è inferiore al costo di sostituzione dei suoi asset. In questa situazione, l'azienda potrebbe essere considerata sottovalutata dal mercato, oppure potrebbe essere inefficiente nella gestione delle risorse.

Le imprese con Q elevati tendono ad avere una maggiore redditività e una migliore performance finanziaria nel lungo termine. Inoltre, la Q di Tobin può essere utilizzata come indicatore della qualità della gestione aziendale e della capacità dell'azienda di creare valore per gli azionisti.

Nella valutazione aziendale, la Q di Tobin viene spesso confrontata con altri indicatori finanziari e di performance per ottenere una visione più completa della salute finanziaria e operativa di un'azienda. Inoltre, può essere utilizzata come strumento di analisi per gli investitori e i manager nell'ambito delle decisioni di investimento e strategiche. Infatti, la Q di Tobin è uno strumento importante per valutare l'efficienza e l'allocazione delle risorse all'interno di un'azienda.

Ancora una volta, però, calcolare il valore economico creato da una società attraverso degli indici contabili o dei multipli finanziari, può essere insufficiente o difficile, come nel caso dell'EVA, che ad esempio in Italia è poco utilizzato poiché è difficile reperire le informazioni per la computazione. Ad un'analisi quantitativa, spesso, infatti, viene affiancata una di tipo qualitativo. Il più celebre modello di analisi qualitativo e conosciuto internazionalmente è quello dei KPI (*Key Performance Indicator*).

Sono indicatori chiave di performance per misurare il successo di un'azienda, di un progetto, di un processo o di un'attività specifica.

I *Key Performance Indicators* (KPI) sono misure quantitative o qualitative utilizzate per valutare il grado di raggiungimento degli obiettivi prefissati e per monitorare l'andamento nel tempo. Vengono selezionati in base agli obiettivi specifici e alle priorità dell'azienda o dell'attività in questione e possono essere di natura finanziaria o non finanziaria, coprendo diverse aree come vendite, marketing, produzione, servizio clienti, risorse umane, qualità e sostenibilità.

Tra gli esempi comuni di KPI troviamo il volume delle vendite, il margine di profitto lordo, la soddisfazione del cliente, il tempo di attività del sito web, il tasso di assenteismo, il tempo di risposta del servizio clienti e la percentuale di completamento dei progetti. Essi sono fondamentali per valutare le prestazioni, identificare punti di forza e di debolezza, prendere decisioni informate e migliorare continuamente le operazioni aziendali.

I KPI devono essere chiaramente definiti, misurabili, pertinenti, aggiornati e allineati agli obiettivi strategici dell'organizzazione. Per questo motivo, sono un componente cruciale nel rapporto tra corporate governance e performance aziendale, in quanto consentono di valutare l'efficacia delle decisioni prese a livello direttivo e di assicurare un allineamento tra le azioni dell'azienda e i suoi obiettivi strategici. Sono utilizzati per misurare, monitorare e migliorare le prestazioni aziendali, contribuendo così a una governance efficace e a risultati aziendali positivi.

In particolare:

1. **Misurano le prestazioni:** I KPI forniscono un quadro oggettivo delle prestazioni aziendali, consentendo ai membri del consiglio di amministrazione e ai dirigenti di valutare l'efficacia delle strategie aziendali e di monitorare il raggiungimento degli obiettivi.

2. **Allineano gli obiettivi:** I KPI devono essere allineati agli obiettivi strategici e alle priorità dell'azienda. Una corporate governance efficace implica che i KPI siano selezionati in modo da riflettere gli interessi degli stakeholder e che siano coerenti con la missione e la visione dell'azienda.
3. **Trasparenza e responsabilità:** I KPI forniscono un meccanismo trasparente per valutare la performance aziendale e rendere conto agli investitori, ai dipendenti e ad altri stakeholder. Una buona corporata governance richiede che le informazioni sui KPI siano comunicate in modo chiaro e tempestivo.
4. **Decisioni basate sui dati:** I KPI forniscono dati e informazioni basati su evidenze che possono guidare le decisioni aziendali e il processo decisionale del consiglio di amministrazione. Questo aiuta a garantire che le decisioni siano informate e che contribuiscano al successo a lungo termine dell'azienda.
5. **Monitorano il rischio:** I KPI possono includere indicatori di rischio che consentono al consiglio di amministrazione di monitorare e gestire i rischi aziendali in modo proattivo. Una corporate governance efficace prevede la gestione e la mitigazione dei rischi attraverso l'identificazione e il monitoraggio dei KPI pertinenti.

Se una buona corporata governance possa influenzare i risultati di un'azienda è uno dei dibattiti più importanti nel tema sulle migliori pratiche di governance aziendale. Una governance efficace e trasparente può influenzare positivamente la performance dell'azienda, aumentando la sua efficienza, produttività e competitività sui mercati.

La formulazione di un indice di qualità rappresenta un passo significativo nel tentativo di risolvere la mancanza di chiarezza riguardo alla correlazione tra le caratteristiche del governo aziendale e le prestazioni delle imprese. Questa sfida ha spinto economisti e studiosi a cercare nuove metodologie di analisi per giungere a conclusioni che confermino il ruolo positivo di una governance aziendale efficace sulle performance e la sostenibilità delle imprese. Da qui è emerso il passaggio dall'analisi delle singole caratteristiche del consiglio di amministrazione alla creazione di indici di qualità.

Un indice di qualità consente di valutare la governance di un'impresa assegnandole un punteggio. Il suo obiettivo principale è verificare se l'azienda rispetta non solo la normativa obbligatoria, ma anche le raccomandazioni dei codici di condotta facoltativi. Si presta particolare attenzione alle raccomandazioni facoltative perché la normativa obbligatoria fornisce solo requisiti minimi che non riflettono necessariamente la qualità della governance, soprattutto considerando le differenze tra legislazioni nazionali.

La creazione di un indice di qualità avviene in cinque fasi principali: individuare le best practice, identificare le unità elementari di performance, aggregare le unità elementari in categorie, assegnare un punteggio a ciascuna categoria e infine costruire l'indice di qualità. Durante il processo, vengono considerati sia i principi di *soft law*, come i codici di autodisciplina, sia le normative di *hard law*.

Le categorie e le unità elementari sono valutate sia quantitativamente che qualitativamente. La valutazione qualitativa assegna un valore tra 0 e 1, dove 0 rappresenta un "no" o una "risposta non data", mentre 1 equivale a un "sì". La valutazione quantitativa stabilisce delle soglie standard con punteggi compresi tra 0 e 1.

La correlazione tra l'indice di qualità e le performance aziendali è un passaggio cruciale. Gli studi condotti mostrano una relazione positiva tra un alto indice di qualità e migliori performance aziendali. Le analisi si concentrano su diversi fattori, tra cui la dimensione e la composizione del consiglio di amministrazione, la presenza di amministratori indipendenti, la struttura e il funzionamento dei comitati interni e l'efficienza complessiva della governance aziendale.

Le aziende che adottano pratiche di Corporate Governance trasparenti ed efficaci possono attrarre più facilmente gli investitori e migliorare il rating di credito, aumentando la fiducia del mercato nei confronti dell'azienda stessa. Inoltre, una governance aziendale solida può garantire una maggiore responsabilità e responsabilizzazione dei dirigenti e degli amministratori, evitando decisioni imprudenti o rischiose che potrebbero danneggiare l'azienda e gli investitori.

D'altra parte, una governance aziendale inadeguata o inefficace può portare a una gestione poco trasparente, scandali finanziari, conflitti di interesse, decisioni sbagliate e inefficienze che influenzano negativamente la performance dell'azienda e la fiducia degli investitori.

In sintesi, la Corporate Governance è un elemento cruciale per la performance aziendale e per la creazione di valore per gli investitori e gli stakeholder dell'azienda. Una governance efficace può garantire una maggiore efficienza, trasparenza e responsabilità della gestione aziendale, migliorando la reputazione e la credibilità dell'azienda sui mercati e aumentando la sua capacità di competere con successo.

Alcuni studiosi e dirigenti d'azienda si sono espressi in tal senso, è importante citarli al fine di fornire un'evidenza empirica per dimostrare la correlazione esistente tra queste due variabili di riferimento: performance aziendale in termini di: vendite, profitti, reputazione aziendale, ritorno per gli azionisti, ecc.; e pratiche di corporate governance.

Secondo il *managing director* di Standard and Poor's Corporation, Andrea Esposito, "le società con forti culture di corporate governance hanno *price/earnings* più stabili"<sup>208</sup>. Il presidente dell'Institute of Chartered Accountants in Inghilterra e Galles, Peter Wyman, ha osservato nel 2002 che dietro ogni scandalo finanziario da prima pagina c'è un fallimento della corporate governance. James McRitchie, l'editore di CorpGov.net, è altrettanto diretto:

"I paesi e le imprese che cercano di attrarre investitori avranno bisogno di punteggi elevati sui sistemi di rating di governance per ottenere finanziamenti a basso costo. Gli investitori a lungo termine cercheranno

---

<sup>208</sup> Roche, J. (2005) Corporate Governance in Asia.



mercati in cui i loro diritti legali sono conosciuti e protetti e in cui coloro che utilizzano il loro denaro possono essere ritenuti affidabili e solvibili.”<sup>209</sup>

I legislatori internazionali hanno rafforzato questa conclusione secondo cui un buon regime di governo societario è fondamentale per l'allocazione efficiente del capitale. Invece, la letteratura, per anni, non è riuscita a trovare una forte correlazione tra performance aziendale e buona governance. Il concetto era riposto alla saggezza comune dei responsabili in materia all'interno delle imprese, convinti che nel lungo termine, le società ben governate avrebbero fornito un alto valore di ritorno per gli azionisti.

Successivamente, sono stati pubblicati diversi articoli che hanno tentato di dimostrare l'evidenza che una buona governance è positivamente correlata al ritorno per gli azionisti. Tra molti di questi studi, gli accademici di Harvard e Wharton hanno scoperto che un campione di aziende statunitensi con diritti degli azionisti più forti ha goduto di maggiori profitti, una maggiore crescita delle vendite e minori spese di capitale durante gli anni '90. Diversi documenti di ricerca hanno presentato prove che suggeriscono quanto segue: le prestazioni aziendali aumentano con una governance efficace e al crescere dell'indipendenza del consiglio di amministrazione<sup>210</sup>; invece, si verifica una maggiore incidenza delle frodi finanziarie quando la percentuale di amministratori esterni nei consigli di amministrazione è bassa;<sup>211</sup> l'indipendenza del consiglio di amministrazione e la separazione del presidente del consiglio di amministrazione riducono l'entità della manipolazione degli utili;<sup>212</sup> le società che commettono frodi contabili hanno meno probabilità di aver istituito comitati di revisione contabile;<sup>213</sup> le frodi contabili si verificano con maggiore incidenza quando l'indipendenza del comitato di revisione contabile diminuisce e quando le competenze finanziarie e contabili del comitato sono basse.<sup>214</sup>

In Asia, Academics<sup>215</sup> ha costruito un indice di corporate governance (CGI) per quasi tutte le società quotate coreane quotate e ha riportato prove evidenti che un maggiore CGI è correlato a valori di mercato più elevati. Un moderato miglioramento del governo societario comporta un aumento della capitalizzazione di mercato del 16 per cento del valore del patrimonio contabile della società o del 35 per cento del valore contabile del capitale proprio della società. L'evidenza mostra che un aumento qualitativo della corporate governance, aumenta il livello di rendimento di *buy-and-hold*<sup>216</sup> del 4-6 per cento nell'arco di un anno. Le conclusioni dello stesso articolo mostrano che le imprese con opportunità di investimento redditizie, una

---

<sup>209</sup> Ibidem.

<sup>210</sup> Brickley, Coles and Terry, *Journal of Financial Economics*, 1994.

<sup>211</sup> Dechow, Sloan and Sweeney, *Contemporary Accounting Research*, 1996.

<sup>212</sup> Klein, *Journal of Accounting and Economics*, 2002.

<sup>213</sup> Dechow, Sloan and Sweeney, *Contemporary Accounting Research*, 2002.

<sup>214</sup> Klein, *Journal of Accounting and Economics*, 2002.

<sup>215</sup> Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim. "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea." *Journal of Law, Economics, & Organization* 22, no. 2 (2006).

<sup>216</sup> Il buy and hold è una strategia di investimento che consiste nel tenere una posizione aperta su un titolo azionario all'interno del proprio portafoglio di investimenti nel lungo periodo.

maggior dipendenza dal finanziamento esterno e una propriet  pi  concentrata hanno una governance di qualit  superiore e sono pi  trasparenti. Inoltre, le imprese con una governance pi  elevata investono di pi .

I risultati di uno studio sui mercati emergenti condotto da Credit Lyonnais Securities (CLSA) nel 2001<sup>217</sup>, sono stati riscontrate forti correlazioni, soprattutto tra le grandi societ  a capitalizzazione, tra corporate governance e performance dei prezzi azionari. Come si vede in FIGURA 3.3, effettuando questa analisi sulle *GEM stocks*<sup>218</sup>, si nota come le societ  con punteggi relativi alla CG abbiano over-performato sul mercato, specialmente in un orizzonte temporale di tre e cinque anni.

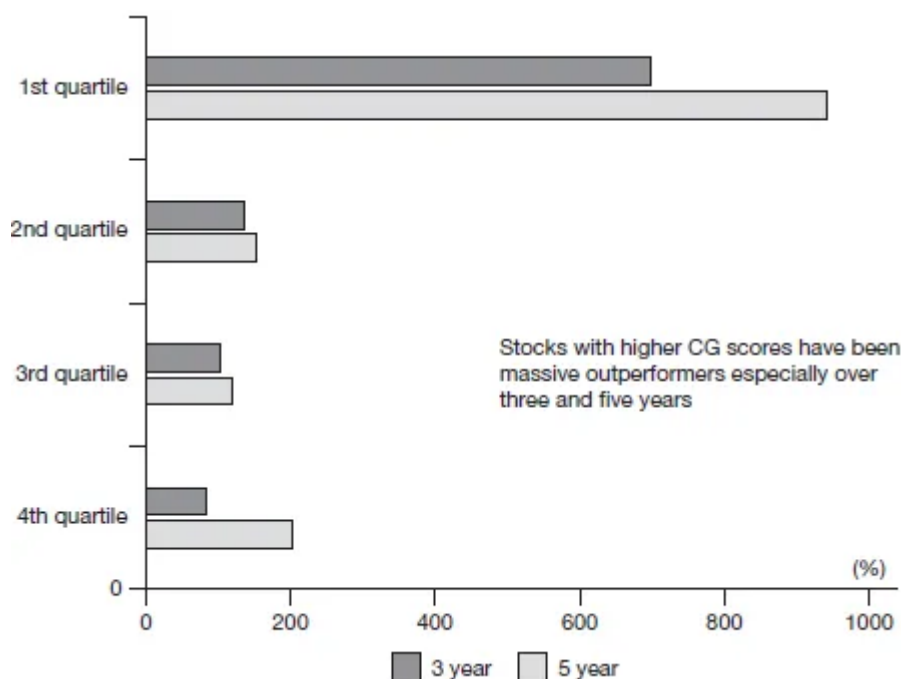


FIGURA 3.3. Andamento dello *share price* delle principali 100 *GEM stocks*.

FONTE: Roche, J. (2005) *Corporate Governance in Asia*. 1st edn. Taylor and Francis, a sua volta da: Gill, Amar. "Saints and Sinners: Who's Got Religion?" CLSA Emerging Markets report, April 2001.

CLSA ritiene che una ragione chiave di questo studio sia che la corporate governance   un riflesso della qualit  della gestione dell'impresa. Un'altra motivazione per cui esista una correlazione   che gli investitori possono scegliere di investire nei mercati di tutto il mondo, potendo dunque utilizzare i benchmark di corporate governance come un parametro di investimento.

Tuttavia, sull'orizzonte temporale dei tre anni, le societ  del primo quartile, hanno over performato di solo cinque punti percentuali. Nell'orizzonte dei cinque anni, invece, le stesse aziende nel primo 25% per punteggio di CG, hanno "battuto" il mercato di 32,5 punti percentuali in media, e le societ  dell'ultimo quartile hanno sottoperformato del 20% circa.

<sup>217</sup> Gill, Amar. "Saints and Sinners: Who's Got Religion?" CLSA Emerging Markets report, April 2001.

<sup>218</sup> Le "GEM stocks" si riferiscono alle azioni di societ  quotate sulla Growth Enterprise Market (GEM), che   un mercato azionario di Hong Kong.

La superiorità del cinque per cento non è abbastanza per dimostrare una correlazione e, allo stesso tempo, potrebbero esserci altre ragioni per le quali vi sia una sostanziale differenza tra le analisi nei due archi temporali di riferimento, che potrebbero togliere merito alla dimostrazione di correlazione tra queste due variabili.

# CONCLUSIONI

In questo elaborato siamo partiti con la descrizione del framework della Corporate Governance, analizzando il sistema di regole e pratiche tramite le quali viene messo in piedi il processo gestorio di una società. Abbiamo dapprima citato il pensiero di diversi studiosi circa la visione della corporate governance in diversi paesi del mondo. Ripercorrendo lo sviluppo di questo studio, abbiamo inizialmente diviso la concezione di corporate governance in due dimensioni fondamentali, in particolare di quelle aziende che avendo un capitale sociale frammentato, tipico delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali, posseggono al loro interno: il Consiglio di Amministrazione e il sistema di controllo interno, con gli organi collegati ad essi. Riferendoci quindi, alla componente gestoria e a quella del controllo sulla gestione.

L'obiettivo della tesi è studiare il sistema delle fonti e l'applicazione delle regole presenti del sistema giuridico italiano e paragonarlo a quello presente in Asia, nei diversi paesi considerati, con un'attenzione particolare alla città Stato di Singapore. La volontà di paragonare le diverse caratteristiche di questi due sistemi così lontani, non solo per la distanza geografica che li separa, nasce, innanzitutto nasce da un'esperienza personale che mi ha visto concludere un programma di studio all'estero presso la Singapore Management University (SMU).

All'interno della SMU, ho frequentato un corso di studio relativo a “*Corporate Financial Management*” retto dal Professore Gurdip Singh. All'interno di questo corso abbiamo visto, oltre al metodo di finanziamento delle imprese, diversi esempi di società quotate all'interno del mercato borsistico di Singapore, SGX, analizzando i report finanziari delle società e perfezionando la metodologia di lettura dei fatti rilevanti e confrontando la corporate governance, prima, tra le varie emittenti, e successivamente, con le raccomandazioni del Codice di CG in vigore a Singapore.

Prendendo spunto da quanto visto in classe con Professore Saverio Bozzolan in materia di Corporate Governance, relatore della mia tesi, e unendo le conoscenze apprese nel corso di studi appena citato, ho deciso di intraprendere il paragone tra Italia e Singapore. Le fonti normative e i vari codici di disciplina per le società quotate nei mercati internazionali si assomigliano molto, ma cambia l'applicazione che le società adottano, anche derivanti dalle diverse culture che contraddistinguono le regioni prese in considerazione.

Analizzando la Corporate Governance asiatica non potevo non includere due tra i leader economici d'oriente, il Giappone e la Cina. Ho dunque analizzato le due culture, simili per certi versi e diversissime per altri, che condizionano la filosofia della gestione d'impresa in questi due paesi.

Ritornando all'analisi tra Italia e Singapore, ho cercato di analizzare più precisamente possibile l'applicazione delle pratiche di CG studiando il confronto tra: la relazione annuale stilata dal Comitato per la

Corporate Governance, che ha emesso il Codice di Autodisciplina italiano, e un sondaggio di KPMG sull'applicazione delle regole di CG.

Da questa analisi, come è riscontrabile dalla tabella in FIGURA 3.1 (pp. 84), è emerso che in fatto di Composizione dell'organo esecutivo, l'applicazione in materia nelle due borse è molto simile con percentuali di *compliance* dei criteri di indipendenza aderenti a quelle previste dai rispettivi Codici. Mentre, in fatto di *board diversity*, soprattutto in termini di rappresentazione del genere femminile all'interno degli organi, Singapore è molto indietro rispetto a molti altri sistemi occidentali, compreso quello italiano.

Al contrario, invece, in materia di sostenibilità, la città stato asiatica è molto avanti nelle percentuali medie di compliance in materia di ESG (*Environmental, social and Governance*), superando le medie sia europee che nordamericane.

Per verificare quanto analizzato nel confronto tra i due report, si è passati ad analizzare due società, una per la borsa di Milano e una per SGX (Singapore Exchange). Il Gruppo Ferrovie dello Stato Spa (FS) e il Gruppo Singapore Airlines, entrambi attivi nel settore dei trasporti ed entrambi detenuti dai rispettivi governi, affinché il confronto possa essere il più trasparente possibile.

Valutando gli stessi campi utilizzati per confrontare i due sistemi di CG, si può osservare come effettivamente le due società rispecchino quanto descritto precedentemente. Le donne risultano essere una componente molto presente all'interno del CdA del Gruppo FS, e invece, molto limitata nella compagnia aerea asiatica. Così come risulta molto più dettagliata e chiara la valutazione della performance degli amministratori della società singaporiana in base a dei KPIs, calcolati anche sulla base di punteggi consideranti le politiche ESG, che inoltre, vengono collegati alla remunerazione variabile degli stessi.

Per far sì che questo studio sia completo anche di un riferimento ai risultati economici che le aziende perseguono, si è anche discusso se esiste una correlazione tra quelli che sono, da una parte, i parametri di CG adottati dalle imprese e analizzati in questo elaborato, e dall'altra, la performance in termini di profitto e/o creazione di valore, ossia il fine ultimo di ogni società.

Si è giunti alla conclusione che l'applicazione delle regole previste dai codici di disciplina e dai regolamenti, fornisce una possibilità di raccogliere più capitale attirando un numero maggiore di investitori, che attribuiscono alle pratiche di CG un valore di riferimento come benchmark per intraprendere le scelte di investimento. Nonostante diversi studi accademici citati all'interno dell'elaborato contribuiscano all'evidenza empirica, che adottare delle buone pratiche di governo societario determini un maggior rendimento delle azioni, ciò non è abbastanza per asserire che questo sia sufficiente alla creazione di un valore maggiore e che le società applicanti i regolamenti over performino rispetto a chi non utilizza la stessa attenzione nell'applicazione delle pratiche di Corporate Governance.

# BIBLIOGRAFIA

- “Volume Information.” *Japanese Journal of Religious Studies* 32, no. 2 (2005). Abeyasinghe, T., & Choy, K.M. (2007). *The Singapore Economy: An Econometric Perspective* (1st ed.). Routledge.
- Abshire, Jean E.. “The History of Singapore.” (2011).
- ACCA, 2002. Da: Roche, J. (2005) *Corporate Governance in Asia*.
- Angelino A., IL “MIRACOLO ASIATICO” Nei documenti della world bank (modelli di industrializzazione a confronto dagli anni '90 alla crisi globale). *IL POLITICO* (Univ. Pavia, Italy) 2014.
- Banca d'Italia. Memoria sulla legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Roma, 7 giugno 2006.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim. “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea.” *Journal of Law, Economics, & Organization* 22, no. 2 (2006).
- Boulding, Kenneth E. *Economic Development and Cultural Change* 29, no. 3 (1981): 645–49.
- Brickley, Coles and Terry, *Journal of Financial Economics*, 1994.
- Carl A. Trocki, *Singapore: Wealth, Power and the Culture of Control*.
- Carlo Maria Ferro, *Pianificazione e controllo. Eseguire la strategia per creare valore*. Luiss University Press (2021).
- Carocci G. (1989). *Storia d'Italia dall'Unità ad oggi*. Milano, Feltrinelli.
- D. Latella. "Sistema dei controlli interni e organizzazione delle società per azioni". Giappichelli (2018).
- Dechow, Sloan and Sweeney, *Contemporary Accounting Research*, 2002.
- Dechow, Sloan and Sweeney, *Contemporary Accounting Research*, 1996.
- Domenichelli O., (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*, Giappichelli editore, Torino.
- Dore R., (2004) *Japanese-Style-Management. Has It Survived? Will It Survive?* Tokyo: Research Institute of Economy, Trade and Industry.
- Fama F., Jensen C. (1983), *Separation of Ownership and Control*. Harvard University Press.
- Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020.
- Ferrarini G., *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy* (2005).
- Fiori G., Tiscini R., *Economia Aziendale*, seconda edizione, Egea, Milano, 2017.
- FLINT D., *Philosophy and Principles of Auditing*, London, 1988.

- Gill, Amar. "Saints and Sinners: Who's Got Religion?" CLSA Emerging Markets report, April 2001.
- Hart, O., & Zingales, L. (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *The Journal of Law, Finance, and Accounting*.
- Ho, K. L. (2005) *Reforming Corporate Governance in Southeast Asia*. 1st edn. ISEAS Publishing.
- Hong Hai. (2019). *The Rule of Culture. Corporate and State Governance in China and East Asia*. Routledge Contemporary Corporate Governance.
- Huang, C.-C & Tucker, John. (2014). *Dao Companion to Japanese Confucian Philosophy*.
- Jensen M.C. e Meckling W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*.
- Joseph G. Fisher, Geoffrey B. Sprinkle, Lynda L. Walker (2008). *Incentive compensation: Bridging theory and practice*.
- Julian Franks, Colin Mayer (1996). "Do Hostile Takeovers Improve Performance?"
- Kevin Lo (2014). *Chinese Perspectives on the Environment and Sustainable Development*. Asian Studies Review.
- Khai Leong Ho, Khai Leong Ho (2005). *Reforming Corporate Governance in Southeast Asia. Economics, Politics, and Regulations*. ISEA Publishing.
- Klein, Journal of Accounting and Economics, 2002.
- Lee, M. D. P. (2008). A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews*.
- MAS Guidelines for Bank Corporate Governance, 2003.
- Melis A. (2000). *Corporate Governance in Italy*. Corporate Governance: An Inter-national Review.
- Melis A., (2005). *Corporate Governance Failures: "to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?"*.
- Nohel T., Todd S. (2005). Compensation for managers with career concerns: the role of stock options in optimal contracts, *Journal of Corporate Finance*.
- P. Genco (2014). *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Giappichelli.
- Provasi R., *Le dinamiche evolutive del sistema di controllo interno. Dalle origini al Framework CoSO ERM 2017*. Giappichelli (2020).
- Rajan. R, Zingales L, *Finance Dependence and Growth*. American Economic Review (1998).
- Roche, J. (2005). *Corporate Governance in Asia (1st ed.)*. Routledge.

- Sang-Woo Nam and Il Chong Nam (2004). *CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*. Asian Development Bank Institute.
- Shimazono S. (2005). *State Shinto and the Religious Structure of Modern Japan*. Oxford University Press.
- Sutton C., Veliyath R., Pieper T.M., Hair J. F., (2018). *Caylor M., Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model*, Long Range Planning.
- Teck-Wong Soon and William A. Stoeber, “Foreign Investment and Economic Development in Singapore: A Policy-Oriented Approach,” *The Journal of Developing Areas* 30 (1996).
- Terence Chong, “Singapore: Globalizing on Its Own Terms,” in *Southeast Asian Affairs 2006*, ed. Daljit Singh and Lorraine Carlos Salazar (Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 2006).
- Tharman Shanmugaratnam, Singapore Minister of State for Trade and Industry, 2003.
- Trocki, C.A. (2005). *Singapore: Wealth, Power and the Culture of Control* (1st ed.). Routledge.
- Vipraio P. T., “Miracolo o miraggio? Riflessioni sulla crisi asiatica” (2000).
- Vogel E., (1979). *Japan as Number One: Lessons for America*. Harvard University Press.
- Wilson, H. (1990). [Review of *A HISTORY OF SINGAPORE, 1819—1988. 2nd edition*, by C. M. TURNBULL]. *Journal of the Malaysian Branch of the Royal Asiatic Society*, 63(2 (259)), 91–93.
- Zattoni A. (2015). *Corporate Governance*. Milano, Egea.
- Zattoni A. (2019). The evolution of corporate governance in Italy: “formal convergence or path-dependence?”.



# SITOGRAFIA

[«Italia e Singapore. Le differenze che avvicinano»: i segreti della città-Stato in un volume - Il Sole 24 ORE.](#)

[2022 Relazione finanziaria annuale FS.pdf \(fsitaliane.it\).](#)

[33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43 \(consob.it\).](#)

[33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43 \(consob.it\).](#) Relazione CONSOB 2022.

[annualreport2223.pdf \(singaporeair.com\).](#)

[Barisan Sosialis - Wikipedia.](#)

Borsa Italiana Spa. [Stock Option: cosa sono e come funzionano - Borsa Italiana.](#) FTA Online News, Milano, 22 mar 2019.

[C2-Modello dualistico in Italia e in Germania \(zanichelli.it\).](#)

[Cambridge Judge Business School : The Cadbury Archive : The Cadbury Report \(archios.info\).](#)

[CGS-SGTI-Corporate-Governance-Highlights-2022.pdf \(nus.edu.sg\)](#)

[Che cos'è il miracolo Asiatico \(e come potrebbe ripetersi\) \(insideover.com\).](#)

[Code of Corporate Governance \(mas.gov.sg\).](#)

[Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - Home \(coso.org\).](#)

[Corporate governance: definizioni e spiegazione \(businesstheory.it\).](#)

[EU agrees 'landmark' 40% quota for women on corporate boards | Women in the boardroom | The Guardian.](#)

[GDP per capita, PPP \(current international \\$\) - Singapore | Data \(worldbank.org\).](#)

[Gli amministratori con incarichi in più società - OpenBlog \(openpolis.it\).](#)

[Guida alla governance aziendale: il collegio sindacale il Codice della Crisi e Impatto ESG sugli Assetti Organizzativi \(fiscalrevisione.it\).](#)

[Guidelines on Corporate Governance \(mas.gov.sg\).](#)

[History of Singapore | People, Culture, Language, & Facts | Britannica.](#)

<http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>.

[Il Collegio Sindacale: cos'è e quali compiti svolge - Borsa Italiana.](#)

[International Monetary Fund: World Economic Outlook Database April 2019.](#)

[Investing in a Better World: Results of UK Survey on Financing the SDGs - GOV.UK \(www.gov.uk\)](https://www.gov.uk).

[La crisi asiatica, dalle cause al risanamento | Starting Finance](#).

[Luglio 1997: crisi finanziaria asiatica \(ilsole24ore.com\)](https://ilsole24ore.com).

[Major Container Ports in the World in 2024 \(Definitive List\) \(maritimemanual.com\)](https://maritimemanual.com).

[PIL PRO CAPITE - ELENCO DEI PAESI \(tradingeconomics.com\)](https://tradingeconomics.com).

[rapporto2022.pdf \(borsaitaliana.it\)](https://borsaitaliana.it).

[Report corporate governance 2020 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).

REPUBLIC OF SINGAPORE INDEPENDENCE ACT 1965, in: [Republic of Singapore Independence Act 1965 - Singapore Statutes Online \(agc.gov.sg\)](#).

[RIETI - Governance Challenge for Japanese Companies: A re-evaluation of equity block ownership by corporations](#).

[SGX Corporate Governance Code Disclosure Survey Report \(kpmg.com\)](https://kpmg.com).

[Singapore Airlines - Wikipedia](#).

[Singapore: millionaires numbers | Statista](#).

[Singapore's top 100 companies outperform the global ave - KPMG Singapore](#).

[Sistema di controllo interno - Wikipedia](#).

[Sostenibilità condivisa: Lettera agli azionisti e stakeholder | Enel](#).

[Tracking Corporate Governance in Asia | Insights | Eastspring Investments](#).

Transparency International Annual Report. [Home - Transparency.org](https://www.transparency.org).