

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

**IL NUOVO ATLANTE.**

**COME GLI SHOCK GLOBALI**

**STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA**

**INTRODUZIONE** STEFANO MANZOCCHI, FRANCESCO SARACENO

Alfonso Arpaia  
Filippo Bontadini  
Nicola Borri  
Floriana Cerniglia  
Tommaso Ciarli  
Lorenzo Codogno  
Maurizio Franzini  
Valentina Meliciani  
Marcello Messori  
Michele Raitano  
Francesco Saraceno  
Maria Savona  
Alessandro Turrini  
Ariel L. Wirkierman  
Alessandro Zattoni

N. 2-2022

Rivista di  
**Politica Economica**

Direttore: Stefano Manzocchi

**Advisory Board**

Cinzia Alcidi

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Marina Brogi

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Sergio Fabbrini

Alessandro Fontana

Giampaolo Galli

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Luigi Guiso

Francesco Lippi

Francesca Mariotti

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Gianmarco Ottaviano

Ugo Panizza

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Maria Rita Testa

Fabrizio Traù

Gilberto Turati

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

IL NUOVO ATLANTE.  
COME GLI SHOCK GLOBALI  
STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA

**Introduzione** ..... pag. 5  
Stefano Manzocchi, Francesco Saraceno

## 1. IL NUOVO CONTESTO MACRO-FINANZIARIO

**Crescita e inflazione: una tempesta al rallentatore** ..... » 13  
Lorenzo Codogno

**Il ritorno della politica di bilancio e il rilancio  
degli investimenti pubblici** ..... » 31  
Floriana Cerniglia, Francesco Saraceno

**Politica monetaria, intermediazione finanziaria e *policy mix*:  
il caso dell'Unione europea** ..... » 49  
Marcello Messori

## 2. DISEQUILIBRI E NUOVI EQUILIBRI NEGLI ASSETTI ECONOMICI E SOCIALI

**La disuguaglianza, i suoi meccanismi  
e le sue conseguenze** ..... » 73  
Maurizio Franzini, Michele Raitano

**Disoccupazione e isteresi nei paesi UE:  
lezioni da crisi molto differenti** ..... » 85  
Alfonso Arpaia, Alessandro Turrini

**Sistemi di *corporate governance*: caratteristiche strutturali  
e prospettive future** ..... » 109  
Alessandro Zattoni

## 3. L'INNOVAZIONE NEI SISTEMI DELLA PRODUZIONE E DELLA FINANZA

**I club europei dell'innovazione** ..... » 133  
Ariel L. Wirkierman, Tommaso Ciarli, Maria Savona

***Nearshoring* e *Farshoring* in Europa nell'economia globale** ... » 165  
Filippo Bontadini, Valentina Meliciani, Maria Savona, Ariel L. Wirkierman

***Fintech*: scenari e sfide per una possibile finanza del futuro** ... » 181  
Nicola Borri

## Sistemi di *corporate governance*: caratteristiche strutturali e prospettive future

Alessandro Zattoni\*

- *I sistemi di corporate governance determinano il comportamento (e.g., le strategie, gli investimenti) e i risultati (e.g., la crescita, la redditività) delle imprese e, indirettamente, anche dei sistemi economici. Dopo la caduta del regime sovietico fondato sul modello socialista, parafrasando il celebre libro di Francis Fukuyama The End of History and the Last Man<sup>1</sup>, possiamo sostenere di essere giunti alla fine della storia dei sistemi di corporate governance? Tutti i paesi industrializzati ed emergenti stanno convergendo verso un unico modello capitalistico?*
- *Anche dopo la sostanziale scomparsa del modello socialista, i modelli di capitalismo sviluppatosi a livello nazionale continuano a differire tra loro. Non si è, cioè, verificata la convergenza dei vari sistemi di corporate governance verso un unico modello comune che, secondo alcuni studiosi, doveva essere quello anglo-americano, in quanto ritenuto più efficiente ed efficace<sup>2</sup>.*
- *Partendo da queste riflessioni, questo lavoro analizza i principali sistemi di corporate governance al fine di presentarne le caratteristiche, la recente evoluzione e le prospettive future. In particolare, si evidenzia come i vari sistemi siano orientati a creare valore per gli azionisti o per gli stakeholder e come le recenti crisi – si pensi, ad esempio, alla crisi finanziaria o a quella legata all'epidemia da Covid-19 – possano modificare tale orientamento in futuro.*

JEL Classification: G3, P1, P4, P5.

Keywords: sistemi di *corporate governance*, convergenza, performance, uguaglianza.

---

\* azattoni@luiss.it, Università Luiss Guido Carli.

<sup>1</sup> Fukuyama F., *The End of History and the Last Man*, New York, Free Press, 1992.

<sup>2</sup> Hansmann H., Kraakman R., "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, 2001, 89, pp. 439-468.

## 1. I sistemi di *corporate governance*

All'inizio degli anni Novanta, numerosi eventi hanno contribuito ad attirare l'interesse di studiosi, *policymaker* e uomini di affari sulle caratteristiche e la performance dei modelli di *corporate governance*. Dopo la caduta del sistema socialista sovietico, il sistema capitalistico rappresentava il modello di *corporate governance* più efficiente, se non l'unico possibile. Tuttavia, la perdita di competitività sperimentata dal modello capitalistico americano e la crescente competitività mostrata dal modello tedesco-giapponese alimentano un intenso dibattito sulle caratteristiche dei sistemi di *corporate governance* dei paesi industrializzati e sulla loro efficacia nello stimolare la crescita e la creazione di valore.

L'evidenza empirica accumulata ha enfatizzato che i sistemi di *corporate governance* dei principali paesi industrializzati differiscono significativamente tra loro. Le istituzioni formali (e.g., leggi, regolamenti) e informali (e.g., cultura, tradizioni) che li caratterizzano influenzano la *corporate governance*, le strategie e i risultati delle imprese che in essi operano.

Sebbene non esistano due paesi che hanno il medesimo sistema di *corporate governance*, gli studiosi hanno identificato tre modelli principali: (a) il sistema anglo-americano, che caratterizza ad esempio gli Stati Uniti e il Regno Unito; (b) il sistema renano, tipico della Germania e del Giappone; (c) il sistema latino, che caratterizza paesi come la Francia, l'Italia e la Spagna<sup>3</sup>.

### 1.1 IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE ANGLO-AMERICANO

Il sistema di *corporate governance* anglo-americano è definito *market-oriented* o *outsider system* a causa della forte influenza dei mercati finanziari (in particolare del mercato azionario). In tale modello, i mercati finanziari controllano e incentivano i top manager a perseguire la creazione di valore azionario.

Il mercato dei capitali svolge una funzione fondamentale: trasforma il risparmio degli investitori in risorse finanziarie disponibili per finanziare gli investimenti delle imprese e degli intermediari finanziari. Il mercato azionario (e.g., NYSE e NASDAQ per gli Stati Uniti) assume grande rilevanza per l'elevato numero di IPO (*Initial Public Offering*) o di imprese quotate, della capitalizzazione di borsa e del suo peso sul prodotto interno lordo nazionale, del volume di scambi azionari giornalieri e annuali.

---

<sup>3</sup> Zattoni A., *Corporate Governance - How to Design Good Companies*, Milano, Bocconi University Press, 2020.

I mercati finanziari sono ampi, liquidi ed efficienti. Il comportamento degli operatori che prestano e ricevono risorse finanziarie è attentamente regolamentato e monitorato dalla Securities and Exchange Commission (SEC), istituita nel 1934. Il sistema legale protegge coloro che forniscono risorse finanziarie alle imprese e agli intermediari, favorendo sia l'efficienza e la sicurezza delle transazioni, sia la dispersione dell'assetto proprietario.

Un'altra caratteristica distintiva del sistema di *corporate governance* anglo-americano è l'utilizzo di una rigida disciplina antitrust (e.g., *Sherman Act* del 1900 e *Clayton Act* del 1914) per prevenire l'eccessiva concentrazione di potere di mercato nelle mani di poche grandi imprese (ad esempio attraverso la creazione di cartelli e monopoli). Inoltre, le imprese sono maggiormente integrate verticalmente e inclini a gestire le relazioni con i fornitori in modo antagonistico, attraverso ripetute negoziazioni contrattuali di breve termine. Infine, a partire dagli anni Trenta del secolo scorso (e.g., *Glass-Steagall Act* del 1933), la legislazione ha regolamentato la relazione tra le imprese e gli intermediari finanziari, separando cioè le banche commerciali dalle banche di investimento. Nonostante l'evoluzione della normativa non sia sempre andata in questa direzione (e.g., il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999 ha ridotto la regolamentazione del settore bancario, mentre il *Dodd-Frank Act* del 2010 la ha nuovamente aumentata), la relazione tra imprese industriali e intermediari finanziari è tradizionalmente meno collaborativa rispetto ad altri sistemi di *corporate governance*.

Le grandi società quotate di questi paesi hanno un azionariato frazionato. La dispersione azionaria determina sia la separazione tra la proprietà (i.e., il diritto ai flussi di cassa che spetta agli azionisti) e il controllo (il diritto di influenzare le grandi decisioni che è delegato ai top manager), sia indebolisce l'incentivo degli azionisti a controllare i top manager. In queste circostanze, il top management - e in particolare il CEO (*Chief Executive Officer*) - può determinare le principali scelte strategiche e di *governance* dell'impresa. Ad esempio, il CEO può condizionare la lista dei consiglieri proposta all'assemblea allo scopo di creare un consiglio di amministrazione che sia amichevole o per lo meno non ostile, così da potere condizionare le decisioni aziendali e massimizzare i benefici privati del controllo (e.g., potere, reputazione, compensi, *fringe benefit*), anche a spese della creazione di valore aziendale. La frammentazione dell'azionariato e il comportamento passivo degli azionisti aumentano il potere decisionale dei CEO. Essi, infatti, combinano spesso il ruolo di presidente e di amministratore delegato, ricevono deleghe molto ampie e hanno un compenso molto elevato grazie a potenti incentivi azionari. In queste circostanze, la progettazione dei meccanismi di *corporate governance* (e.g., il consiglio di amministrazione, i sistemi di ricompensa) ha l'obiettivo di controllare il

comportamento dei top manager o di allineare il loro interesse a quello degli azionisti.

Negli ultimi decenni, la composizione azionaria delle imprese si è modificata, perché l'investimento dei piccoli risparmiatori è stato progressivamente intermediato dai grandi investitori istituzionali (e.g. fondi comuni come BlackRock, Vanguard e Fidelity, o fondi pensione come Calpers o Scottish Widows). Se i piccoli risparmiatori non erano incentivati ad esercitare un controllo attivo sul management dell'impresa, poiché non disponevano di partecipazioni rilevanti e di competenze sofisticate, gli investitori istituzionali hanno iniziato ad esercitare un'influenza crescente sulle imprese grazie al possesso di quote rilevanti del capitale azionario e alla creazione di team dedicati ad esercitare quest'attività. Sono cioè passati da essere "investitori attivi", cioè investitori che comprano e vendono le azioni senza influenzare il top management, ad "azionisti attivi", cioè azionisti che esercitano un'influenza rilevante sul top management per migliorare la *corporate governance*, la strategia e la performance azionaria. In seguito all'aumento del loro peso e al cambiamento del loro approccio (da azionisti passivi ad azionisti attivi), gli investitori istituzionali hanno iniziato a intraprendere delle iniziative (e.g., inviare delle proposte al consiglio di amministrazione, incontrare i vertici delle società, prendere posizione pubblicamente su alcune decisioni aziendali, partecipare attivamente in assemblea) volte a influenzare la strategia e la *corporate governance* delle società quotate, al fine di ridurre il potere dei CEO e di aumentare la creazione di valore aziendale. Essi hanno, inoltre, promosso la nascita e l'evoluzione dei codici di buona *governance*, che hanno favorito il progressivo miglioramento delle caratteristiche dei consigli di amministrazione. Si pensi ad esempio alla nomina di un *senior (or lead) independent director*, all'aumento del numero dei consiglieri esecutivi, alla riduzione della sovrapposizione tra presidente e CEO, alla creazione di comitati (e.g., su audit e rischi, remunerazione e nomina) composti da consiglieri indipendenti (e competenti), all'introduzione di processi di formazione (*induction*) o di autovalutazione del consiglio, e così via.

Nei casi di performance aziendale insoddisfacente, se il consiglio di amministrazione è amichevole (o non ostile) al CEO, la situazione negativa può rischiare di prolungarsi e aggravarsi a causa dell'inerzia dei consiglieri nell'affrontare il problema. In queste circostanze, il principale meccanismo per sostituire i top manager è rappresentato dal mercato per il controllo societario. Tale mercato opera attraverso sia le battaglie per le deleghe (*proxy fight o proxy contest*), sia le offerte pubbliche di acquisto (*takeover*). Le prime si realizzano quando uno o più azionisti rilevanti, delusi per la *corporate governance* e la performance aziendale, presentano delle risoluzioni in assemblea che contrastano con le posizioni o le proposte del management. Qualora

manchi completamente la fiducia nei vertici aziendali, gli investitori istituzionali possono anche proporre una lista di consiglieri diversa da quella presentata dal consiglio uscente. In questi casi, l'obiettivo degli investitori consiste nel persuadere un numero sufficiente di azionisti a votare per la loro proposta al fine di sostituire il top management e a nominare un consiglio di amministrazione più indipendente. In alternativa, un investitore può prima acquisire un importante quantitativo di azioni e, successivamente, lanciare un'offerta pubblica di acquisto che, nel caso abbia successo, gli consenta di controllare l'assemblea e di eleggere un nuovo consiglio di amministrazione, che nominerà un nuovo CEO. Questi due meccanismi non sono tuttavia così diffusi, in quanto sono costosi e producono un esito incerto. Da un lato, la battaglia per le deleghe impone un costo elevato a chi la promuove a fronte di guadagni limitati perché condivisi proporzionalmente con tutti gli azionisti; dall'altro, l'offerta pubblica di acquisto può generare consistenti vantaggi economici per chi la realizza, ma per produrre tali risultati il valore creato deve superare gli ingenti costi legali e finanziari sostenuti per realizzarla.

## 1.2 IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE RENANO

Il sistema di *corporate governance* renano o tedesco-giapponese è definito "network-oriented" o "insider system", a causa rispettivamente dell'importanza delle relazioni che si creano tra i gruppi industriali e quelli finanziari e della presenza di una coalizione di azionisti di controllo.

In questo sistema di *corporate governance*, le imprese finanziano i loro investimenti futuri utilizzando soprattutto l'autofinanziamento, i.e., il flusso di cassa generato e reinvestito in azienda, e il finanziamento bancario a medio-lungo termine. Coerentemente, il mercato del capitale di rischio (e.g., il ricorso a significativi aumenti di capitale per raccogliere le risorse finanziarie necessarie per alimentare la crescita) svolge un ruolo meno rilevante rispetto a quanto avviene nel sistema di *corporate governance* anglo-americano.

In questi paesi, il mercato azionario è più piccolo e meno trasparente. Il numero di imprese quotate, la capitalizzazione di borsa e il suo peso sul PIL nazionale, così come il volume e il valore degli scambi azionari, è significativamente inferiore rispetto al sistema anglo-americano. Se negli Stati Uniti il flottante è molto elevato e gli azionisti scambiano velocemente le azioni in loro possesso, rischiando così di promuovere un orientamento manageriale al breve termine, nei sistemi di *corporate governance* di tipo renano il flottante e gli scambi azionari sono significativamente inferiori perché un consistente numero di azionisti sono *stakeholder* orientati a possedere le azioni nel medio-lungo periodo.



Una variabile che contribuisce a spiegare questa differenza è il livello di protezione degli investitori (i.e., i diritti degli azionisti e dei creditori e il loro *enforcement*). Uno studio empirico condotto su 49 paesi a livello mondiale ha evidenziato infatti che: nei sistemi di *corporate governance* di tipo anglo-americano, l'elevata protezione degli investitori consente agli azionisti di controllo di vendere sul mercato o di diluire (mediante aumenti di capitale) la quota azionaria in loro possesso dando così luogo alle c.d. imprese ad azionariato diffuso; viceversa, il basso livello di protezione degli investitori che caratterizza il modello renano scoraggia gli azionisti di controllo dal cedere o dal diluire il loro pacchetto azionario di maggioranza, favorendo così il permanere di un assetto proprietario concentrato. In sintesi, secondo la c.d. prospettiva "Law and Finance", un elevato livello di protezione degli investitori – soprattutto di minoranza – è una condizione indispensabile per favorire sia la crescita e l'efficienza del mercato dei capitali, sia la dispersione dell'assetto proprietario<sup>4</sup>.

Una seconda variabile che contribuisce a spiegare questa differenza riguarda, invece, la presenza e la rilevanza degli investitori istituzionali, i.e., fondi comuni e fondi pensione *in primis*. Nei sistemi di *corporate governance* anglo-americani, tali investitori non sono solo più diffusi e più grandi, ma investono anche una quota più importante delle loro risorse finanziarie in titoli azionari. Se si considera che nei sistemi anglosassoni, a causa dell'assenza di meccanismi di *social welfare*, i fondi pensione assumono dimensioni più grandi e svolgono un ruolo più rilevante che negli altri paesi, il divario tra tali nazioni e quelle appartenenti all'Europa continentale appare ancora più evidente.

Le grandi imprese che operano all'interno dei sistemi di *corporate governance* renani sono tipicamente gruppi industriali o finanziari. All'interno di questi paesi, infatti, le imprese che operano nella stessa filiera del valore – se non nello stesso settore – tendono a sviluppare relazioni cooperative. Diversi motivi contribuiscono a spiegare questo fenomeno in Germania: le difficoltà incontrate per uscire dai confini europei, la tendenza delle grandi banche (le c.d., *Grossbanken*) ad investire in imprese che competono sugli stessi mercati, una legislazione nazionale che consente alle imprese concorrenti di firmare accordi volti a regolare il volume di produzione o i prezzi di mercato, un sistema scolastico e universitario che fornisce una formazione manageriale o tecnica qualificata a persone appartenenti alle stesse classi sociali.

In Giappone, le relazioni collaborative tra imprese sono spesso rafforzate da partecipazioni azionarie, accordi contrattuali orientati al lun-

---

<sup>4</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106 (6), pp. 1113-1155.

go periodo, valori e norme sociali condivise. I grandi gruppi giapponesi possono essere gruppi conglomerati o integrati verticalmente. I conglomerati o gruppi orizzontali – conosciuti anche come *keiretsu* – sono costituiti da numerose imprese che competono in vari settori. I più grandi *keiretsu* – identificati come i “Big Six” (i.e., Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuyo, Sanwa, Dai-Ichi Kangyo Bank) – comprendono solitamente una *trading company*, una banca, un’impresa assicurativa e varie imprese industriali (e.g., una siderurgica, una chimica). I gruppi verticali comprendono, invece, numerose imprese che svolgono, sotto la direzione o il coordinamento dell’impresa capogruppo, varie fasi del processo produttivo che va dalle materie prime al prodotto finito. Appartengono alla categoria dei gruppi integrati verticalmente imprese come Toyota, Hitachi e Toshiba. Le imprese appartenenti a questi gruppi sono collegate da relazioni contrattuali, partecipazioni azionarie e relazioni personali che alimentano contemporaneamente la competizione e la collaborazione.

Le relazioni tra imprese e intermediari finanziari sono caratterizzate da un’intensa collaborazione, che in alcuni casi può anche sfociare in una vera e propria collusione. Secondo il modello della *Hausbank* (o *main bank*), tutti i servizi finanziari sono forniti dal medesimo intermediario che spesso possiede una partecipazione azionaria nell’impresa, esercita i diritti di voto dei piccoli investitori e agisce come consulente e partner finanziario privilegiato. In Germania, un ruolo rilevante è stato storicamente svolto dalle tre grandi banche nazionali: Deutsche Bank, Dresdner Bank e Commerzbank.

Gli studiosi di *governance* hanno cercato di capire se una stretta relazione tra imprese e intermediari produca effetti positivi o negativi sulle imprese e sul sistema economico. Secondo alcuni, la presenza degli stessi soggetti come finanziatori di capitale di rischio e di debito può creare dei conflitti di interesse; ad esempio, può indurre i manager delle grandi banche a subordinare le decisioni delle imprese all’interesse del creditore. Secondo altri studiosi, invece, le grandi banche sono azionisti attivi e interessati a migliorare la crescita e la performance aziendale di medio-lungo periodo.

Le grandi imprese del modello renano hanno una struttura proprietaria fortemente concentrata. Un singolo azionista o, più spesso, una coalizione di azionisti detiene il controllo dell’impresa. I grandi azionisti sono ricche famiglie imprenditoriali, banche o altri intermediari finanziari, imprese industriali e, in alcuni casi, anche i *Länder*. La posizione di controllo dei grandi azionisti è spesso rafforzata da una rete di partecipazioni, anche reciproche. La creazione della rete di partecipazioni azionarie è stata favorita dalla normativa nazionale e dalle pratiche di cogestione delle imprese, che alimentano la collaborazione tra manager e dipendenti. Stante l’elevata concentrazione della struttura azionaria, è raro identificare una netta separazione tra proprietà e controllo.

La concentrazione azionaria e l'identità dei grandi azionisti ha un impatto sugli obiettivi aziendali. Se i piccoli azionisti e gli investitori istituzionali sono principalmente interessati alla creazione di valore azionario, le imprese industriali e gli intermediari finanziari hanno spesso relazioni commerciali con le imprese partecipate e, di conseguenza, possono perseguire altri obiettivi, come ad esempio la massimizzazione del valore azionario di gruppo o delle sinergie tra le varie società partecipate. In alcuni casi, queste relazioni possono anche generare rilevanti conflitti di interesse.

Il consiglio di amministrazione delle grandi imprese tedesche e giapponesi ha caratteristiche peculiari a causa della normativa e della cultura nazionale. In Germania, la normativa richiede che le società per azioni (*AG, Aktiengesellschaft*) e le società a responsabilità limitata (*GmbH, Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) abbiano un consiglio di amministrazione a due livelli (*two-tier board*). In modo simile al modello dualistico italiano, il modello di amministrazione e controllo comprende due organi separati e gerarchicamente ordinati: il consiglio di sorveglianza (*Supervisory board o Aufsichtsrat*) e il consiglio di gestione (*Management board o Vorstand*). Il consiglio di sorveglianza ha il compito di nominare, controllare, fissare la retribuzione e, se necessario, licenziare i membri del consiglio di gestione. Quest'ultimo ha invece il compito di gestire il business, ma in caso di decisioni strategiche critiche (come, ad esempio, la chiusura di un impianto o la cessione di una società) consulta sempre il consiglio di sorveglianza per capire quale soluzione possa meglio contemperare i vari interessi convergenti nell'impresa. A differenza del modello dualistico italiano, la normativa assegna ai dipendenti il diritto di nominare un numero significativo dei membri del consiglio di sorveglianza, i.e., un terzo se l'impresa ha più di 500 dipendenti e la metà se ne ha più di 2.000.

Il ruolo del consiglio di sorveglianza è stato solitamente più formale che sostanziale. Esso aveva tradizionalmente un elevato numero di consiglieri, la maggioranza dei quali non era indipendente in quanto scelta tra i manager dell'impresa andati in pensione, i manager delle società controllate, i manager delle grandi banche e società di assicurazione collegate con l'impresa. Inoltre, il consiglio non costituiva comitati al proprio interno, si riuniva raramente e per un periodo relativamente breve, distribuiva informazioni parziali e filtrate dal management, remunerava i suoi membri con un compenso modesto. Questa situazione è stata progressivamente modificata dall'introduzione e dalla successiva evoluzione del codice di *corporate governance* nazionale in linea con le *best practice* internazionali. Tuttavia, anche in precedenza, il fatto che i dipendenti potessero eleggere un numero significativo di loro rappresentanti nel consiglio di sorveglianza, insieme alla creazione di consigli di fabbrica (*workers council o Betriebsräte*), ha contribuito ad assegnare ai collaboratori un'influenza

non solo formale, ma anche sostanziale, sulle decisioni strategiche e di *governance* dell'impresa.

Il principio di codeterminazione ha conseguenze significative sulla gestione delle grandi imprese tedesche, soprattutto quando le scelte strategiche possono modificare il benessere e la condizione dei dipendenti. Tutte le volte che un'impresa tedesca deve affrontare dei dilemmi etici che concernono i lavoratori (e.g., la chiusura di uno stabilimento o il licenziamento di numerosi lavoratori a causa del consistente calo della domanda o della scarsa efficienza di uno stabilimento), il consiglio di gestione coinvolge il consiglio di sorveglianza per identificare una soluzione che possa conciliare l'interesse aziendale con quello dei lavoratori. Tradizionalmente il processo prevede il coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* rilevanti (i.e., i top manager, il consiglio di fabbrica, il sindacato e i lavoratori), al fine di evitare decisioni estreme e conflittuali che possono nuocere alla armonia aziendale di lungo periodo. La ricerca di soluzioni orientate al lungo periodo, cioè che preservano il benessere dei lavoratori e l'economicità aziendale, permette alle imprese di ridurre costi gestionali, evitare la fuoriuscita di lavoratori specializzati e incrementare la flessibilità gestionale. Le soluzioni che sono state individuate in passato da grandi gruppi industriali tedeschi (come Volkswagen o Siemens) hanno previsto – oltre all'eventuale utilizzo di piani di prepensionamento – la proporzionale riduzione dell'orario di lavoro e del relativo compenso, oppure l'aumento dell'orario di lavoro a parità di remunerazione.

Anche se la loro dimensione si è ridotta gradualmente nel corso del tempo, i consigli di amministrazione delle grandi imprese giapponesi sono ancora caratterizzati da un numero più elevato di membri rispetto alle imprese di altri paesi. Il consiglio di amministrazione è tradizionalmente composto da vari manager dell'impresa e da pochi consiglieri non esecutivi, tra cui sono peraltro compresi anche i consiglieri nominati dalle grandi banche o da altre imprese del gruppo. Anche in assenza di una normativa che garantisca la presenza di rappresentanti dei dipendenti all'interno del consiglio di amministrazione, la cultura e la tradizione incoraggiano i consiglieri e i top manager a conciliare gli interessi dei vari *stakeholder*, in particolare quelli degli azionisti e dei dipendenti.

Nel sistema di *corporate governance* renano il mercato per il controllo societario svolge un ruolo limitato. Gli ostacoli al funzionamento del mercato per il controllo societario comprendono l'elevata concentrazione azionaria, i minori obblighi informativi verso l'esterno, relazioni con gli *stakeholder* orientate al lungo termine, il perseguimento della crescita per vie interne. In queste condizioni, è estremamente difficile acquisire il controllo di un'impresa – mediante un *takeover* o una *proxy fight* – senza avere il consenso dei principali *stakeholder*. I rari cambiamenti del controllo avvengono solitamente in modo graduale

e consensuale. In una prima fase, l'investitore acquista sul mercato una quota azionaria di minoranza; successivamente, lo stesso avvia una negoziazione con i principali azionisti. Anche in questo caso, le grandi banche svolgono un ruolo rilevante, sia acquistando o finanziando l'acquisto di azioni dell'impresa target, sia fornendo un servizio di consulenza finanziaria per realizzare l'operazione.

In assenza del mercato per il controllo societario, il compito di controllare e di eventualmente rimuovere i manager inefficienti è spesso esercitato dalla coalizione degli azionisti di controllo e dagli intermediari finanziari. Le grandi banche sono un attore importante a causa dell'intenso legame che intrattengono con le imprese industriali. Gli intermediari finanziari – fornendo alle imprese industriali risorse finanziarie sotto forma di capitale (di debito e di rischio) – sono molto interessati al successo delle imprese e, di conseguenza, intervengono ogni qual volta esse affrontino problemi di competitività o corrano il rischio di insolvenza. In questi casi, facilitano la risoluzione della crisi sostituendo il top management e predisponendo un piano di salvataggio volto a rilanciare l'impresa nel rispetto dell'interesse dei vari *stakeholder*.

### 1.3 IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE LATINO

Il sistema di *corporate governance* latino include numerosi paesi come l'Italia, la Francia, la Spagna, il Belgio, il Portogallo e la Grecia. Le principali caratteristiche di questo modello sono la presenza di un azionista di controllo, forti legami tra le imprese e un peso limitato del mercato dei capitali. Questo modello è significativamente diverso da quello anglo-americano ed è considerato una variante del modello "network-oriented" o "insider system".

In questo sistema di *corporate governance*, il mercato del capitale di rischio svolge un ruolo meno rilevante rispetto al modello anglo-americano: il numero di nuove quotazioni e di imprese quotate, la capitalizzazione di mercato e la sua incidenza sul PIL nazionale, la liquidità e gli scambi di mercato giornalieri sono limitati.

I paesi con una tradizione legale di diritto civile francese sono quelli che garantiscono il più basso livello di protezione degli investitori (azionisti e creditori). Inoltre, l'*enforcement* della normativa è meno efficiente rispetto ai paesi con tradizione legale di diritto civile tedesca o scandinava o ai paesi anglo-americani, il cui sistema legale è fondato sulla *common law*. Secondo la prospettiva "Law and Finance", il basso livello di protezione concesso agli investitori contribuisce a spiegare l'elevata concentrazione azionaria delle grandi imprese del modello latino. La mancanza di protezione legale impedisce, infatti, all'azionista di controllo di cedere sul mercato o di diluire la propria quota al fine di evitare le conseguenze negative associate alla

separazione tra proprietà e controllo. Inoltre, la limitata presenza di investitori istituzionali e la loro propensione ad investire in obbligazioni e titoli di Stato può avere contribuito ad aggravare questo problema.

Stante le dimensioni del mercato azionario e l'assenza di investitori istituzionali attivi, le imprese tendono a finanziare gli investimenti futuri attraverso l'autofinanziamento e il ricorso all'indebitamento. L'utilizzo degli aumenti di capitale di rischio è limitato perché gli azionisti di controllo non vogliono diluire la loro influenza sull'impresa. Le relazioni con gli intermediari finanziari, solitamente collaborative e orientate al lungo termine, sono più strette in alcuni paesi come la Francia e la Spagna, mentre in altri paesi come l'Italia e il Belgio sono più limitate. Questo avviene perché la normativa separa le banche commerciali da quelle di investimento, limitando di fatto la possibilità delle prime di acquistare partecipazioni nelle imprese industriali.

Le grandi imprese che operano nei paesi latini sono gruppi industriali, spesso diversificati. Al vertice del gruppo c'è una società *holding* controllata da una famiglia imprenditoriale o dallo Stato. Al livello intermedio si trovano varie *sub-holding* finanziarie che, a loro volta, controllano le società operative operanti nei vari business.

Soprattutto in passato, i grandi gruppi industriali erano collegati tra loro da partecipazioni azionarie, spesso reciproche. Tali partecipazioni avevano il duplice effetto di consolidare il controllo ai vertici del gruppo e di creare un legame economico tra i vari gruppi. Le partecipazioni tra le società capogruppo facilitavano anche la presenza di consiglieri di amministrazione in due o più imprese (*interlocking directorate*) e la stesura di accordi tra azionisti (e.g., patti di sindacato di voto o di blocco) volti a consolidare la loro influenza.

L'assetto proprietario dei grandi gruppi è tuttora molto concentrato. Solitamente il primo azionista o una coalizione di azionisti detiene il controllo dell'impresa. Pur essendo la posizione dei grandi azionisti difficilmente contestabile, vi sono alcune differenze tra i vari paesi. Ad esempio, se in Belgio e in Italia il principale azionista possiede spesso la maggioranza dei diritti di voto, in Spagna e in Francia la posizione di controllo è maggiormente contestabile.

I principali azionisti dei grandi gruppi industriali sono rappresentati da ricche famiglie imprenditoriali che controllano direttamente o indirettamente la *holding* al vertice del gruppo. Il controllo è spesso ottenuto attraverso l'utilizzo di meccanismi volti ad amplificare la posizione di controllo sulle attività aziendali (i c.d. *Control Enhancing Mechanisms* o *CEMs*). Si pensi ad esempio alle azioni a voto multiplo, a voto limitato o senza diritto di voto, ai gruppi piramidali, o agli accordi tra azionisti.

Soprattutto in alcuni paesi, come la Francia o l'Italia, lo Stato possiede partecipazioni di controllo in diversi gruppi che operano in settori

strategici (e.g., energia, petrolio, difesa, trasporti). Durante gli anni Novanta, sotto lo stimolo dell'Unione europea, questi paesi hanno avviato processi di liberalizzazione di ampi settori dell'economia nazionale e hanno contemporaneamente privatizzato (totalmente o parzialmente) i grandi gruppi a controllo statale che operavano come monopoli o oligopoli in tali settori.

Nel sistema di *corporate governance* latino, gli azionisti delle grandi imprese detengono una forte influenza sull'assemblea e sulla composizione del consiglio di amministrazione. In questo contesto, i manager hanno una limitata discrezionalità e potere decisionale rispetto al modello anglo-americano. Essi difficilmente possono perseguire il proprio interesse personale a danno di quello degli azionisti; molto più spesso è l'azionista di controllo che utilizza il suo potere per incrementare i propri benefici privati del controllo (monetari e non monetari) ai danni degli azionisti di minoranza e degli altri *stakeholder*. Questo rischio è amplificato dal fatto che la protezione legale degli investitori è bassa, l'*enforcement* della normativa non è efficiente, il peso degli investitori istituzionali è limitato e gli altri *stakeholder* (e.g., lavoratori, creditori, fornitori) sono meno influenti rispetto al modello renano.

Nel sistema di *corporate governance* latino, il consiglio di amministrazione rappresenta l'azionista di controllo, che elegge la maggioranza o la totalità dei consiglieri. Sebbene in Francia e in Italia le imprese possano adottare anche il modello di amministrazione e controllo a due livelli, il consiglio di amministrazione ha solitamente un solo livello. Gli azionisti di controllo eleggono come consiglieri sé stessi, top manager dell'impresa o persone di loro fiducia, cioè legate a loro da motivi personali (e.g. familiari, conoscenti) o professionali (e.g., consulenti, partner in affari).

In alcuni paesi, il diritto societario influenza le caratteristiche degli organi di amministrazione e controllo. Ad esempio, nel modello tradizionale italiano gli azionisti nominano non solo un consiglio di amministrazione, ma anche un collegio sindacale, il cui compito principale consiste nel controllare la corretta amministrazione dell'impresa e il rispetto della normativa. Sempre in Italia, la legge consente agli azionisti di minoranza di nominare, mediante il voto di lista, uno o più membri del collegio sindacale e del consiglio di amministrazione. Precisamente, ogni azionista che detiene una percentuale minima di azioni (e.g., l'1,5%) può presentare una lista di candidati (al consiglio e al collegio) e tutti gli azionisti di minoranza concorrono ad eleggere un numero minimo di loro rappresentanti nel consiglio di amministrazione o nel collegio sindacale.

La pubblicazione del codice Cadbury, e il successivo dibattito sulla *corporate governance* delle imprese quotate, ha spinto i paesi appartenenti al modello latino a pubblicare un codice di buona *governance* (e.g., il rapporto Vienot in Francia nel 1995, il codice di buona *governance* spagnolo nel 1998 e il codice di autodisciplina italiano nel 1999) con l'obiettivo di promuovere l'adozione delle *best practice* a livello internazionale. Pur avendo principi e raccomandazioni meno stringenti dei codici anglo-americani, l'introduzione delle *best practice* ha favorito l'evoluzione della cultura e delle pratiche di buona *governance*, riducendo così il *gap* con i paesi più evoluti<sup>5</sup>.

Nel sistema di *corporate governance* latino, l'influenza dell'azionista di controllo non è solitamente contestabile, sia per l'elevato quantitativo di diritti di voto esercitati (anche grazie alla presenza di azionisti fidati e all'utilizzo di meccanismi per il controllo societario), sia per la possibilità di nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione. Di conseguenza, il mercato per il controllo societario - i.e., le battaglie per le deleghe e le acquisizioni ostili - è sostanzialmente inattivo. Anche nei casi in cui la posizione del primo azionista sia contestabile, spesso lo Stato o alcuni azionisti collegati (e.g. imprese, banche) intervengono per bloccare l'operazione.

In queste circostanze, il top management - soprattutto se si tratta dell'azionista di controllo o di una persona da lui nominata - viene raramente sostituito in caso di performance non particolarmente positive. Il principale meccanismo per risolvere le crisi ed evitare il fallimento di grandi imprese - e le conseguenti implicazioni negative sugli *stakeholder* e la collettività - è rappresentato dall'intervento dello Stato o di alcuni intermediari finanziari (tipicamente *merchant* o *investment bank*) che fungono da banche di sistema (e.g., Paribas e Suez in Francia, Mediobanca in Italia). Tali attori hanno risolto le crisi economiche e finanziarie che hanno colpito alcuni grandi gruppi industriali o finanziari, fornendo servizi di consulenza finanziaria, consigliando la realizzazione di operazioni societarie (e.g. M&A, *spin off*, aumenti di capitale) e favorendo l'ingresso di nuovi investitori industriali o finanziari.

#### 1.4 IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE DEI PAESI EMERGENTI

L'analisi comparata dei vari sistemi di *corporate governance* si è inizialmente focalizzata solo sui grandi paesi industrializzati data la loro rilevanza in termini di PIL generato. Negli ultimi decenni, tuttavia, numerosi paesi emergenti - e.g., sia quelli (come la Cina e la Russia) che hanno avviato la transizione da un'economia socialista ad una liberi-

---

<sup>5</sup> Zattoni A., Cuomo F., "Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives", *Corporate Governance: An International Review*, 2008, 16 (1), pp. 1-15.



sta, sia quelli (come il Brasile e l'India) che hanno avviato delle riforme strutturali – hanno accelerato il processo di sviluppo economico, determinando così il loro ingresso tra le principali economie a livello mondiale. Di conseguenza, gli studiosi hanno iniziato ad analizzare le caratteristiche del loro sistema di *corporate governance*.

Dopo secoli di lento sviluppo, tali paesi hanno di recente aumentato il tasso di crescita economica, pur mantenendo un PIL pro-capite relativamente basso. La recente fase di crescita è stata promossa da numerose riforme istituzionali, volte a migliorare l'efficienza e la trasparenza del mercato finanziario, del sistema bancario, e di numerosi settori industriali. Grazie ad un processo di crescita intenso, i cinque paesi c.d. BRICS (i.e., Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa) hanno assunto un importante ruolo economico e politico a livello globale (i.e., nel 2017 avevano più del 40% della popolazione mondiale e producevano circa il 25% del PIL mondiale).

Questi paesi sono stati per lungo tempo caratterizzati da inefficienti istituzioni formali (e.g., la protezione degli investitori e dei diritti di proprietà) e informali (e.g., cultura, norme e tradizioni), che ne hanno ostacolato lo sviluppo. Se tali paesi hanno gradualmente migliorato la qualità delle istituzioni formali, la loro applicazione sostanziale è ancora significativamente inferiore rispetto ai paesi industrializzati. Ad esempio, in numerosi paesi, l'effettiva applicazione delle leggi e dei regolamenti concernenti la trasparenza informativa e gli scambi sul mercato azionario è tuttora così bassa da scoraggiare la creazione di un mercato finanziario trasparente e di grandi dimensioni. In queste condizioni, le istituzioni informali (come ad esempio le relazioni personali, familiari e professionali) svolgono un ruolo decisivo nella allocazione delle risorse e nella regolazione degli scambi. In altre parole, se i paesi industrializzati utilizzano regole formali (*rule-based*) basate sulla razionalità e sull'efficienza del sistema economico, i paesi emergenti usano relazioni personali (*relationship-based*) fondate sulla discrezionalità e sulla vicinanza a chi detiene il potere decisionale<sup>6</sup>.

Alcuni studiosi hanno recentemente analizzato la qualità delle istituzioni (formali e informali) di numerosi paesi emergenti o industrializzati. Tali studi indicano che permane una significativa differenza tra i vari paesi e sistemi di *corporate governance* per quanto concerne il livello di sviluppo delle istituzioni. Le istituzioni formali sono state gradualmente rafforzate e oggi non presentano sostanziali differenze tra i paesi industrializzati e le economie emergenti: ad esempio se la protezione dei diritti legali e delle minoranze è più forte nei paesi industrializzati, i diritti dei creditori sono più tutelati nelle economie

---

<sup>6</sup> Li S., "China's (Painful) Transition from Relation-Based to Rule-Based Governance: When and How, Not If and Why", *Corporate Governance: An International Review*, 2013, 21 (6), pp. 567-576.

emergenti. Viceversa, le istituzioni informali continuano ad avere livelli qualitativi molto diversi tra i vari paesi: i.e., i paesi industrializzati hanno un'efficienza significativamente più elevata per quello che concerne l'applicazione delle norme sulla tutela del debito, sulla lotta alla corruzione e sulla trasparenza verso l'esterno<sup>7</sup>.

Una caratteristica distintiva dei paesi emergenti è la forte presenza dei gruppi di impresa. Questi hanno caratteristiche diverse rispetto alle grandi imprese conglomerate anglo-americane: i.e., ogni business è incorporato in un'impresa indipendente e ha un consiglio di amministrazione e un top management più o meno autonomo dalla società capogruppo. Le imprese appartenenti al gruppo sono collegate tra loro da numerose relazioni economiche (e.g., partecipazioni azionarie, prestiti, scambi di beni o servizi) e sociali (e.g., appartenenza alla stessa famiglia, legami amicali o professionali). I gruppi di imprese dominano le economie dei paesi emergenti poiché la debolezza delle istituzioni formali riduce l'efficienza dei mercati in cui si scambiano beni, capitali e competenze. In queste condizioni, i gruppi di impresa colmano le inefficienze delle istituzioni e migliorano la performance aziendale internalizzando le transazioni, cioè scambiando le risorse tra le società appartenenti al medesimo gruppo.

Le imprese che operano nei paesi emergenti hanno una struttura proprietaria molto concentrata. Stante l'inefficienza dell'ambiente istituzionale, le ricche famiglie imprenditoriali (in India, Messico o Turchia) – o lo Stato (in Cina o Russia) – preferiscono mantenere il controllo delle imprese. L'elevato potere delle ricche famiglie imprenditoriali sulle imprese da esse controllate può determinare numerose conseguenze. Tra quelle positive, il controllo familiare riduce il problema principale-agente, concernente il rischio che il top manager persegua il proprio interesse a danno di quello degli azionisti e dell'impresa. Tra le conseguenze negative, in un ambiente istituzionale inefficiente, la famiglia proprietaria può massimizzare i propri benefici privati del controllo espropriando le minoranze.

In assenza di efficienti controlli esterni, i grandi azionisti possono influenzare le principali decisioni delle imprese al fine di massimizzare il loro interesse a danno di quello degli *stakeholder* (inclusi gli azionisti di minoranza). Questo può avvenire in vari modi come, ad esempio, la nomina di membri della famiglia proprietaria a ricoprire posizioni manageriali di vertice, la nomina di consiglieri di amministrazione di fiducia, l'incremento delle retribuzioni dei familiari che ricoprono posizioni manageriali, la realizzazione di operazioni con parti correlate, e così via. Nei paesi emergenti, i problemi che caratterizzano le imprese familiari come l'altruismo parentale – i.e., l'incapacità dei

---

<sup>7</sup> Claessens S., Yurtoglu B.B., "Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey", *Emerging Markets Review*, 2013, 15, pp. 1-33.

genitori di disciplinare i figli (che occupano posizioni manageriali) – e il familismo amorale – i.e., la tendenza a massimizzare i benefici della famiglia a spese dell'impresa o degli *stakeholder* – sono amplificati.

Sotto la spinta degli investitori istituzionali anglo-americani e di importanti organizzazioni internazionali (come l'OECD e l'ICGN), i paesi emergenti hanno progressivamente migliorato la *corporate governance* delle imprese nazionali. Ad esempio, nel 1999 la Corea del Sud ha introdotto una quota obbligatoria del 25% di consiglieri indipendenti, mentre nel 2000 l'India ha stabilito un numero minimo di consiglieri indipendenti e rafforzato i requisiti dei consiglieri che partecipano al comitato di controllo e rischi. Nonostante la positiva evoluzione della *corporate governance* delle grandi imprese quotate nei paesi emergenti, la loro convergenza verso le *best practice* sviluppate dalle imprese dei paesi industrializzati rischia di essere più formale che sostanziale. Se alcune imprese adottano le *best practice* per migliorare l'efficienza dei meccanismi di *corporate governance*, ridurre i rischi e incrementare la performance aziendale, altre imprese le adottano in modo puramente formale – cioè senza migliorare i processi interni – al fine di preservare il potere decisionale nelle mani degli azionisti di controllo.

Un lavoro recente ha analizzato la *corporate governance*, i mercati azionari, e le offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione (*Initial Public Offering*) delle imprese localizzate in 20 paesi che, complessivamente, rappresentano il 70% del PIL mondiale e più dell'80% della capitalizzazione azionaria globale<sup>8</sup>. L'evidenza empirica relativa a 9 economie emergenti (i.e., Cina, India, Israele, Messico, Nigeria, Russia, Arabia Saudita, Singapore e Turchia) indica la presenza di alcune caratteristiche comuni alle imprese dei vari paesi: a) l'elevata concentrazione azionaria e la presenza come azionisti di controllo delle ricche famiglie imprenditoriali, ad eccezione della Cina e, parzialmente, della Russia, in cui tale ruolo è svolto dallo Stato; b) la presenza di gruppi di imprese verticali e orizzontali che gestiscono mercati interni per scambiare risorse finanziarie, beni/servizi, o competenze professionali; c) l'assenza di un vero e proprio mercato per il controllo societario che possa risolvere le crisi aziendali riallocando la proprietà ad altri azionisti. In questo modo, la ricerca conferma che il sistema di *corporate governance* anglo-americano – caratterizzato da dispersione azionaria, imprese indipendenti e autonome, un mercato attivo del controllo societario – rappresenta l'eccezione più che la regola a livello globale.

Lo studio evidenzia anche alcune differenze significative tra i paesi considerati: a) se in alcuni paesi le imprese tendono a separa-

---

<sup>8</sup> Zattoni A., Judge W. (a cura di), *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

re il ruolo di presidente e amministratore delegato, in altri paesi (come Israele, Messico, Nigeria e, in parte, anche l'Arabia Saudita) li combinano attribuendo maggiore potere a chi si trova al vertice dell'impresa; b) se in alcuni paesi le imprese nominano una maggioranza di consiglieri non esecutivi e indipendenti, in altri paesi (come Cina, India, Messico) i consigli di amministrazione sono ancora dominati da consiglieri esecutivi (e.g., azionisti o manager dell'impresa).

## 2. L'analisi comparata dei sistemi di *corporate governance*

### 2.1 LA CONVERGENZA O DIVERGENZA DEI SISTEMI DI *CORPORATE GOVERNANCE*

Non c'è un giudizio unanime sulla futura evoluzione dei sistemi di *corporate governance*. Convergeranno verso lo stesso modello oppure continueranno ad essere diversi tra loro? Chi supporta la convergenza ritiene che la globalizzazione dei mercati finanziari e la competizione tra i modelli di capitalismo spingeranno i vari sistemi a convergere verso un unico modello più efficiente. Tuttavia, non è chiaro se questo modello sarà rappresentato dal sistema anglo-americano – caratterizzato da mercati finanziari più efficienti, liquidi e trasparenti e la maggiore capacità di creare valore azionario – oppure da un modello ibrido che combina vari elementi dei diversi modelli.

Chi supporta la permanenza dei modelli esistenti ritiene che i vari sistemi di *corporate governance* continueranno a differire anche in futuro. Secondo questa visione, il modello anglo-americano avrebbe significative differenze al suo interno (ad esempio tra Gran Bretagna e Stati Uniti) e non sarebbe necessariamente più efficiente degli altri modelli. L'ostacolo alla convergenza dei sistemi di *corporate governance* sarebbe principalmente rappresentato dalla interconnessione e complementarità degli elementi costitutivi dei vari modelli. Ognuno è cioè composto e supportato da specifiche istituzioni formali e informali che si sono consolidate nel corso del tempo. Per questo motivo, non è possibile modificare un elemento senza produrre risultati imprevisti o indesiderati in altri elementi, che possono alterare l'efficienza e la funzionalità dell'intero sistema.

L'evidenza empirica presenta risultati ambigui. Da un lato, sembra supportare la convergenza dei modelli, dall'altro sembra indicare il permanere delle differenze o la loro divergenza. Il modello anglo-americano ha modificato le proprie caratteristiche nel tempo: è aumentata la concentrazione azionaria nelle mani dei grandi investitori istituzionali; sono diminuite le imprese quotate, per effetto sia del minore numero di IPO sia dell'aumento dei *delisting*; si sono diffusi i meccanismi per amplificare il controllo, soprattutto le “dual class shares” utilizzate dalle grandi imprese *high-tech* controllate dai fondatori

(e.g., Google, Facebook, Snapchat). Se queste caratteristiche fanno avvicinare il modello anglo-americano agli altri sistemi di *corporate governance* (i.e., renano, latino e dei paesi emergenti), permangono delle significative differenze in merito al forte orientamento alla creazione di valore azionario, che si traduce in potenti incentivi azionari ai manager e al consistente acquisto di azioni proprie (*share buyback*).

Peraltro, gli altri modelli di capitalismo hanno mostrato segnali di convergenza verso il modello anglo-americano. Il modello renano ha sperimentato, infatti, sia una diminuzione dell'influenza delle grandi banche, sia la diffusione di una cultura e di strumenti (come le *stock option*) orientati alla creazione di valore azionario. Il modello latino ha ridotto sia l'utilizzo di alcuni meccanismi (come i gruppi piramidali, le azioni a voto limitato e le partecipazioni incrociate) storicamente utilizzati per amplificare il controllo, sia dell'influenza delle banche di sistema e, in misura minore, dello Stato. Infine, le economie emergenti hanno progressivamente migliorato l'efficienza delle istituzioni formali (i.e., norme, regolamenti) per migliorare l'efficienza dei mercati, allinearsi agli standard occidentali e promuovere la crescita economica nel medio-lungo termine.

Due fattori che favoriscono la parziale convergenza dei modelli sono la diffusione degli investitori istituzionali anglo-americani e la convergenza delle istituzioni formali. Spinti dal desiderio di incrementare il rendimento o di diversificare il rischio, gli investitori istituzionali sono diventati azionisti rilevanti di un crescente numero di grandi imprese di ogni paese. Inoltre, alcuni grandi organismi internazionali (e.g., l'OECD, l'International Monetary Fund, la World Bank) e gli stessi investitori istituzionali hanno contribuito a promuovere il miglioramento e la convergenza formale della normativa e dei regolamenti dei vari paesi. A livello continentale, l'Unione europea ha svolto un ruolo determinante, favorendo la convergenza delle istituzioni formali dei vari paesi attraverso numerose direttive comunitarie.

La spinta verso la convergenza non è, tuttavia, priva di ostacoli. Ad esempio, il modello anglo-americano rappresenta tuttora un'eccezione, se non un'anomalia, per quanto riguarda la dispersione dell'assetto proprietario. Tutti gli altri sistemi di *corporate governance* sono, infatti, caratterizzati da un'elevata concentrazione azionaria e dalla presenza di azionisti di controllo, solitamente rappresentati da ricche famiglie imprenditoriali, dallo Stato o da altre imprese. Alcuni *stakeholder* (e.g., gli azionisti di controllo) possono sentirsi minacciati dall'inasprirsi delle regole e dei controlli e, di conseguenza, possono sia ostacolare l'introduzione delle *best practice*, sia favorirne un'implementazione puramente formale. Infine, se è vero che le istituzioni formali stanno effettivamente migliorando e convergendo verso livelli più stringenti, le istituzioni informali (e.g., la cultura, le tradizio-

ni) continuano a differire tra i vari paesi. Non solo la loro evoluzione è molto più lenta e complessa, ma esse possono anche influenzare l'effettiva applicazione delle norme e dei regolamenti. In altri termini, i sistemi di *corporate governance* fondati sulle relazioni continuano ad avere caratteristiche distintive pur in presenza di una progressiva convergenza delle istituzioni formali.

In sintesi, se da un lato osserviamo la graduale e crescente convergenza delle istituzioni formali e delle pratiche di *corporate governance*, dall'altro notiamo l'inerzia e la resistenza al cambiamento delle istituzioni informali. Per effetto dell'operare di queste forze che spingono in direzione opposta, è probabile che vi saranno anche in futuro delle differenze significative tra i vari modelli di *governance*, pur in presenza della loro crescente convergenza a livello formale.

## 2.2 LA PERFORMANCE RELATIVA DEI SISTEMI DI *CORPORATE GOVERNANCE*

L'analisi comparata della performance dei diversi modelli di *governance* può essere svolta utilizzando diverse misure come, ad esempio, la capitalizzazione del mercato azionario, il prodotto interno lordo (totale o pro-capite), il tasso di occupazione, il salario pro-capite, la produttività del lavoro o del capitale. Se si modifica la misura, può cambiare sensibilmente la classifica dei principali paesi. Inoltre, si deve considerare che l'elevato valore di una dimensione di performance assoluta (e.g., il PIL nazionale) non rappresenta la sua distribuzione equa all'interno del paese. Da questo punto di vista, a una performance particolarmente elevata relativamente alla capacità di creare valore può non corrispondere una sua equa distribuzione tra la popolazione.

L'analisi della performance dei sistemi di *corporate governance* in un orizzonte di medio-lungo termine evidenzia varie fasi caratterizzate dal prevalere di un sistema piuttosto che un altro. Gli anni Ottanta e Novanta hanno mostrato un lieve declino della competitività del sistema anglo-americano e il corrispondente aumento della performance del modello renano, che ha visto alcune grandi imprese raggiungere la leadership del loro settore a livello globale (e.g., nell'auto, nell'elettronica, nella chimica). Nei decenni seguenti, tuttavia, il sistema anglo-americano ha visto un significativo aumento del suo livello di competitività, mentre la crescita del modello renano non è stata altrettanto brillante o, nel caso del Giappone, si è addirittura annullata. Il tasso di crescita dei paesi del modello latino è stato particolarmente elevato dopo la Seconda guerra mondiale fino agli anni Ottanta-Novanta, successivamente si è ridotto e in alcuni paesi (come l'Italia) ha raggiunto una fase di stallo anche a causa della crisi finanziaria del 2007-08. Viceversa, le riforme istituzionali e la progressiva integrazione nel sistema economico mondiale dei

paesi emergenti hanno stimolato la loro rapida crescita economica e l'aumento del loro peso politico. Tuttavia, la presenza di istituzioni e mercati non particolarmente efficienti fa sì che alcune economie emergenti (come la Russia) siano ancora soggette a forti oscillazioni e crisi improvvise. In estrema sintesi, l'analisi di lungo periodo sottolinea che nessun sistema di *corporate governance* ha una performance superiore agli altri in ogni fase storica, ma numerose variabili – come l'andamento del prezzo delle materie prime o del tasso di inflazione, il verificarsi di shock esterni, eventuali guerre o tensioni politiche – possono favorire la performance dell'uno o dell'altro sistema in un determinato momento.

L'evidenza empirica sottolinea, inoltre, l'importanza di analizzare la performance dei vari sistemi di *corporate governance* a livello di singolo settore industriale. Secondo questa impostazione, ogni modello di *governance* ha un vantaggio o uno svantaggio rispetto agli altri in relazione alle risorse che sono rilevanti per competere in uno specifico settore. Il modello anglo-americano è particolarmente efficace in quei settori (come le biotecnologie, l'ICT o la *new economy*) in cui le imprese producono un basso flusso di cassa o devono sostenere elevati investimenti iniziali e, per questo motivo, devono finanziare il loro sviluppo prima attraverso il coinvolgimento di operatori finanziari specializzati (e.g., *venture capital*, *private equity*) e, successivamente, attraverso l'accesso al mercato dei capitali. Il modello renano produce risultati soddisfacenti nei settori in cui le imprese producono un flusso di cassa stabile – cioè in grado di finanziare la crescita interna di lungo periodo – e i dipendenti (o anche altri *stakeholder* come i fornitori e talvolta persino lo Stato) forniscono un contributo critico ai fini del successo aziendale. Il modello latino ha una performance elevata in quei settori (come la moda, il tessile e l'abbigliamento; il design, l'illuminazione e l'arredamento, la meccanica) in cui l'estetica, la creatività e l'imprenditorialità sono fattori che determinano il successo aziendale. Infine, i paesi emergenti hanno inizialmente promosso il loro sviluppo economico svolgendo processi produttivi *labour intensive* a favore delle imprese occidentali (come il tessile, l'abbigliamento o l'elettronica), ma di recente hanno promosso grandi investimenti in settori caratterizzati da alta tecnologia (e.g., l'ICT) o da alta intensità di capitale (e.g. l'automobilistico).

### 3. Conclusioni

Ogni paese vanta caratteristiche più o meno peculiari che lo fanno appartenere a uno specifico modello o sistema di *corporate governance* (i.e., anglo-americano, renano, latino, paesi emergenti). L'analisi comparata suggerisce che le differenze tra i diversi modelli di capitalismo influenzano la strategia e i risultati delle imprese che in essi operano e, di conseguenza, anche quelli del sistema economico.

Sebbene alcuni elementi dei sistemi di *corporate governance* stiano gradualmente convergendo verso il modello anglo-americano – si pensi ad esempio all'aumento del peso degli investitori istituzionali nel capitale azionario delle imprese e all'incremento della qualità delle istituzioni formali (norme e regolamenti) – altri elementi continuano a divergere – e.g., il permanere della concentrazione azionaria e dell'importanza delle relazioni tra *stakeholder* nel modello renano, latino e dei paesi emergenti. L'evidenza empirica sottolinea che la tendenziale inerzia dei vari sistemi è spiegabile considerando che: i) i sistemi di *corporate governance* regolano le relazioni di potere all'interno delle imprese e del sistema economico e, di conseguenza, tendono a cristallizzarsi a causa della *path dependence* e del comportamento di alcuni attori orientati a difendere lo *status quo*<sup>9</sup>; ii) i vari elementi che compongono i sistemi di *corporate governance* sono caratterizzati da relazioni di complementarità che li irrigidiscono e ne limitano l'evoluzione.

L'analisi comparata indica che i vari sistemi di *corporate governance* producono risultati diversi a seconda del periodo, del settore o delle misure di performance considerate. Il sistema anglo-americano è concentrato sulla creazione di valore per gli azionisti, ha una maggiore velocità di adattamento a minacce o opportunità grazie alla rapida riallocazione delle risorse finanziarie operata dai mercati finanziari, ottiene risultati positivi soprattutto nei settori ad alta intensità della ricerca o della tecnologia. Il sistema renano è focalizzato sulla creazione di valore per gli *stakeholder*, ha un maggiore orientamento alla crescita interna di lungo periodo, produce risultati positivi nei settori in cui è importante creare un'efficiente collaborazione all'interno (tra capitale e lavoro) e all'esterno (tra fornitori e clienti) dell'impresa. Il modello latino enfatizza il ruolo dei grandi azionisti (famiglie imprenditoriali e lo Stato), ricerca la creazione di valore azionario nel rispetto delle esigenze dei vari *stakeholder* (spesso anche grazie al ricorso al *welfare* nazionale), produce risultati positivi soprattutto nei settori legati all'imprenditorialità, alla creatività e al design. Infine, il modello dei paesi emergenti enfatizza il ruolo dei grandi azionisti, si caratterizza per il prevalere delle relazioni personali sulle regole formali, produce risultati positivi nei settori *labour intensive* e a basso costo del lavoro e, sempre più, anche in settori a maggiore tecnologia e valore aggiunto.

Le recenti crisi – quella finanziaria del 2007-08 o quella legata alla pandemia da Covid-19 del 2020 – hanno messo a dura prova la tenuta dei vari sistemi capitalistici. Più in particolare, hanno enfatizzato i limiti dei modelli di *governance* centrati sulla creazione di valore azionario a livello di impresa e sull'utilizzo del PIL per misu-

---

<sup>9</sup> Bebchuk L.A., Roe M.J., "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", *Stanford Law Review*, 1999, 52, pp. 127-170.



rare il benessere di un paese. La riflessione indotta da queste crisi ha generato varie proposte volte a modificare radicalmente i sistemi capitalistici. A livello di impresa, la maggioranza delle proposte si concretizza nell'invito a passare da un approccio orientato agli azionisti a uno focalizzato sugli *stakeholder* o sulla sostenibilità. Si tratta di un'importante discontinuità rispetto al passato non solo nel contenuto della proposta, ma anche per i proponenti che la hanno avanzata. Questa volta, infatti, l'invito a enfatizzare la creazione di valore per gli *stakeholder* non è stato proposto da ONG o da gruppi di attivisti, ma da un vasto numero di attori dell'*establishment* economico e finanziario a livello mondiale: il CEO del più grande azionista a livello globale (Larry Fink di BlackRock) ha invitato i top manager delle grandi imprese a coniugare "purpose e profitto" e a fermare il *climate change*, i 181 CEO delle più grandi società americane appartenenti al *Business Roundtable* hanno emanato un nuovo "statement on the purpose of the corporation" focalizzato sugli *stakeholder*, i partecipanti al forum di Davos hanno pubblicato il *Davos manifesto* per un capitalismo più etico e inclusivo. Queste proposte che invitano a ripensare gli obiettivi e le regole di *corporate governance* sono ostacolate dai chi difende lo *status quo*. Di conseguenza, sarà interessante osservare l'evoluzione dei sistemi capitalistici nei prossimi anni per capire se seguiranno queste raccomandazioni in modo sostanziale o se, invece, si limiteranno ad una *compliance* puramente formale<sup>10</sup>.

A livello paese, la crisi ha indotto una riflessione sulle misure utilizzate per valutare la performance e il benessere nazionale. Su questo tema un gruppo di economisti ha avanzato critiche all'utilizzo del PIL, ritenuto una misura inadatta a rappresentare tutti gli aspetti del benessere della collettività. Con il progetto "Beyond GDP", alcuni economisti hanno invitato i governi nazionali ad adottare nuove misure (complementari o sostitutive del PIL) per rilevare il livello di benessere nazionale e la sua equa distribuzione tra la popolazione. Essi hanno formalizzato una proposta che consiste nell'adottare sia nuove misure che rilevano la distribuzione (equa o iniqua) della ricchezza e del reddito nazionale, sia nuovi parametri (come i 17 *Sustainable Development Goal* delle Nazioni Unite) in grado di cogliere la capacità dei sistemi economici di generare risultati sostenibili dal punto di vista economico, sociale e ambientale<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Zattoni A., Pugliese A., "Corporate Governance Research in the Wake of a Systemic Crisis: Lessons and Opportunities from the Covid-19 Pandemic", *Journal of Management Studies*, 2021, 58 (5), pp. 1405-1410.

<sup>11</sup> Stiglitz J.E., Fitoussi J.-P., Durand M., *Beyond GDP - Measuring What Counts for Economic and Social Performance*, OECD Publishing, Paris, 2018.

## Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come “Rivista delle società commerciali” ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un paper accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

### Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: [rpe@confindustria.it](mailto:rpe@confindustria.it)

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

### Direttore responsabile

Silvia Tartamella

### Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Paola Centi

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma