

**Corporate Governance e contendibilità del controllo. Un'analisi comparatistica dei modelli decisionali e degli assetti proprietari nelle società per azioni.**

**INDICE**

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>p. 7</b>
<b>CAPITOLO 1 - ANALISI DEGLI ASSETTI PROPRIETARI E DEI MODELLI DECISIONALI DELLE SOCIETA' PER AZIONI.....</b>	<b>p. 11</b>
<b>Considerazioni preliminari.....</b>	<b>p. 11</b>
<b>1.1 PROPRIETA' E CONTROLLO IN USA.....</b>	<b>p. 13</b>
<b>1.1.1 Introduzione.....</b>	<b>p. 13</b>
<b>1.1.2 Il coinvolgimento dell'American Law Institute nel dibattito sulla corporate governance.....</b>	<b>p. 14</b>
<b>1.1.3 La Security Exchange Commission (SEC).....</b>	<b>p. 15</b>
<b>1.1.4 Il Sarbanes Oxley Act del 2002 : la reazione agli scandali finanziari.....</b>	<b>p. 15</b>
<b>1.1.5 Le regole di corporate governance: il NYSE e le Sections 303 e 303A.....</b>	<b>p. 17</b>
<b>1.1.6 Sintesi delle regole di corporate governance più importanti nel NYSE.....</b>	<b>p. 18</b>
<b>1.1.7 Approfondimento sul comitato per i compensi.....</b>	<b>p. 19</b>
<b>1.2 PROPRIETA' E CONTROLLO NEL REGNO UNITO.....</b>	<b>p. 21</b>
<b>1.2.1 Introduzione.....</b>	<b>p. 21</b>
<b>1.2.2 Il Rapporto Cadbury (1992).....</b>	<b>p. 22</b>
<b>1.2.3 Il Rapporto Greenbury (1995).....</b>	<b>p. 22</b>
<b>1.2.4 Il Rapporto Hampel (1998).....</b>	<b>p. 23</b>
<b>1.2.5 Il Combined Code (1998).....</b>	<b>p. 23</b>
<b>1.2.6 Turnbull (1999).....</b>	<b>p. 23</b>
<b>1.2.7 Higgs (2003).....</b>	<b>p. 23</b>
<b>1.2.8 Smith (2003).....</b>	<b>p. 24</b>

<b>1.2.9</b>	<b>Norme sulle relazioni relative ai compensi degli amministratori nel Regno Unito (2002).....</b>	<b>p. 24</b>
<b>1.2.10</b>	<b><i>Combined Code</i> (2003).....</b>	<b>p. 24</b>
<b>1.2.11</b>	<b><i>Turnbull Guidance</i> (2005).....</b>	<b>p. 25</b>
<b>1.2.12</b>	<b><i>Combined Code</i> (2006).....</b>	<b>p. 25</b>
<b>1.2.13</b>	<b><i>Combined Code</i> (2008).....</b>	<b>p. 25</b>
<b>1.2.14</b>	<b><i>Smith</i> (2008).....</b>	<b>p. 25</b>
<b>1.2.15</b>	<b><i>UK Corporate Governance Code</i> (formalmente, il <i>Combined Code</i>).....</b>	<b>p. 26</b>
<b>1.2.16</b>	<b><i>Companies Act</i> (2006).....</b>	<b>p. 26</b>
<b>1.2.17</b>	<b>Trasformazione della struttura della proprietà azionaria.....</b>	<b>p. 27</b>
<b>1.2.18</b>	<b>Il ruolo degli investitori istituzionali.....</b>	<b>p. 27</b>
<b>1.2.19</b>	<b><i>Myners review</i> (2001).....</b>	<b>p. 27</b>
<b>1.2.20</b>	<b>Comitato Istituzionale degli Azionisti (2002).....</b>	<b>p. 28</b>
<b>1.2.21</b>	<b>Comitato Istituzionale degli Azionisti (2005).....</b>	<b>p. 28</b>
<b>1.2.22</b>	<b>Comitato Istituzionale degli Azionisti (2007).....</b>	<b>p. 28</b>
<b>1.2.23</b>	<b>Comitato Istituzionale degli Azionisti (2009).....</b>	<b>p. 29</b>
<b>1.2.24</b>	<b>Conclusioni sul Regno Unito.....</b>	<b>p. 29</b>
<b>1.3</b>	<b>PROPRIETA' E CONTROLLO IN ITALIA.....</b>	<b>p. 30</b>
<b>1.3.1</b>	<b>Introduzione.....</b>	<b>p. 30</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Proprietà e controllo nelle società quotate industriali italiane.....</b>	<b>p. 32</b>
<b>1.3.3</b>	<b>Patti parasociali.....</b>	<b>p. 32</b>
<b>1.3.4</b>	<b>Gruppi piramidali.....</b>	<b>p. 33</b>
<b>1.3.5</b>	<b>Categorie Speciali di Azioni (<i>Dual Class Shares</i>).....</b>	<b>p. 34</b>
<b>1.3.6</b>	<b>L'assemblea degli azionisti e i diritti delle minoranze.....</b>	<b>p. 34</b>
<b>1.3.7</b>	<b>Struttura e composizione del Consiglio di Amministrazione.....</b>	<b>p. 35</b>

1.3.8 Il ruolo del Consiglio di Amministrazione.....	p. 36
1.3.9 La composizione del Consiglio di Amministrazione.....	p. 37
1.3.10 Consiglieri Indipendenti.....	p. 37
1.3.11 Il presidente del Consiglio di Amministrazione ed il Consigliere Indipendente in posizione dirigenziale.....	p. 38
1.3.12 Le assemblee del C.d.A. e la rappresentanza delle minoranze azionarie.....	p. 39
1.3.13 I compensi degli amministratori.....	p. 41
1.3.14 Il sistema di controllo interno.....	p. 43
1.3.15 Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari....	p. 43
1.3.16 Il Comitato per il controllo interno.....	p. 43
1.3.17 Il Collegio Sindacale.....	p. 45
1.3.18 L'assunzione del revisore esterno.....	p. 46
1.3.19 Considerazioni sul sistema italiano.....	p. 46
1.4 PROPRIETA' E CONTROLLO IN GERMANIA.....	p. 48
1.4.1 Introduzione.....	p. 48
1.4.2 Scelta della forma giuridica.....	p. 49
1.4.3 La struttura della società azionaria .....	p. 52
1.4.4 Caratteristiche sistemiche della <i>Corporate Governance</i> tedesca.....	p. 53
1.4.5 Modernizzazione del Diritto tedesco delle società azionarie.....	p.57
1.4.6 Regole sui compensi del consiglio di amministrazione.....	p. 58
1.4.7 Modernizzazione delle codecisioni.....	p. 59
1.4.8 Il Codice tedesco di <i>Corporate Governance</i> .....	p. 61
1.4.9 Accettazione del codice.....	p. 62
1.4.10 Recenti modifiche al codice.....	p. 64
1.4.11 Sviluppi futuri.....	p. 64

1.4.12 Crisi finanziaria e movimenti di <i>corporate governance</i> .....	p. 65
1.4.13 Conclusioni sul sistema tedesco.....	p. 66
1.5 PROPRIETA' E CONTROLLO IN FRANCIA.....	p. 66
1.5.1 Introduzione.....	p. 66
1.5.2 Il contesto storico della <i>governance</i> in Francia.....	p. 66
1.5.3 Le origini del capitalismo nazionale.....	p. 67
1.5.4 Il trionfo del managerialismo dopo la Seconda Guerra Mondiale.....	p. 68
1.5.5 I mutamenti degli anni ottanta.....	p. 69
1.5.6 Massiccia riduzione del ruolo dello Stato.....	p. 70
1.5.7 <i>Corporate Governance</i> dal 1990 e struttura del capitalismo in Francia.....	p. 71
1.5.8 Istituzioni regolamentari: <i>soft law</i> e <i>hard law</i> .....	p. 74
1.5.9 Le fonti sulla <i>corporate governance</i> in Francia.....	p. 75
1.5.10 Principi di <i>governance</i> e applicazione pratica.....	p. 76
1.5.11 Top executives.....	p. 77
1.5.12 Il consiglio di amministrazione.....	p. 79
1.5.13 Conclusioni sul sistema francese.....	p. 82
1.6 PROPRIETA' E CONTROLLO IN SPAGNA.....	p. 83
1.6.1 Introduzione.....	p. 83
1.6.2 Il contesto istituzionale della Spagna.....	p. 83
1.6.3 Le riforme spagnole di <i>corporate governance</i> .....	p. 89
1.6.4 La situazione della <i>governance</i> societaria.....	p. 92
1.6.5 Conclusioni sul sistema spagnolo.....	p. 95
1.7 PROPRIETA' E CONTROLLO IN GIAPPONE.....	p. 96
1.7.1 Introduzione.....	p. 96
1.7.2 Il sistema finanziario dominato dalle Banche.....	p. 97

1.7.3 Incroci azionari.....	p. 97
1.7.4 Il sistema di impiego permanente e le norme della collettività.....	p. 97
1.7.5 Consiglio di amministrazione e processi decisionali.....	p. 98
1.7.6 Il Codice di Commercio.....	p. 99
1.7.7 Lo Stato e la Guida amministrativa.....	p. 99
1.7.8 Il sistema del dopoguerra come sistema efficace di <i>Corporate governance</i> .....	p. 100
1.7.9 Cultura o istituzioni?.....	p. 100
1.7.10 Falle nel sistema del dopoguerra.....	p. 101
1.7.11 La debolezza del sistema della banca principale.....	p. 101
1.7.12 Scioglimento delle partecipazioni incrociate.....	p. 101
1.7.13 Aumento degli investimenti sul mercato estero.....	p. 102
1.7.14 Crisi finanziaria.....	p. 102
1.7.15 Un vuoto di <i>corporate governance</i> .....	p. 103
1.7.16 Le riforme di <i>corporate governance</i> degli anni novanta e del duemila...	p. 103
1.7.17 Difesa dalle scalate.....	p. 104
1.7.18 Cambiamento delle pratiche commerciali e Catalogo Giapponese sulla <i>Corporate governance</i> .....	p. 105
1.7.19 Riforma del Consiglio di Amministrazione.....	p. 105
1.7.20 <i>Disclosure</i> e trasparenza.....	p. 106
1.7.21 Controllo interno e sistemi di amministrazione.....	p. 106
1.7.22 Impegno al valore azionario.....	p.107
1.7.23 Le società al vaglio delle proprie pratiche di gestione societaria.....	p. 108
1.7.24 Prospettive future per la <i>corporate governance</i> in Giappone.....	p. 108
1.7.25 Tendenze in seguito alla crisi finanziaria globale.....	p. 109
1.7.26 Conclusioni sul sistema giapponese.....	p. 110

<b>1.8 PROPRIETA' E CONTROLLO IN CINA.....</b>	<b>p. 111</b>
1.8.1 Introduzione.....	p. 111
1.8.2 <i>Corporate governance</i> e sviluppo dell'economia finanziaria cinese.....	p. 112
1.8.3 Quadro isituzionale e sfide.....	p. 115
1.8.4 Istituzioni e fonti regolamentari nella <i>corporate governance</i> .....	p. 118
1.8.5 Fonti legislative.....	p. 118
1.8.6 Il Codice di <i>Corporate governance</i> e il ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti.....	p. 118
1.8.7 SASAC ( <i>State-owned Assets Supervision and Administration</i> ) e governo dell'impresa centrale.....	p. 119
1.8.8 Diritti degli azionisti.....	p. 120
1.8.9 Indennità agli amministratori basati sulle prestazioni.....	p. 121
1.8.10 Legge sui diritti reali: controllo interno.....	p. 121
1.8.11 Le sfide della regolamentazione dell'amministrazione.....	p. 122
1.8.12 <i>Corporate governance</i> bancaria.....	p. 123
1.8.13 Conclusioni sul sistema cinese.....	p. 125
<b>CAPITOLO 2 - CONTENDIBILITA' DEL CONTROLLO SOCIETARIO...p.</b>	<b>127</b>
2.1 Il mercato del controllo societario e le offerte pubbliche di acquisto.....	p. 127
2.2 La <i>Corporate governance</i> come somma delle variabili di stabilità e contendibilità del controllo societario.....	p. 127
2.3 Il mercato del controllo societario.....	p. 131
2.4 Evoluzione del mercato.....	p. 132
2.5 Riflessioni sulla compatibilità e adattabilità delle vicende di acquisizione e rafforzamento del controllo societario ai modelli e principi economici tradizionali.....	p. 134
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>p. 139</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>p. 140</b>

## INTRODUZIONE

La *Corporate Governance*, o governo dell'impresa societaria, è definita in diversi modi<sup>1</sup>. Essa esprime il bisogno di benessere e omogeneizzazione del tessuto societario come aggregato sociale<sup>2</sup>. Le norme che tracciano i suoi confini variano da uno Stato all'altro, da una legislazione all'altra, e afferiscono settori giuridici differenti<sup>3</sup>. Interventi sia in ambito comunitario, sia internazionale, contribuiscono all'ordinamento nazionale della *governance* d'impresa. *Best Practice Codes*<sup>4</sup>, *reports* e *recommendations* aiutano a ricostruire le differenti prospettive<sup>5</sup>: ne risulta che una visione d'insieme, "internazionale"<sup>6</sup>, è troppo variegata per tentare una ricostruzione

---

<sup>1</sup> Secondo CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La Corporate Governance delle società quotate*, 2010, p.7., la *Corporate Governance* riguarda tutte quelle "norme, valori, regole, procedure e prassi operative che formano il tessuto connettivo della struttura organizzativa societaria". Secondo COOK J. e DEAKIN S., *Stakeholding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance* ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, 1999, p.2, la *Corporate Governance* comprende "le strutture, i processi, le culture ed i sistemi che producono operazioni di successo dell'organizzazione". Resta però un concetto non univocamente individuabile secondo KEASEY K., THOMPSON S. e WRIGHT M., *Corporate Governance: Economic Management and Financial Issues*, in Oxford University Press, Oxford, 1997, p.7, "la *Corporate Governance* è un concetto affascinante ma come la maggior parte dei concetti affascinanti è notevolmente impreciso".

<sup>2</sup> KRAAKMAN R. H. - HOPT K. J., *The anatomy of Corporate Law, a comparative and functional approach*, Oxford Univ. Press., 2009, p.29. Gli autori precisano che "dire che la ricerca del benessere dell'aggregato sociale è il traguardo appropriato della *Corporate Governance*, non significa che la legge raggiunge sempre questo traguardo".

<sup>3</sup> Diritto societario, diritto dei mercati finanziari, diritto dell'impresa, *business administration*, corporate finance. V. CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La Corporate Governance delle società quotate*, 2010, p.1. In qualche Stato la portata delle norme potrebbe portare a parlare di un vero e proprio "diritto dell'etica societaria".

<sup>4</sup> OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) *Principles of Corporate Governance*, 1999; *The Combined Code on Corporate Governance nel Regno Unito*, 2008; i *Global Corporate Governance Principles* e i *Principles of Corporate Governance in U.S.A.*, 1999 e 2002; i *Principles of Corporate Governance for Listed Companies* in Giappone, 2004; il *Deutscher Corporate Governance Kodex* in Germania, 2009, *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* in Francia, 2003; il *Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana* in Italia, 2006; il *Code of Best Practice of Corporate Governance* in Brasile, 2004; *The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China* nel 2001 e il *Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies* nel 2004 in Cina; il *Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance* in India, 2000; *The Russian Code of Corporate Conduct* in Russia, 2002.

<sup>5</sup> La prospettiva italiana, ad esempio, intende la *Corporate Governance* come insieme di regole per la gestione della società, finalizzate a valorizzare la partecipazione azionaria. Per la Germania dovrebbe occuparsi di sanare il conflitto d'interessi e puntare all'incentivazione agli investimenti sul mercato dei capitali. Per la Francia, l'insieme delle regole di *governance* dovrebbe ruotare intorno al concetto di fiducia dei risparmiatori e degli investitori. In Giappone, la prospettiva cambia totalmente perché si guarda all'efficienza e alla redditività dell'impresa, nell'inusuale (per gli occidentali) aspettativa di mantenere l'impresa credibile e responsabile verso la comunità, e non solo verso le componenti societarie e gli investitori interessati. Il Regno Unito punta l'accento delle regole di disciplina sui poteri forti, perché dotata di un sistema che ruota intorno al potere degli investitori istituzionali e dei *managers*. Sul solco del Regno Unito si muovono i principi che animano la disciplina statunitense, anche se dopo i disastri finanziari - specie dopo il caso *Enron* - è rivolta maggiore attenzione alle dinamiche relazionali tra organi societari e ai controlli sugli organi societari.

<sup>6</sup> Ad esempio, oltre una decina di anni fa, per gli OECD *Principles of Corporate Governance* del 1999, la *Corporate Governance* dovrebbe promuovere mercati trasparenti ed efficienti, articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità tra gli organismi di regolamentazione e vigilanza, assicurare l'equità di trattamento degli *shareholders* e i diritti degli *stakeholders*, garantire la collaborazione e piena informazione dei soggetti e delle imprese che si muovono sul mercato, assicurare infine la direzione strategica della società e l'efficienza dei sistemi di controllo sul *management*.

unitaria della disciplina, pur avendosi diversi punti di contatto<sup>7</sup> e non solo quanto alle valutazioni “etiche” della *governance* societaria per quanto risulta da un esame dei codici di autodisciplina.

Nonostante le differenti prospettive dei legislatori nazionali, non può negarsi la sostanziale uniformità di problematiche giuridiche<sup>8</sup> che tutte le *business corporations* devono affrontare. La disciplina, direttamente o indirettamente, mira ad aumentare la fiducia degli investitori nelle dinamiche che regolano la vita dell’impresa societaria<sup>9</sup>. La qualità e l’efficienza dell’impresa sono promosse da norme di valore, di “osmosi giuridica”, di responsabilità e definizione delle competenze tra proprietà e controllo, e da quelle regole che mirano alla tutela di *shareholders*, *stakeholders*, fornitori, clienti, creditori, dei singoli componenti la collettività e quindi di ogni terzo che si relazioni con gli apparati societari operanti sul mercato o che possa risentire dell’operato dell’impresa societaria<sup>10</sup>. Gli studi più recenti sulla *corporate governance* confermano il dato per cui non è possibile prescindere dalla considerazione della mutua relazione esistente tra gli interessi degli *stakeholders*, il governo societario e gli interessi dell’impresa societaria stessa<sup>11</sup>.

Per questo motivo, l’organizzazione societaria è il cuore dello studio della *corporate governance*. E’ possibile affrontarne lo studio secondo diverse ricostruzioni: quella classica è solita distinguere una prima analisi soggettiva (si considerano i soggetti e i

---

<sup>7</sup> SIEMS M. M., *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge University Press, 2008, pp. 373 ss., parla di “convergenza dall’alto” e “convergenza dal basso”. Con la prima s’intenderebbe la proliferazione normativa operata, dall’alto appunto, da organizzazioni internazionali o regionali, di comune accordo e di modo che i rispettivi ordinamenti soggiacciano ai medesimi obiettivi politici ed istituzionali. I vantaggi di questa convergenza consisterebbero nella possibilità di eliminare i costi di transazione derivanti dalle complicazioni legali ed economiche tipiche delle transazioni internazionali ed alla possibilità di creare le stesse “*rules of the game*” per un mercato globale e aperto a modelli di investimento standard, appetibili per ogni investitore del mercato globale. Di contro, un’unificazione sarebbe criticabile perché, oltre a costituire una rottura con la tradizionale osmosi tra diritto nazionale ed extranazionale, porterebbe a bypassare i modelli culturali economici e legali che caratterizzano i differenti ordinamenti appartenenti allo stesso mercato, oltre a creare lo svantaggioso appiattimento del mercato, che vedrebbe scomparire la consueta “competitività” tra ordinamenti e modelli d’impresa per far posto a degli standard ben lontani dall’incoraggiare scelte di investimento antagoniste fra diversi modelli legali disponibili. Per convergenza dal basso, Siems intende invece qualcosa di sganciato dall’influenza diretta delle organizzazioni internazionali o regionali, e basato invece su tutte le variabili che ruotano intorno al dibattito sulla concorrenza regolamentare e regolamentata tra imprese, comprendendo dunque tanto le intese e pratiche azionate dalle lobby politiche ed imprenditoriali, quanto gli sviluppi giurisprudenziali che portino ad interpretazioni ed orientamenti comuni sulla bse dei case law affrontati. Ciò dovrebbe avvenire nell’intesa di un “principio convergente” delle differenti legislazioni che porti gli operatori istituzionali ed economici a risultati comuni ma nel rispetto delle istanze individuali dei singoli governi nazionali e delle prerogative territorialmente decentrate. Anche questo modello presenterebbe i propri difetti, atteso che si tratta di contare molto sulle capacità dei singoli governi nazionali e regionali di operare un dibattito serio e superare i tradizionali *agency costs* che invece il modello “*from above*” vorrebbe eliminati.

<sup>8</sup> KRAAKMAN R. H. - HOPT K. J., *The anatomy of Corporate Law, a comparative and functional approach*, Oxford Univ. Press., 2009, p.1.

<sup>9</sup> Proprio per questo motivo, vi è chi, come Macey, individua lo stesso concetto di *Corporate Governance* come una “questione di promesse”. Aniché riferire al rapporto contrattuale il vincolo che lega soci e società, Macey mette in evidenza che la nozione di *Corporate Governance* non può prescindere dalla fiducia con cui gli azionisti ripongono le loro speranze di buon investimento nelle mani di chi promette una certa gestione d’impresa, ovvero gli amministratori. Vedi MACEY JONATHAN R., *Corporate Governance. Promises kept, promises broken*, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2008 (trad. it MACEY JONATHAN R., *Corporate Governance. Quando le regole falliscono*, IBL Libri, 2010, p. 17).

<sup>10</sup> KRAAKMAN R. H. - HOPT K. J., *The anatomy of Corporate Law, a comparative and functional approach*, Oxford Univ. Press., 2009, p.28.

<sup>11</sup> DU PLESSIS J.J., HARGOVAN A., BAGARIC M., *Principles of contemporary Corporate Governance*, Second Edition, Cambridge, 2011, p. 53-55.



loro diritti e doveri); ed una seconda oggettiva (si valuta l'apparato predisposto al raggiungimento degli scopi societari e agli interessi dei singoli). Il perché di tanto interesse mostrato dalla letteratura scientifica verso la materia si spiega in ragione del "fallimento" del mondo commerciale, unito all'evoluzione del sistema-impresa. Si pensi ai casi degli anni novanta nel Regno Unito<sup>12</sup>, allo scandalo dei mutui *sub-prime* in America, all'acquisto di *Bear Sterns* da parte della *JP Morgan* e agli scandali *Lehman Brothers*, *Enron*<sup>13</sup>, *Worldcom*, o, con le peculiarità proprie del nostro Paese, ai casi *Cirio* e *Parmalat*<sup>14</sup>.

Questo lavoro ha ad oggetto la trattazione di due punti: l'analisi degli assetti proprietari e dei sistemi di controllo europei nonché di quelli mondiali di maggiore interesse, relativamente al modello di impresa societaria più importante, con particolare attenzione alle *stock companies* con particolare riguardo alle dinamiche di corporate governance che animano il dibattito dei Paesi sui quali l'analisi è condotta. Inoltre, l'analisi del controllo societario approfondito dallo studio della contendibilità del controllo delle società per azioni. Nella parte relativa all'analisi degli assetti proprietari, sarà presa in considerazione la condizione "statica" del governo societario: come è strutturata la società aperta al mercato, e come è regolato l'equilibrio tra proprietà e controllo, quali sono le problematiche affrontate a livello di *soft law* e di *hard law* dai legislatori, nel tentativo di comporre gli interessi tra shareholders e stakeholders. Si parla infatti, oggi,

---

<sup>12</sup> Bank of Credit and Commerce International, in *Financial Times*, 9 novembre 1991, p.1; Polly Peck, in *Financial Times*, 2 ottobre 1990, p. 27 e *Financial Times*, 25 ottobre 1990, pp.1 e 24; Maxwell, in *Financial Times*, 6 dicembre 1991, p.21.

<sup>13</sup> Il caso *Enron* ha riportato, in particolare, l'idea di un bisogno di cambiamento radicale nel sistema di accountability predisposto dalla legislazione societaria, anche in Europa: AA.VV., *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, edito da Armour J. e McCahery J, Hart Publishing, Oxford e Portland, Oregon, 2006.

<sup>14</sup> Pur potendosi accomunare per la risonanza negativa avuta, le esperienze *Enron* da una parte e *Cirio* e *Parmalat* dall'altra si fondano su dinamiche differenti. Lucida e chiara è la prima analisi ai crack italiani operata da TONELLO M., *Corporate Governance e tutela del risparmio - Convergenza internazionale e competizione tra modelli regolamentari*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, diretto da Galgano F., Volume Trentacinquesimo, CEDAM, 2006, p.19 ss., che afferma "in *Parmalat* (come in *Cirio*, del resto,) ad aver minato l'efficacia dei controlli è stata anzitutto l'inadeguatezza degli assetti proprietari e gestionali ad affrontare le sfide di uno sviluppo industriale ambizioso e su scala multinazionale. In entrambe le fattispecie, le ragioni del controllo hanno prevalso su quelle di una gestione efficiente e competente, dirottando energie verso operazioni finanziarie intese a preservare quelle posizioni di comando piuttosto che a realizzare una efficace strategia di espansione e competizione su scala internazionale. Ambizioni imprenditoriali di questo tipo avrebbero dovuto incontrare il freno degli operatori del mercato. Hanno invece trovato terreno fertile nella situazione di conflitto di interessi in cui versano gli intermediari bancari italiani. (...), nel nostro Paese i meccanismi di allocazione del risparmio ruotano attorno ad alcuni tra i principali istituti di credito. Oggi, la stessa banca che concedeva i tradizionali mutui alle imprese offre anche servizi di consulenza inerenti all'emissione di titoli mobiliari, funge da deal manager nel loro collocamento e, per conto dei risparmiatori, da gestore delle negoziazioni sul mercato secondario. Questo intreccio di interessi facente capo alle banche è un paradosso tutto italiano. Alcuni rischi di impresa che in passato erano sopportati esclusivamente dalle banche creditrici sono stati incorporati in strumenti finanziari (...) e riallocati presso altri intermediari finanziari, presso investitori istituzionali e, senza troppi scrupoli, anche presso i piccoli risparmiatori. Come se non bastasse, l'espedito dell'emissione estera, in ordinamenti più opachi come quello lussemburghese, ha sollevato imprese e intermediari dagli obblighi di trasparenza imposti dalla legge italiana. In definitiva le vicende *Parmalat* e *Cirio*, se per molti aspetti sono paragonabili ad altri episodi di dissesto finanziario degli ultimi anni (in particolare, per ciò che attiene al fallimento dei controlli esterni affidati ai cosiddetti intermediari reputazionali), sotto molti altri profili devono essere accostate con cautela al caso *Enron*".

di “*shift from shareholder to stakeholder value*”<sup>15</sup>. Nella seconda parte del lavoro, sarà oggetto di studio “dinamico” il cambio del controllo e le occasioni di potenziale competizione tra gruppi di comando e offerenti esterni o di minoranza.

---

<sup>15</sup> SINGH S., *Balancing the Interests of Shareholders and Stakeholders through Corporate Governance*, in AA.VV., *Rethinking Corporate Governance, From Shareholder Value to Stakeholder Value*, Wolters Kluwer - Law & Business, 2011.

## CAPITOLO 1 - ANALISI DEGLI ASSETTI PROPRIETARI E DEI MODELLI DECISIONALI DELLE SOCIETA' PER AZIONI

### Considerazioni preliminari

La premessa all'analisi che segue è costituita da due considerazioni. Innanzitutto, avendo questo capitolo ad oggetto lo studio delle problematiche legate agli assetti proprietarie di controllo, nonché dei modelli decisionali, delle società per azioni, è bene ricordare come esista una sostanziale "uniformità tipologica" tra i modelli societari dei diversi ordinamenti<sup>16</sup> che si analizzeranno, e ciò nonostante esistano diverse dottrine<sup>17</sup> che sottolineano le divergenze piuttosto che i punti di contatto tra le discipline dei diversi Stati. E' fuor di dubbio che ciò che accomuna il diritto societario di tutte le economie di mercato regge sulla necessità di regole pratiche, che consentano agli operatori commerciali di relazionarsi abbattendo i costi delle transazioni relative alla propria attività e contemporaneamente sfruttando il modello "società di capitali" e le cinque prerogative che tale strumento tipico, comunemente, offre: personalità giuridica<sup>18</sup>, responsabilità limitata, partecipazioni trasferibili, amministrazione delegata da una struttura direttiva, e proprietà degli investitori<sup>19</sup>.

La seconda considerazione è quella per cui lo studio che segue ha senso laddove si voglia credere nei vantaggi offerti dallo studio di un contesto di mercato tendente alla globalizzazione - con i pregi e difetti che sono ampiamente trattati dalla letteratura economica in materia - e dai benefici che possono trarsi quando il confronto tra diversi strumenti normativi può suggerire soluzioni alternative, al fine di raggiungere una migliore allocazione delle risorse della collettività, ferma la salvaguardia delle istanze giuridiche e imprenditoriali proprie di ogni particolare realtà economica.

I modelli di disciplina del controllo societario, sono, infatti, finalizzati alla tutela predisposta dai legislatori per interessi giuridicamente protetti<sup>20</sup>, con l'obiettivo di ridurre al minimo gli *agency costs*<sup>21</sup>; per questo motivo occorre analizzare come *policy makers, shareholders, stakeholders, patterns of ownership e rules*, e perfino fattori

---

<sup>16</sup> HANSMANN H. e KRAAKMAN R., in AA. VV., *Diritto Societario Comparato*, a cura di Luca Enriques, Il Mulino, 2006, pp. 7 ss.

<sup>17</sup> GILSON R.J. e ROE M.J., *Understanding the Japanese Keiretsu: overlaps between Corporation Governance and industrial organisation*, 102 «Yale Law Journal» 871, 1993; ROE M.J., *Some differences in corporation structure in Germany, Japan, and United States*, 102 «Yale Law Journal» 1927, 1993; BLACK B.S. e COFFEE J.C., *Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation*, 92 «Michigan Law Review» 1997, 1994; HOPT K.L. e WYMEERSCH E., *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, Oxford, 1997; ROE M.J., *Political Determinants of Corporate Governance*, 2003 (trad. it. *La public company e i suoi nemici*, 2004).

<sup>18</sup> La personalità giuridica si fonda sull'autonomia patrimoniale, elemento necessario all'impresa per sviluppare il c.d. *nexus* di contratti mantenendo distinta l'entità nuova - società dai singoli soggetti che agiscono - *owners, customers, managers*, ecc.: JENSEN M. e MECKLING W., *The Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 «Journal of Financial Economics» 305, 1976; ALCHIAN A. e DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organisation*, 62 «American Economic Review» 777, 1972.

<sup>19</sup> KRAAKMAN R. H. - HOPT K. J., op. cit., p. 5.

<sup>20</sup> Parlare di interessi giuridicamente protetti può tra l'altro scalfire l'asetticità dell'analisi, stante la difficoltà dell'interprete di individuare ciò che il legislatore desidera effettivamente realizzare, confondendolo con la serie di interessi presupposti dall'interprete che analizza la disciplina: STELLA RICHTER M. jr., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, Giuffrè, 1996, p.50, nota 3.

<sup>21</sup> Per *agency costs* si intendono, in specie, tutte quelle situazioni emergenti in seno ad una società a causa dei conflitti di interesse, anche se a ben vedere in tutte le imprese l'insorgere di conflitti di interesse è il presupposto stesso dell'attività esercitata intrattenendo relazioni fra proprietà, creditori, manager e così via. Secondo la dottrina comparata, deve aversi riguardo ai costi derivanti dai rapporti tra *shareholders*, tra *shareholders e managers*, e infine tra *shareholders e stakeholders*. HANSMANN H. e KRAAKMAN R., in AA. VV., *Diritto Societario Comparato*, a cura di Luca Enriques, Il Mulino, 2006, p. 9.

culturali e sociali<sup>22</sup>, producano modelli di gestione del potere e del controllo societario più o meno aperto al ricambio, a seconda del contesto nazionale di riferimento.

La nuova prospettiva della globalizzazione impone però anche un'ulteriore scelta: quella di allargare gli orizzonti della ricerca e dell'analisi. Proprio per questo motivo, tra i Paesi che vengono in rilievo nell'analisi delle problematiche di corporate governance, è sembrato doveroso soffermarsi su almeno due ordinamenti dell'Est, lontani ma determinanti nell'attuale scenario di mercato globalizzato: si sono scelti Cina e Giappone, per diversi motivi. La Cina ha già rimpiazzato le vecchie leggi sulla *corporate* emanate all'inizio del processo economico di riforma. A Tokyo e Seul, le riforme sulla *corporate* e sulle assicurazioni erano state emanate ad un ritmo frenetico fin dai primi anni novanta. Tra le riforme legislative principali, il diritto degli azionisti di essere sostenuti, la razionalizzazione delle regole sul *takeover*, e il regime di responsabilità per i dirigenti aziendali reso più favorevole agli *stakeholders*. La composizione del consiglio di amministrazione cambiò in seguito ai requisiti obbligatori d'indipendenza degli amministratori in Korea, Cina, e Taiwan. In Giappone, si diede alle imprese la possibilità di optare per una struttura del Consiglio di Amministrazione sullo stile americano<sup>23</sup>.

I tribunali dei paesi dell'Est divennero protagonisti per la prima volta indispensabili nella *Corporate governance*. Il fenomeno è più evidente in Giappone e Corea, e vi furono diverse decisioni nell'ultimo decennio su controversie per azione di responsabilità dei soci e tentativi di scalate ostili. Anche in Cina la pressione è stata esercitata per permettere agli azionisti di citare in giudizio emittenti aziendali e i loro amministratori per frode assicurativa. Anche se fino ad oggi, le corti cinesi sono lontane dall'effettiva protezione degli investitori, sembra rilevante il fatto che la giurisprudenza abbia iniziato ad essere impegnata da cause in tema di *governance*.

Insieme con questi sviluppi legislativi, le condizioni del mercato e le prassi commerciali sono cambiate in modi importanti. I vecchi modelli della proprietà in Giappone si sono indeboliti, anche se a volte sembrano riemergere<sup>24</sup>, le partecipazioni straniere nella proprietà sono aumentate notevolmente, particolarmente in Corea e Giappone, e gli investitori istituzionali sono diventati più attivi nella ricerca di guadagni maggiori per i loro investimenti. Episodi di attivismo degli *shareholder* a livello d'impresa faccia a faccia con l'amministrazione sono, ad oggi, in aumento in tutto il Giappone. Scalate ostili e altre tecniche ostili di acquisizione sono diventate quasi eventi *diroutine*.

Sullo sfondo di questo scenario di attività giuridica e di mercato, l'influenza della crescita economica della Cina ha aggiunto diverse nuove dimensioni alle condizioni della *Corporate governance* nell'Asia dell'est. L'emergenza di contenere pubblicamente le imprese cinesi e le loro quotazioni sui mercati azionari d'oltreoceano, ha messo in evidenza seri problemi di *governance* nella economia maggiore che cresce più velocemente al mondo.

Si procede quindi all'analisi delle problematiche di *governance* riservando attenzione a USA, Regno Unito, Italia, Germania, Francia, Spagna, Giappone e Cina.

## 1.1 PROPRIETA' E CONTROLLO IN USA

---

<sup>22</sup> ATTENBOROUGH D., *Corporate Governance and the Importance of Societal and Cultural Factors: An Argument Against Calling Time on UK Boardroom Rules*, in *European Business Law Review*, 18.08.2010, volume 21, fascicolo 4, p. 559 ss.

<sup>23</sup> GILSON R. J. e MILHAUPT C. J., *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, ECGI - Law Working Paper No. 22/2004; Columbia Law and Economics Working Paper No. 251; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 282; April, 2004.

<sup>24</sup> "Cross-Shareholding Sees First Rise Since '90s", Kyodo News, 2 settembre 2007

### 1.1.1 Introduzione

Se analizziamo le situazioni all'interno del gruppo dei paesi più industrializzati, ci imbattiamo in casi estremamente diversi: negli Stati Uniti possiamo senz'altro dire che la proprietà delle imprese quotate risulta caratterizzata da un grado elevato di frammentazione senza che emergano soggetti controllanti di rilievo, parallelamente al mercato inglese e contrariamente alla tipica presenza del blockholder degli ordinamenti europei tedesco ed italiano. In particolare, quasi il 50% delle imprese quotate non registra pacchetti di controllo azionari significativi; e un altro 15% registra blockholders con quote relativamente modeste, comprese fra il 5% e il 10%.

Si tratta non a caso del Paese in cui la *corporate governance* è stata argomento di discussione negli Stati Uniti per un periodo lungo di tempo. In una tale economia mondiale, il dibattito statunitense sulla *corporate governance* è destinato a influenzare quello di altre realtà. E' quindi importante partire da qui per comprendere meglio le problematiche della *governance* anche in altri contesti nazionali.

Il dibattito in America è iniziato già nel 1932<sup>25</sup>. La sua importanza è stata sottolineata<sup>26</sup> ancora nel 1971<sup>27</sup>, ma si accese la discussione nel 1982, con la pubblicazione da parte dell'*American Law Institute* (ALI) dei suoi *Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations*. Questo progetto sfociò in una serie di pubblicazioni sull'argomento della *corporate governance* negli Stati Uniti. La stesura finale proposta (dopo intitolata: *Principles of Corporate Governance and Structure: Analysis and Recommendations*) fu approvata solamente nel maggio del 1992. Gli interventi si susseguirono: solo nel 1993, vennero pubblicati in materia qualcosa come 73 articoli sulle riviste giuridiche americane<sup>28</sup>. La velocità con cui si è sviluppato il dibattito e l'emergenza di dare delle risposte è raddoppiata man mano che scandali e collassi finanziari ne davano ragione: si pensi a *Enron*<sup>29</sup>, *Worldcom*, *Global Crossing*, *Tyco*, *Adelphia* solo per citarne alcuni. Inoltre, con l'uscita nel 1992 in Gran Bretagna del *Cadbury Report*, cui molti attribuirono erroneamente il merito di aver sollevato per primo le problematiche di *governance*, si sviluppò comunque maggiore consapevolezza dell'importanza del dibattito<sup>30</sup>, e ciò nonostante il *Cadbury Report* trattasse solo di un'area limitata della *governance* societaria, quella relativa ai "Financial Aspects of Corporate Governance". Negli USA, le teorie della supremazia degli azionisti e della massimizzazione del profitto sono ancora dominanti nell'espressione "l'obiettivo e la direzione della società", come risulta chiaramente dai *principles* dell'ALI, secondo cui:

§2.01(a).... (b)...una società dovrebbe avere come proprio obiettivo la gestione delle attività commerciali con la prospettiva di realizzare i profitti societari e gli utili degli azionisti.

(b) Anche se il profitto societario e l'utile azionario non sono per tale via raggiunti, la società, nella gestione dei propri affari:

---

<sup>25</sup> BERLE A. A. e MEANS G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

<sup>26</sup> HOPT K. J., *Institutional Investors and Corporate Governance*, New York, W. de Gruyter, 1994, prefazione.

<sup>27</sup> MACE M. L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School, 1971.

<sup>28</sup> VEASEY E. N., *The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline*, 48 *The Business Lawyer* 1267, 1993; MILLSTEIN I. M., *The Evolution of the Certifying Board*, 48 *The Business Lawyer* 1485, 1489, 1993.

<sup>29</sup> SKOUSEN K. F., GLOVER S. M. e PRAWITT D. F., *An Introduction to Corporate Governance and the SEC*, Mason, Thomson South-West, 2005, 3-5.

<sup>30</sup> KENDALL N. e KENDALL A., *Real-World Corporate Governance*, London, Pitman, 1998.

1. E' obbligata, nella stessa misura di una persona fisica, ad agire entro i confini determinati dalla legge;
2. Può tenere in considerazione considerazioni etiche che siano ragionevolmente stimate appropriate alla gestione responsabile degli affari; e
3. Può dedicare una quantità ragionevole di risorse al welfare pubblico, umanitario, educativo, ed a proposte filantropiche.

### **1.1.2 Il coinvolgimento dell'American Law Institute nel dibattito sulla corporate governance**

In questo progetto, *Principles of Corporate Governance and Structure: Analysis and Recommendations*, l'ALI aspirava ad estrarre dal corpus di leggi societarie una serie di disposizioni generali che potessero guidare *managers* e amministratori sui propri doveri, e fornire criteri di valutazione per i giudici nei casi di azioni esperite contro amministratori che avessero gestito impropriamente la società<sup>31</sup>. Si sperava di estrapolare i principi basilari di *corporate governance* applicabili in America dai casi giurisprudenziali e da altre fonti e di riformulare le leggi.

Ci si attendeva di terminare il progetto in due anni, ma ce ne vollero quindici a causa delle diverse sensibilità coinvolte e degli enormi interessi economici acquisiti al dibattito. Il progetto ha determinato opinioni sulla *corporate governance* e ha posto le fondamenta per molte delle discussioni e rilievi riguardanti la *governance* societaria nel resto del mondo, tanto che molte problematiche sono da allora rimaste aperte al confronto e controverse<sup>32</sup>.

Gli argomenti chiave affrontati dall'ALI sono stati: obiettivi e gestione della società; struttura della società; dovere di diligenza; dovere di lealtà contrattuale; offerte pubbliche; rimedi. Quanto agli obiettivi e alla gestione della società, è bene rilevare che il dibattito sugli *stakeholder* è stato in gran parte ignorato dall'ALI, essendo punto di partenza proprio la visione del primato azionario e della massimizzazione del profitto. Esistono alcune leggi in alcuni stati degli USA che considerano gli interessi degli altri *stakeholders* come impiegati, fornitori e clienti, ma l'esatta natura e lo scopo di queste disposizioni rimangono incerti.

E' molto interessante studiare la parte relativa alla struttura societaria.

§3.01 tratta il *Management dell'impresa societaria*. Esso dispone che “la gestione degli affari di una società quotata in borsa deve essere condotta da o sotto la supervisione di quei principali dirigenti designati dal consiglio di amministrazione, e da quegli altri funzionari e dipendenti ai quali è delegata la funzione amministrativa dal consiglio di amministrazione o da questi executives, soggetti alle funzioni e ai poteri del board nel §3.02.

Questo articolo riconosce chiaramente il ruolo di supervisore al consiglio e segue il principio per il quale la funzione del consiglio è principalmente diretta a “dirigere, governare, guidare, monitorare, sorvegliare, supervisionare e ottemperare agli obblighi”, contrariamente alla tradizionale indicazione per cui la società commerciale deve “essere amministrata dal proprio board”. La nuova descrizione delle funzioni del *board* da anche un'altra indicazione, secondo cui è impossibile per il consiglio di amministrazione di una grande società amministrare gli affari quotidiani: questo compito dev'essere lasciato necessariamente ai “*senior executives*” ed agli altri

---

<sup>31</sup> MANNING B., *Principles of Corporate Governance: One Viewer's Perspective on the ALI Project*, 48 *The Business Lawyer* 1319-1320, 1993.

<sup>32</sup> BAINBRIDGE S. M., *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002.

dipendenti della società. *La sezione 3.02* concerne le “*Funzioni e poteri del consiglio di amministrazione*”, attribuendo al *board* cinque funzioni primarie: selezionare, valutare regolarmente, fissare i compensi e, dove necessario, sostituire i dirigenti; sorvegliare lo svolgimento degli affari della società per valutare se essi siano amministrati correttamente; rivedere e, se necessario, approvare i cambiamenti in, e le determinazioni di altre importanti questioni da risolvere, rispettando i controlli appropriati e principi contabili e le pratiche che devono essere seguite nella preparazione della documentazione finanziaria della società; svolgere le altre funzioni previste dalla legge o assegnate al consiglio di amministrazione dagli *standard* della società.

### **1.1.3 La Security Exchange Commission (SEC)**

La *Security Exchange Commission* (SEC) è la principale autorità di vigilanza sul mercato azionario negli Stati Uniti. Essa è stata creata nel 1934 dopo il passaggio della legislazione federale nella forma del *Securities Exchange Act* del 1934, a sua volta preceduta dal *Securities Exchange Act* del 1933. Entrambe le leggi puntavano a ripristinare l'integrità e l'affidabilità delle informazioni fornite agli investitori. Il crollo della borsa del 1929 e le frodi, gli inganni e gli eccessi degli anni venti sono stati probabilmente i fattori determinanti che hanno portato alla Grande Depressione. L'*Act* del 1934 ha attribuito alle SEC i poteri ulteriori di vigilare, supervisionare e regolare i mercati finanziari ed anche quello di investigare su eventuali trasgressioni alle leggi e irrogare sanzioni civili oltre che penali per attuare la legge. La SEC ha sperimentato una lenta crescita fino al 1945, ma dopo ogni crisi o crollo del mercato ci furono rapide estensioni dei suoi poteri, specialmente nel 1962 e nel 1977. Ma non fu abbastanza, e ciò fu chiaro nei primi anni del nuovo millennio con gli scandali associati ad *Enron* e altri giganti societari (*Tyco*, *WorldCom*, *Xerox*, *Adelphia*, *Ahold*, ecc.), imprese di intermediazione (per esempio, *Merrill Lynch*), mercati azionari (come il *New York Stock Exchange*), le grandi società di revisione (come la *Arthur Anderson* ed altre) e i *managers* di fondi comuni di investimento (come *Piper Jaffray*). La reazione fu un'altra legge, ovvero il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 (SOX).

La struttura organizzativa della SEC consiste di cinque commissari e cinque differenti divisioni (*Corporation Finance*; *Enforcement*; *Investment Management*; *Market Regulation*; *Compliance Inspections & Examinations*), un direttore esecutivo ed un consiglio generale. Proprio i tre interventi legislativi citati stabiliscono la funzione della SEC ed il contesto legale in cui opera.

### **1.1.4 Il Sarbanes Oxley Act del 2002 : la reazione agli scandali finanziari**

L'approvazione del *Sarbanes Oxley Act* deve essere analizzata sullo sfondo dei tanti incisivi fallimenti societari negli Stati Uniti. Questi collassi finanziari, in particolare *Enron* e *WorldCom*, hanno suscitato serie preoccupazioni e sono diventate un problema politico che l'amministrazione Bush, allora al governo negli *States*, non ha avuto altro modo di affrontare se non agendo con rapidità e in modo rigido. L'amministrazione di allora penso fosse la migliore soluzione affrontare subito il problema, ma non mancarono le critiche di chi vide il SOX come una reazione che non affrontava le problematiche di *corporate governance* con l'attenzione e le riflessioni dovute. La sintesi del provvedimento della SEC fissa in modo chiaro i propositi e gli obiettivi del SOX: ripristinare la fiducia nella professione contabile; migliorare il principio “*tone at the top*”, cioè l'esempio viene dall'alto; migliorare la *disclosure* e la predisposizione della documentazione finanziaria; migliorare le *performance* dei “*gatekeepers*”, ovvero degli intermediari; migliorare gli strumenti di *enforcement*. Il SOX è infatti un rigido strumento legislativo, contenente sanzioni pesanti, civili e penali. La sua introduzione

ha portato conseguenze enormi, e basta analizzarne alcuni passaggi per capirne la portata:

*Section 3(b)(1) Chiunque violi questa legge, ogni regola o regolamento della Commission stabilita in questa legge o ogni regola del Board è considerato a tutti gli effetti quale trasgressore del Securities Exchange Act del 1934 e delle sue disposizioni..*

*Section 102: A partire da 180 giorni dalla approvazione della Commission, sarà illegale per chiunque non sia registrato come impresa pubblica di revisione preparare, rilasciare, o partecipare alla preparazione o al rilascio di ogni relazione di revisione e rispetto ad ogni emittente.*

*Section 105(4): Se il Board trova, basandosi su ogni fatto o circostanza, che una società di revisione registrata o una persona associata alla stessa sia coinvolta in qualunque azione o pratica, o ha omesso di agire, in violazione di questa legge (o ogni altra legge o regolamento rilevanti) ... il Board può imporre le sanzioni disciplinari o correttive che ritenga appropriate, soggette alle limitazioni applicabili secondo il paragrafo (5)...*

A norma della sezione 101, è stata costituito un *Public Company Accounting Oversight Board*, composto da cinque membri e con poteri estesi, regolamentari e di *enforcement*, paragonabili a quelli della SEC stessa.

Il raggio d'azione della SEC è molto ampio, atteso che la legge non distingue tra emittenti nazionali e straniere. Le società straniere emittenti titoli sui mercati americani ricadono così sotto la sfera della SOX attraverso la definizione generica di "issuers" della sezione 2. Data l'ampia applicazione del SOX, alcune autorità di vigilanza straniere hanno portato avanti politiche di accordo con la SEC e con il *Public Company Accounting Oversight Board*<sup>33</sup>.

Il Titolo secondo del SOX tenta di assicurare l'indipendenza dei revisori, proibendo a questi di fornire a coloro per i quali operano la revisione di fornire altri servizi, inclusi: servizi legali e servizi di esperti scollegati dalla revisione; funzioni di amministrazione o di risorse umane; tenuta della documentazione od altri servizi relativi alla contabilità o ai rendiconti finanziari del cliente del revisore.

La sezione 303 del SOX tenta di prevenire un'indebita influenza sul processo di revisione rendendo "illegale... influenzare con la frode, costringere, manipolare, o indurre in errore ogni revisore assunto nel risultato della revisione con il proposito di rendere i documenti finanziari concretamente ingannevoli".

Nelle poche regole e punti proposti, si evincono i collegamenti chiari a quelli che si sono dimostrati essere punti deboli della normativa precedente, e che i famosi scandali citati hanno messo in mostra come punti nevralgici su cui intervenire, pena la impossibilità di ritrovare la fiducia degli investitori nell'agire sui mercati.

Fermo restando che può discutersi sull'affermazione di chi veda nel SOX una reazione eccessiva, un dibattito aperto era anche quello, dipendente dal punto di vista personale, su quanto possa funzionare un sistema di corporate governance basato sulla stretta regolamentazione rispetto ad uno fondato sull'autoregolamentazione<sup>34</sup>. Si può dire che, nonostante le basi comuni del "sistema anglosassone", dal SOX in poi si è avuta una linea di confine, tracciata dal fatto che da questo provvedimento in poi l'approccio degli Stati Uniti è stato prescrittivo, basato su regole giuridiche imperative, mentre quello

<sup>33</sup> BUFFINI F., *ASIC May Help US Regulator*, The Australian Financial Review, 17 february 2005, p. 9.

<sup>34</sup> MONKS R. e MINOW N., *Corporate Governance*, Oxford, Blackwell, terza edizione, 2004, pp. 248-249.



britannico è ancora non prescrittivo, basato su principi, e fondamentalmente punta all'autoregolamentazione.

Dal 2002, sono emerse ulteriori prospettive riguardanti l'approccio della regolamentazione o di *hard-law* adottato con la SOX. Il principio su cui si basa la SOX è il "*comply or explain*". In altre parole, esistono sanzioni per chi non si adegua che possono portare persone ad essere processate e carcerate per lunghi periodi, o pesanti multe imposte per non avere aderito alle prescrizioni normative. Si tratta di una scelta che va pesata attentamente e che, in quanto soluzione draconiana, meriterebbe delle riflessioni ulteriori e forse più ragionevoli. Non a caso, le istanze di riforma avanzate, rivendicano quattro principi chiave che possono guidare una riforma regolamentare moderna ed efficace: si dovrebbe puntare alla protezione degli investitori e al restituire la fiducia ai risparmiatori; la supervisione finanziaria deve essere razionalizzata ed armonizzata; si dovrebbero elaborare dei nuovi sistemi per rendere gli strumenti finanziari complessi maggiormente trasparenti; un nuovo sistema regolamentare, infine, dovrebbe puntare non alla legislazione pedante ed eccessiva, ma ad una struttura normativa più sintetica e chiara.

### **1.1.5 Le regole di *corporate governance*: il NYSE e le Sections 303 e 303A**

La SEC ha approvato le regole del *New York Stock Exchange* sulla *corporate governance* il 4 novembre 2003. Alcuni emendamenti sono stati operati il 3 novembre 2004, soprattutto sulla definizione di "indipendenza". Tutte le società quotate (con rare eccezioni) hanno dovuto adeguarsi a certi *standards* relativi alla *corporate governance* e previsti alla sezione 303A. L'eccezione più di rilievo è che le emittenti straniere private (definite nella *Rule 3b-4* dall'*Exchange Act*) possono seguire le pratiche del proprio Paese anziché quelle della sezione 303A, ma devono necessariamente adeguarsi alle regole seguenti:

- Devono avere un comitato di controllo che soddisfi i requisiti della *Rule 10A-3* dell'*Exchange Act*;
- Devono rendere pubblici tutti i modi rilevanti secondo cui le proprie prassi di *corporate governance* differiscono da quelle seguite dalle società statunitensi a norma degli *standards* richiesti dal NYSE. Il seguente commento è incluso nella sezione 303A.11 in cui tale requisito è previsto: gli emittenti privati stranieri devono rendere consapevoli i propri investitori americani dei modi significativi in cui le proprie pratiche di *corporate governance* differiscono da quelle richieste alle società nazionali in forza degli *standards* per la quotazione su NYSE. Comunque, essi non sono tenuti a presentare un'analisi dettagliata e puntuale delle singole differenze. Una tale *disclosure* sarebbe onerosa e complicata oltre le necessità del caso. Tra l'altro, questo requisito non intende suggerire che le prassi di *corporate governance* di un Paese siano migliori di quelle di un altro. Il NYSE sottolinea che ciò che è richiesto, in favore degli azionisti, è solo un sommario breve e generale delle differenze sostanziali.
- Ogni amministratore delegato di società quotata deve prontamente avvisare per iscritto il NYSE dopo che qualunque dirigente della società quotata sia venuto a conoscenza di qualsiasi materiale non applicazione di una delle disposizioni applicabili della sezione 303A.
- Ognuna di queste società deve sottoscrivere annualmente una certificazione scritta di esecuzione degli *standards* al NYSE. Inoltre, ogni società quotata deve sottoscrivere un'affermazione scritta *ad interim*, nella forma specificata dal

NYSE, ed a questo destinata, in cui segnali ogni volta che avvenga un cambiamento nel *board* o ad alcuno dei comitati indicati alla sezione 303A<sup>35</sup>.

### 1.1.6 Sintesi delle regole di *corporate governance* più importanti nel NYSE

- Le società quotate devono avere una maggioranza di amministratori indipendenti, e la “indipendenza” è definita in dettaglio nella sezione 303A.02 del NYSE *Listed Company Manual*.
- Al fine di autorizzare gli amministratori non operativi a servire da controllo sul *management* operativo, i primi, in ciascuna società quotata, dovranno riunirsi senza il *management* in assemblee esecutive regolari.
- Le società quotate devono avere un comitato per le nomine di *corporate governance* costituito interamente da amministratori indipendenti.
- Le società quotate devono avere un comitato per i compensi, composto da minimo tre membri, e da soli amministratori indipendenti (sempre secondo la definizione della sezione 303A.02).
- Ciascuna società quotata deve avere una funzione di controllo interno.
- Le società quotate devono adottare e rendere pubbliche le linee guida sulla *corporate governance*, affrontando le seguenti materie: *standard* di qualificazione degli amministratori; responsabilità degli amministratori; accesso degli amministratori al *management* e, se necessario e appropriato, consiglieri indipendenti; remunerazione degli amministratori; orientamento degli amministratori e formazione continua; successione del *management*; valutazione annuale delle performance del *board*.
- Le società quotate devono adottare e rendere pubblico un codice di condotta ed etica negli affari per amministratori, funzionari e dipendenti, e rendere pubblica prontamente ogni deroga del codice per gli amministratori o i dirigenti. Ogni società quotata può determinare le sue proprie strategie, ma tutte le società quotate devono affrontare le tematiche più importanti, incluse le seguenti: conflitto di interessi; opportunità societarie; riservatezza; lealtà commerciale; protezione ed uso adeguato delle risorse societarie; rispetto della legge, delle regole e dei regolamenti (incluse le leggi sull'*insider trading*); incoraggiare la comunicazione di qualsiasi comportamento illegale o non etico.
- Le emittenti quotate private estere devono rendere pubblici tutti gli aspetti rilevanti in cui le proprie prassi di *corporate governance* differiscono da quelle seguite dalle società quotate americane sotto gli *standard* del NYSE.
- Ogni amministratore delegato di società quotate deve certificare al NYSE ed annualmente che non è al corrente di alcuna violazione degli *standard* di *corporate governance* del NYSE, qualificando la certificazione nella misura necessaria.
- Ogni amministratore delegato di società quotata deve prontamente avvisare per iscritto il NYSE dopo che qualunque dirigente della società quotata sia venuto a conoscenza di qualsiasi non applicazione materiale di una delle disposizioni applicabili della sezione 303A.
- Ognuna di queste società deve sottoscrivere annualmente un'asserzione scritta di esecuzione al NYSE. Inoltre, ogni società quotata deve sottoscrivere un'asserzione scritta *ad interim*, nella forma specificata dal NYSE, ed a questo destinata, in cui segnali ogni volta che avvenga un cambiamento nel *board* o in alcuno dei comitati indicati alla sezione 303A.

---

<sup>35</sup> Si tratta di una regola divenuta effettiva a partire dall'inizio del 2010.

- Il NYSE può inviare una lettera pubblica di rimprovero a ogni società quotata che violi gli *standard* per società quotate sul NYSE.

Infine, il NASDAQ e l'AMEX, cioè l'*American Stock Exchange*, hanno ancora rivisto i propri requisiti di *corporate governance* per le società quotate, includendo, tra le altre, le seguenti indicazioni:

- Si richiede che una maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione della maggior parte delle società quotate debba essere indipendente dal management.
- Si definisce l'indipendenza utilizzando delle regole molto chiare e stringenti.
- Si espandono i doveri e poteri degli amministratori indipendenti.
- Si espandono i doveri e poteri del comitato di controllo del consiglio di amministrazione.

### 1.1.7 Approfondimento sul comitato per i compensi

Il comitato per i compensi<sup>36</sup> è centrale nel processo di fissazione dei compensi agli amministratori esecutivi. Esso è il comitato interno al consiglio di amministrazione responsabile della determinazione del compenso dell'Amministratore Delegato<sup>37</sup>. L'assenza di un effettivo comitato sui compensi dà all'amministratore delegato la possibilità di comportarsi in modo opportunistico e favorire i propri interessi a spese del benessere degli azionisti e della società. Se l'a.d. controlla il comitato per i compensi, egli stesso stabilisce il proprio. In situazioni come queste, i contratti per la remunerazione sono suscettibili di essere non ottimali e non favorire l'interesse degli azionisti, probabilmente anzi sono a favore dell'amministratore delegato e degli altri amministratori esecutivi. Per esempio, il compenso dell'a.d. può diventare eccessivo<sup>38</sup>. Di conseguenza, i teorici della *corporate governance* hanno a lungo sostenuto che il *board* debba essere composto da esterni fortemente indipendenti. Se gli *insiders*, come i dipendenti o i parenti, sono membri del comitato, sorge un potenziale conflitto di interessi.

L'alto compenso ricevuto dagli amministratori delegati è spesso citato come un esempio di fallimento del *board* e del comitato per i compensi<sup>39</sup>.

Ricerche precedenti hanno esaminato i comitati per i compensi e come essi influenzano le remunerazioni degli amministratori esecutivi. Tali comitati sono i principali nel determinare le remunerazioni. Un importante risultato della ricerca è quello di valutare se essi siano efficaci nell'allineare l'interesse degli azionisti a quello dei *managers*.

<sup>36</sup> Nel Regno Unito denominato "*Remuneration Committee*" e negli Stati Uniti denominato "*Compensation Committee*".

<sup>37</sup> BAKER G., JENSEN M. e MURPHY K., *Compensation and incentives: practice vs. theory*, Journal of Finance, 1988, 47, pp. 593-616.

<sup>38</sup> BEBCHUCK L. e FRIED J., *Executive compensation as a signaling agency problem*, Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3), pp. 71-92; BEBCHUCK L. e FRIED J., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA and London, Harvard University Press, 2004.

<sup>39</sup> Si consideri il caso di Richard Grasso, ex presidente del New York Stock Exchange. Nell'agosto del 2003, il NYSE ha reso pubblico che avrebbe ricevuto 139,5 milioni di dollari di compenso, oltre ad altre provvigioni contrattuali. La tempesta seguita all'annuncio portò alle dimissioni del Sig. Grasso. Di conseguenza, egli fu citato in giudizio dall'Attorney General of New York, sostenendo che il suo compenso fosse obiettivamente irragionevole, specialmente per una organizzazione no-profit. Inoltre, il compenso del Sig. Grasso era anche presumibilmente il prodotto di un processo che gli aveva permesso di esercitare una impropria influenza sul comitato per i compensi e sul consiglio di amministrazione. Vedi <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/nys/nygrasso52404cmp.pdf>.

Un'ipotesi centrale nella letteratura esistente è che i comitati per i compensi che contengono amministratori “*insiders*” porteranno contratti di remunerazione mal progettati, visti dalla prospettiva degli azionisti. Alcuni<sup>40</sup> sostengono che i comitati per i compensi affiliati conducono ad alti livelli di remunerazione degli *executives* per proteggerli dai rischi. I modelli di potere manageriale sostengono anche che gli amministratori “affiliati” nei comitati per i compensi fissarono dei livelli di retribuzione a favore dell'amministratore delegato ed a discapito dell'interesse degli azionisti<sup>41</sup>. Quando gli *insiders*, come attuali o ex dipendenti dell'impresa, sono membri del comitato, può sorgere un potenziale conflitto d'interessi. E chiaramente, se sono in conflitto saranno più leali all'amministratore delegato in carica. Inoltre, gli amministratori in conflitto tendono a corrispondere dei livelli remunerativi più alti di quelli che sarebbero stabiliti da un comitato per i compensi indipendenti. Essi stabiliscono contrattualmente incentivi, come bonus e pacchetti di azioni, contrari agli interessi degli azionisti. La regolamentazione dei valori mobiliari riflette le preoccupazioni sul conflitto di interessi e sul comportamento opportunistico degli amministratori in conflitto nel comitato per i compensi. Le regole di *Corporate Governance* del NYSE, infatti, specificano che le società quotate debbano avere un comitato per i compensi composto da consiglieri esterni ed indipendenti<sup>42</sup>.

Comunque, la presenza di *insiders* non porta necessariamente a contratti di remunerazione non adeguati. Alcuni studiosi<sup>43</sup> hanno sostenuto che gli amministratori delegati che posseggono azioni, amministrano società di nuova formazione, o ne sono fondatori, possono scegliere di sedere al comitato per i compensi per fissare contratti efficienti per gli altri amministratori esecutivi. Inoltre, gli *insiders* possono avere informazioni specifiche o generali sull'organizzazione o la strategia societaria utili al comitato per i compensi nella determinazione dei corrispettivi remunerativi. Queste funzioni, di monitoraggio e di trasmissione delle informazioni, possono essere positive e diminuire i costi organizzativi. In breve, ci sono due punti di vista sul fenomeno degli amministratori in conflitto all'interno del comitato per i compensi. Il primo sostiene che possa promuovere comportamenti opportunistici, portando a contratti inefficienti ed inappropriati; il secondo che possa diminuire i costi di contrattualizzazione, operando in modo efficiente.

Alcuni studiosi<sup>44</sup> si sono concentrati sulla relazione tra il comitato per i compensi e la remunerazione dell'amministratore delegato, usando un campione casuale di 200 società americane quotate in borsa sul mercato *Fortune 500*. I dati sulla remunerazione degli amministratori sono stati analizzati nel periodo che va dal 1991 al 1994, individuando se vi fossero all'interno dei comitati per i compensi delle società amministratori “affiliati”, o “interdipendenti”, o amministratori delegati di altre società. Per amministratori affiliati s'intendono anche i consiglieri non amministrativi che mantengono qualunque relazione formale o personale o professionale con la società, una sua controllata o la sua attività amministrativa. Gli amministratori interdipendenti includono solamente i consiglieri non amministrativi che sono stati nominati durante il

---

<sup>40</sup> DAILY C., JOHNSON M., ELLSTRAND J. e DALTON D., *Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation*, Academy of Management Journal, 1998, 41, pp. 209-220.

<sup>41</sup> BEBCHUCK L. e FRIED J., *Executive compensation as an agency problem*, Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3), pp. 71-92; BEBCHUCK L. e FRIED J., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA and London, Harvard University Press, 2004.

<sup>42</sup> [http://www.nyse.com/pdfs/section303A\\_final\\_rules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf).

<sup>43</sup> ANDERSON R. e BIZJAK J., *An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*, Journal of Banking and Finance, 2003, 27(7), pp. 1323-1348.

<sup>44</sup> DAILY C., JOHNSON M., ELLSTRAND J. e DALTON D., *Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation*, Academy of Management Journal, 1998, 41, pp. 209-220.

mandato di un amministratore delegato in carica della società centrale. I risultati attesi erano quelli per i quali si confermasse che, in presenza dei suddetti amministratori nel comitato, i compensi degli amministratori delegati fossero eccessivi. Gli studi condotti hanno misurato i compensi degli amministratori delegati in tre modi: compensi non contingenti (ad esempio, il salario), paghe contingenti (ad esempio, *stock options*), e compenso totale. Non si sono rinvenute relazioni tra queste misure dei compensi agli amministratori delegati e la proporzione di amministratori “affiliati” all’interno del comitato per i compensi. Inoltre, non vi sarebbe connessione tra i compensi agli amministratori delegati e la proporzione degli amministratori indipendenti o la percentuale di amministratori delegati di altre società all’interno del comitato. Secondo tali studi, quindi, gli amministratori “affiliati” non necessariamente portano a compensi eccessivi.

## **1.2 PROPRIETA’ E CONTROLLO NEL REGNO UNITO**

### **1.2.1 Introduzione**

La *Corporate Governance* ha raggiunto un profilo sempre più alto negli ultimi venti anni. La recente crisi finanziaria globale ha inoltre spostato l’attenzione su come la *corporate governance* dovrebbe migliorare ed aiutare a ritrovare fiducia nei mercati dei capitali e all’interno delle società in generale. L’interesse nella governance societaria tocca paesi e continenti, e non si applica soltanto alle grandi società pubbliche ma ad un’ampia serie di tipi commerciali comprese le imprese di proprietà statale, le imprese familiari e le organizzazioni no profit.

Sir Adrian Cadbury, che ha presieduto il Comitato britannico sugli aspetti finanziari della *Corporate Governance*, il quale ha compiuto una ricerca e fornito una relazione nel 1992, ha dichiarato che la *corporate governance* è “*l’intero sistema di controlli, sia finanziari che non, mediante il quale si dirige e controlla una società*”. Questa definizione è sintetica ma fissa chiaramente l’importanza dei controlli in una società. Una definizione più ampia è stata data dall’OECD (*Organisation for Economic Cooperation and Development*, secondo cui la *corporate governance* è “*l’insieme di relazioni in una società tra il consiglio di amministrazione, i propri azionisti e gli altri stakeholders. Essa fornisce anche la struttura attraverso la quale vengono fissati gli obiettivi societari, i mezzi per raggiungerli, e vengono determinati i controlli sui risultati aziendali*”<sup>45</sup>). Questa definizione vede la *corporate governance* da una prospettiva più ampia, e tiene conto dei vari insiemi di *stakeholder*, non solo gli azionisti. Essa enfatizza anche l’importanza della *corporate governance* come un dispositivo di consenso per fissare, raggiungere e controllare gli obiettivi ed i risultati societari.

Già da queste due definizioni, è facile capire perché la *corporate governance* sia così importante per le società, gli investitori e gli *stakeholders*, e perché essa sia un argomento d’interesse non solo europeo ma mondiale. Essa è fondamentale per gestire adeguatamente le società e aiutare ad assicurarsi che la struttura delle imprese sia sicura e non soggetta a “espropriazione” da parte di soggetti singoli o gruppi che potrebbero godere di eccessivo potere in seno alla società. Per questo aiuta le società a essere sostenibili a lungo termine.

### **1.2.2 Il Rapporto Cadbury (1992)**

---

<sup>45</sup> OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1999.

Nel Regno Unito, è stato dopo i fallimenti di *Coloroll* e *Polly Peck* che il “*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*” è stato fondato, precisamente nel maggio 1991. Il Comitato ha pubblicato la propria ricerca nel 1992, ed essa è divenuta nota come “*Cadbury Report*”, dal nome del suo Presidente, Sir Adrian Cadbury. La relazione è ampiamente riconosciuta come quella che ha fissato le fondamenta per un sistema di “*best practice*” di *corporate governance*, sia nel Regno Unito che di conseguenza in molti Paesi che hanno in tutto o in parte assimilato le sue raccomandazioni dentro i propri codici di *corporate governance*.

Al suo interno, la *Relazione Cadbury* raccomanda che le società debbano nominare tre amministratori indipendenti non esecutivi, separare i ruoli di presidente da quello di amministratore delegato, e avere un comitato di controllo e un comitato per le remunerazioni. Un comitato per le nomine è stato individuato quale possibile soluzione per assicurare procedure di nomina trasparenti.

Il Codice *Cadbury*<sup>46</sup> ha affermato che gli amministratori non esecutivi (NEDs) dovrebbero tenere un atteggiamento ed un giudizio indipendente da tenere nei confronti dei problemi di strategia, risultati, risorse, incluse nomine chiave, e *standard* di condotta.

Cadbury ha anche affermato che, a parte i gettoni di presenza e le loro partecipazioni, essi dovrebbero essere indipendenti dall’amministrazione e liberi da ogni affare o altra relazione che potrebbe materialmente interferire con l’esercizio delle loro valutazioni indipendenti<sup>47</sup>.

Ci sono state numerose relazioni che hanno analizzato gli aspetti del “*Cadbury Report*” nel corso degli ultimi quindici anni circa e gli sviluppi in risposta alla crisi finanziaria globale.

### **1.2.3 Il Rapporto Greenbury (1995)**

Le preoccupazioni sull’entità delle remunerazioni degli amministratori e sul livello di disclosure di tali compensi nei bilanci annuali delle società condussero alla creazione del Comitato *Greenbury*<sup>48</sup>. Presieduto da Sir Richard Greenbury, esso ha relazionato nel 1995 con raccomandazioni globali riguardanti la disclosure dei pacchetti remunerativi degli amministratori. Il comitato per i compensi, composto da amministratori indipendenti non esecutivi, doveva essere centrale secondo le raccomandazioni di rafforzamento delle responsabilità e il miglioramento delle *performance* degli amministratori. Il collegamento dei compensi degli amministratori alle *performance* della società è stato l’altro importante aspetto della Relazione.

### **1.2.4 Il Rapporto Hampel (1998)**

Il Comitato *Hampel* è stato istituito nel 1995 per riesaminare l’attuazione delle raccomandazioni dei Comitati *Cadbury* e *Greenbury*. Presentando una relazione<sup>49</sup> nel 1998, il Comitato *Hampel* ha affermato “*sosteniamo la stragrande maggioranza dei risultati delle due precedenti Commissioni*”. Come per le precedenti Commissioni, l’*Hampel Report* ha sottolineato l’importante ruolo che gli investitori istituzionali possono giocare nella *corporate governance*.

---

<sup>46</sup> CADBURY A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, Gee Publishing, 1992.

<sup>47</sup> CADBURY A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, Gee Publishing, 1992, paragrafo 4.12.

<sup>48</sup> GREENBURY R., *Directors’ Remuneration Report Regulations*, London, Gee Publishing, 1995.

<sup>49</sup> HAMPSEL R., *Committee on Corporate Governance: Final Report*, London, Gee Publishing, 1998.

### **1.2.5 Il Combined Code (1998)**

Il *Combined Code*<sup>50</sup> (1998) ha riunito le raccomandazioni delle Relazioni *Cadbury*, *Greenbury* ed *Hampel*. Esso opera sulla base del metodo “adeguati o spiega”, e cioè, aderisci a quanto precedentemente sostenuto o spiega perché non sei d'accordo. Una parte del Codice si riferisce agli amministratori procedendo ad un riesame dell'efficacia del sistema di controlli interni, inclusi controlli finanziari, sulle operazioni e di conformità e sull'amministrazione del rischio.

### **1.2.6 Turnbull (1999)**

Il Comitato *Turnbull*<sup>51</sup>, presieduto da Nigel Turnbull, è stato fondato dall' *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW) per fornire una guida all'attuazione dei requisiti di controllo interno indicati dal *Combined Code*. Il “*Turnbull Report*” ha confermato che è la responsabilità del consiglio di amministrazione ad assicurare che la società abbia un sistema solido di controllo interno, e che i controlli funzionino come dovrebbero. Il consiglio di amministrazione dovrebbe valutare l'efficacia dei controlli interni e riferire su questi nella relazione annuale.

### **1.2.7 Higgs (2003)**

La “*Higgs Review*<sup>52</sup>”, presieduta da Derek Higgs, ha relazionato nel gennaio 2003 sul ruolo e sull'efficacia degli amministratori non esecutivi. Higgs ha offerto sostegno per il *Combined Code*, mentre ha fatto ulteriori raccomandazioni che includono l'indicazione nella relazione annuale del numero delle riunioni del consiglio di amministrazione e dei suoi principali comitati interni, oltre alla rilevazione delle presenze degli amministratori; un amministratore delegato in posizione dirigenziale non dovrebbe anche divenire presidente della stessa società; gli amministratori non esecutivi dovrebbero riunirsi almeno una volta all'anno senza che siano presenti gli amministratori esecutivi, e la relazione annuale dovrebbe indicare se questi incontri ci sono stati; ed i presidenti e gli amministratori delegati devono prendere in considerazione l'attuazione di programmi di sviluppo per la formazione e lo sviluppo di individui interni alle società che possano accedere in futuro a incarichi gestionali. Molte delle raccomandazioni sono state incluse nel revisionato *Combined Code* (2003) come principi di sostegno, e alcuni sono stati modificati, per esempio, la raccomandazione che un amministratore delegato non debba diventare anche presidente è stata emendata in modo che ciò sia fattibile dopo la consultazione con gli azionisti di maggioranza.

### **1.2.8 Smith (2003)**

La “*Smith review of audit committee*” o “Revisione Smith dei comitati di controllo<sup>53</sup>”, gruppo nominato dal *Financial Reporting Council*, ha relazionato nel 2003. La revisione ha reso chiaro l'importante ruolo del comitato di controllo “*mentre tutti gli amministratori hanno il dovere di agire nell'interesse della società, il comitato di controllo ha un ruolo particolare, agendo in maniera indipendente dagli amministratori*

---

<sup>50</sup> *Combined Code, The Combined Code on Corporate Governance*, London: Gee&Co. Ltd., 1998.

<sup>51</sup> TURNBULL N., *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, London, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1999.

<sup>52</sup> HIGGS D., *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, London, Department of Trade and Industry, 2003.

<sup>53</sup> SMITH R., *Guidance on Audit Committees*, London, Financial Reporting Council, 2003.

*esecutivi, per assicurarsi che gli interessi degli azionisti siano adeguatamente protetti in relazione alla informazione finanziaria ed al controllo interno*<sup>54</sup>.

### **1.2.9 Norme sulle relazioni relative ai compensi degli amministratori nel Regno Unito (2002)**

Nel 2002 sono state introdotte le norme sulle relazioni relative ai compensi degli amministratori nel Regno Unito<sup>55</sup>, contenenti alcune importanti disposizioni incluso quella secondo cui le società quotate devono pubblicare una relazione dettagliata sui compensi degli amministratori come parte integrante della documentazione e delle relazioni annuali, e che tale relazione deve essere approvata dal consiglio di amministrazione. Nella relazione del comitato sui compensi deve essere inserito anche un grafico del rendimento totale degli azionisti nei cinque anni, analizzato con un gruppo di confronto. I nomi degli eventuali consulenti del comitato sui compensi devono essere resi noti, inclusa l'informazione se la loro nomina è stata indipendente, insieme con i costi di ogni altro servizio fornito alla società.

Molto importante è la disposizione per cui le società devono tenere una votazione da parte degli azionisti sui compensi agli amministratori ad ogni assemblea generale. Il voto in teoria sarebbe consultivo ma in ogni caso se gli azionisti votano a sfavore della relazione sui compensi degli amministratori il consiglio di amministrazione sarà bene che dia ascolto al segnale di malcontento degli investitori riguardo all'entità dei compensi agli amministratori<sup>56</sup>.

### **1.2.10 Combined Code (2003)**

Il *Combined Code*<sup>57</sup> consta di due parti principali: una sulle società ed una sugli azionisti istituzionali. Il *Combined Code* si fonda sulle relazioni precedenti e incorpora diverse raccomandazioni delle revisioni Turnbull, Higgs e Smith.

Il ruolo del consiglio di amministrazioni e dei suoi comitati interni è centrale per una buona struttura di corporate governance. Il *Code* raccomanda la divisione dei ruoli di presidente e amministratore delegato affinché non vi sia troppo potere concentrato nelle mani di un singolo individuo. Esso raccomanda anche: che venga istituito un comitato di controllo e che questo agisca come collegamento tra i revisori esterni ed il comitato di controllo; che sia istituito un comitato per i compensi per fissare le remunerazioni degli amministratori esecutivi; e che ci debba essere una procedura formale e trasparente di nomina dei nuovi amministratori, ed un comitato per le nomine potrebbe assolvere a questo ruolo fondamentale. In tutti questi comitati, sono molto importanti gli amministratori indipendenti non esecutivi in quanto essi dovrebbero portare la propria indipendenza di giudizio nello svolgimento di questi incarichi.

Il consiglio di amministrazione dovrebbe garantire una valutazione annuale rigorosa e formale delle proprie *performance* e di quelle dei vari comitati e dei singoli amministratori.

### **1.2.11 Turnbull Guidance (2005)**

Nel 2005 è stata pubblicata la Guida revisionata di Turnbull<sup>58</sup>. I consigli di amministrazione sono stati incoraggiati a rivedere la propria attuazione della guida su

---

<sup>54</sup> SMITH R., *Guidance on Audit Committees*, London, Financial Reporting Council, 2003, par. 1.5.

<sup>55</sup> DTI, *UK Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, London, 2002.

<sup>56</sup> La *GlaxoSmithKline* è stata la prima società a sperimentare il dissenso degli investitori attraverso questo voto consultivo.

<sup>57</sup> *Combined Code, The Combined Code on Corporate Governance*, London, Financial Reporting Council, 2003.



base continuativa ed a guardare al rapporto di controllo interno come una opportunità per comunicare ai propri azionisti come essi gestiscono il rischio ed il controllo interno. Essi dovrebbero riferire agli azionisti, nella relazione annuale, su come sia stato trattato qualsiasi “fallimento o debolezza significativa” nell’efficacia del sistema di controllo interno.

#### **1.2.12 Combined Code (2006)**

Tre cambi fondamentali sono stati operati in questa revisione del *Combined Code* nel 2006<sup>59</sup> e cioè:

- consentire al presidente della società di far parte (ma non presiedere) il comitato per i compensi dove egli è considerato indipendente per la nomina a presidente;
- fornire un’opzione di “voto trattenuto” nelle forme di conferimento di delega per consentire ad un azionista di indicare che essi desiderano “trattenere” il proprio voto;
- raccomandare che le società pubblichino sui propri siti internet i dettagli sulle deleghe presentate alle assemblee generali quando i voti sono esercitati per alzata di mano.

#### **1.2.13 Combined Code (2008)**

Il *Combined Code*<sup>60</sup> è stato nuovamente revisionato nel 2008, seguendo i risultati di un documento di revisione rilasciato dal *Financial Reporting Council* (FRC). I due cambiamenti introdotti nel 2008 sono stati: rimuovere le restrizioni su un individuo che presiede più di una società dell’ FTSE 100; consentire al presidente delle società quotate fuori dall’ FTSE 350 di partecipare ai comitati di controllo laddove questi sia considerato indipendente su nomina.

#### **1.2.14 Smith<sup>61</sup> (2008)**

I cambiamenti principali includono che “*i comitati di controllo sono incoraggiati a considerare il bisogno di includere il rischio di un ritiro dei propri revisori dei conti dal mercato nella loro valutazione e pianificazione del rischio*”, e che “*le società sono incoraggiate ad includere nella relazione del comitato di controllo informazioni sulla nomina, rinnovo della carica o rimozione dei revisori dei conti, incluse le informazioni di supporto sulla frequenza di offerte, sul mandato del revisore in carica e su ogni obbligo contrattuale che abbia l’effetto di limitare le scelte del comitato di controllo*”.

#### **1.2.15 UK Corporate Governance Code (formalmente, il Combined Code)**

Nel marzo 2009 il *Financial Reporting Council* ha annunciato una revisione del *Combined Code*, ed ha avviato una consultazione che ha avuto termine nel marzo 2010. Il Codice revisionato era atteso per l’estate del 2010, con l’intesa che esso sarà conosciuto come il Codice britannico della *Corporate Governance*<sup>62</sup> (*UK Corporate Governance Code*).

---

<sup>58</sup> TURNBULL N., *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, London, Financial Reporting Council, 2005.

<sup>59</sup> *Combined Code, The Combined Code on Corporate Governance*, London, Financial Reporting Council, 2006.

<sup>60</sup> *Combined Code, The Combined Code on Corporate Governance*, London, Financial Reporting Council, 2008.

<sup>61</sup> SMITH R., *Guidance on Audit Committees*, London, Financial Reporting Council, 2008.

<sup>62</sup> *UK Corporate Governance Code, The UK Corporate Governance Code*, London, Financial Reporting Council, 2010.

Ci si aspettava un certo numero di nuovi principi proposti nel codice compresi il ruolo del presidente e degli amministratori non esecutivi, la composizione del consiglio di amministrazione, l'impegno previsto degli amministratori, e la responsabilità da rischio del consiglio di amministrazione.

Si è discusso sul fatto che la parte E del Combined Code del 2008, che si riferisce agli investitori istituzionali, possa essere rimpiazzata da uno *Stewardship Code*<sup>63</sup> che sarebbe basato sul Codice dell'ISC<sup>64</sup> sulla Responsabilità degli investitori istituzionali. Questa idea sorse da una raccomandazione fatta da Sir David Walker che nella sua relazione del 2009 sulla governance di banche ed istituti finanziari<sup>65</sup>, suggerì che l'incarico affidato al *Financial Reporting Council* dovesse essere esteso per coprire lo sviluppo e l'incoraggiamento ad aderire, da parte degli investitori istituzionali, alle *best practice* nell'amministrazione delle società quotate inglesi.

### **1.2.16 Companies Act (2006)**

Nell'ambito del dibattito sugli sviluppi della *corporate governance* nel Regno Unito, è importante menzionare il Companies Act 2006<sup>66</sup>. L'Atto contiene alcune nuove e importanti disposizioni che includono la codificazione dei doveri degli amministratori. La Sezione 172 dell'Act relativa al dovere degli amministratori di promuovere il successo della società afferma che:

*“L'amministratore di una società deve agire secondo il modo che, in buona fede, ritiene più probabilmente porti al successo della società per i benefici dei suoi soci come insieme, e nel farlo deve avere riguardo (tra l'altro) a:*

- a) le probabili conseguenze di qualsiasi decisione a lungo termine*
- b) gli interessi dei lavoratori dell'azienda*
- c) il bisogno di favorire le relazioni commerciali della società con fornitori clienti e terzi*
- d) l'impatto delle operazioni societarie sulla comunità e sull'ambiente*
- e) la convenienza per la società di mantenere una reputazione adatta ad alti standard di condotta d'affari e*
- f) il bisogno di agire equamente tra i membri della società.”*

La sezione 172 ha particolare importanza per *stakeholders* come i lavoratori, la comunità e l'ambiente in quanto gli amministratori devono avere riguardo per i loro interessi e l'impatto su di essi delle attività commerciali, e non agire esclusivamente nell'interesse degli azionisti.

In relazione agli azionisti, è stato sottolineato che<sup>67</sup> *“i diritti degli azionisti sono aumentati in diversi modi incluso il grande utilizzo delle comunicazioni elettroniche, più informazione, l'aumento delle deleghe, e disposizioni riguardanti la circolazione delle proposte degli azionisti a spese della società. Egualmente c'è una corrispondente enfasi sulle responsabilità degli azionisti con l'incoraggiamento per gli azionisti istituzionali ad essere maggiormente attivi e a rendere noto cosa hanno votato”*.

### **1.2.17 Trasformazione della struttura della proprietà azionaria**

Nessuna discussione sulla *Corporate Governance* nel Regno Unito sarebbe completa senza fare riferimento alla trasformazione della struttura della proprietà azionaria.

---

<sup>63</sup> Letteralmente, codice di amministrazione.

<sup>64</sup> *Institutional Shareholders' Committee*: Comitato Istituzionale degli Azionisti.

<sup>65</sup> WALKER SIR D., *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities - Final Recommendations*, London, HM Treasury, 2009.

<sup>66</sup> *Companies Act (2006)*, Office of Public Service Information, London.

<sup>67</sup> MALLIN C. A., *Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2009.

Nel Regno Unito c'è stato un significativo cambiamento della struttura della proprietà azionaria negli ultimi quarant'anni, con gli azionisti istituzionali (fondi pensione, compagnie assicurative, fondi comuni di investimento) che sono diventati sempre più influenti. Per esempio, nel Regno Unito, secondo l'ufficio di statistica nazionale<sup>68</sup> alla fine del 2008 gli investitori istituzionali possedevano quasi il 40% delle azioni del Regno Unito, gli azionisti all'estero (soprattutto investitori istituzionali) possedevano il 41,5%, e gli azionisti singole persone fisiche possedevano poco più del 10%. Guardando indietro di circa quarant'anni, avremmo trovato che gli azionisti singole persone fisiche detenevano la maggioranza delle azioni: ben il 54% nel 1963. Data l'entità della proprietà azionaria in mano agli investitori istituzionali, non sorprende che essi possano esercitare un potere ed un'influenza significativi.

L'influenza degli investitori istituzionali non è limitata al loro coinvolgimento in azioni del Regno Unito perché essi amano diversificare il proprio portafoglio investendo all'estero poiché la saggezza convenzionale ritiene che questo sia un modo per guadagnare rendimenti adeguati e ridurre il rischio complessivo degli investimenti in portafoglio. In questo senso, gli investitori istituzionali sono alla ricerca di nuovi investimenti all'estero, ma ricercano anche *standard* di *corporate governance* a loro familiari e che dovrebbero aiutarli a proteggere i propri investimenti e ad assicurar loro un'adeguata remunerazione. Perciò i mercati esteri hanno iniziato a sviluppare codici di *corporate governance*, dei quali almeno alcuni principi sembrano familiari, per esempio, l'istituzione di comitati con importanti funzioni interni al *board*, e la presenza di amministratori indipendenti non esecutivi.

### **1.2.18 Il ruolo degli investitori istituzionali**

Gli investitori istituzionali sono diventati molto potenti nel Regno Unito ed anche in altri Stati come gli USA, a causa dell'entità delle loro partecipazioni. Nel Regno Unito vi è l'aspettativa che essi giocheranno un ruolo attivo nelle società in cui investono.

### **1.2.19 Myners review (2001)**

La revisione Myners<sup>69</sup>, presieduta da Paul Myners, è stata commissionata dal Tesoro, e ha relazionato nel 2001. La revisione è stata piuttosto ampia ed ha coperto varie tematiche relative alla gestione fondi, ai fiduciari, assicurazioni sulla vita, ecc. Comunque, in relazione agli investitori istituzionali, l'orientamento generale della relazione ha espresso l'idea che ci si aspettasse di più dai codici precedenti che ne avevano discusso ma che, nonostante il loro potere e la loro influenza, essi siano sembrati riluttanti ad intervenire sulle società in crisi.

### **1.2.20 Comitato Istituzionale degli Azionisti (2002)**

In risposta ai risultati della "Revisione Myners" del 2001 ed al monito di intervento legislativo da parte del governo per tentare di rendere gli investiti istituzionali maggiormente attivi, l'*Institutional Shareholders' Committee*<sup>70</sup> (2002) ha rilasciato una dichiarazione sulla responsabilità degli azionisti istituzionali.

L'ISC ha affermato che le politiche attiviste descritte sono state progettate per affrontare le crisi delle società e quindi assicurare che agli azionisti derivasse valore dai propri

---

<sup>68</sup> Office of National Statistics, *Share Ownership: A Report on Ownership of Shares as at 31st December 2008*, London, HMSO, 2010.

<sup>69</sup> MYNERS P., *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, London, HM Treasury, 2001.

<sup>70</sup> Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles*, London, ISC, 2002.

investimenti. Essi hanno affermato che gli azionisti istituzionali dovrebbero fornire una chiara esposizione della propria politica attivista e su come essi assolveranno alle proprie responsabilità; dovrebbero monitorare i risultati d'azienda ed intervenire quando necessario. Infine dovrebbero valutare e relazionare le proprie attività. Complessivamente, la dichiarazione mira a rafforzare “*come effettivamente gli azionisti istituzionali assolvano alle proprie responsabilità in relazione alle società in cui investono*”.

#### **1.2.21 Comitato Istituzionale degli Azionisti (2005)**

Nel mese di settembre del 2005, l'ISC ha pubblicato una revisione<sup>71</sup> dello “*statement*” di principi sulla responsabilità degli azionisti istituzionali e dei loro rappresentanti.

La revisione ha vigilato sui progressi ottenuti nei due anni dalla stesura del documento precedente nel 2002, ed ha rilevato che c'è stata una crescita generale nel livello di coinvolgimento nelle società partecipate. Pertanto lo “*statement of principles*” pubblicato nel 2002 è rimasto invariato tranne che per due modifiche. Innanzitutto la parola “attivismo” è stata rimpiazzata con “coinvolgimento” e questo cambio “serve a dare rilievo all'importanza ora attribuita dagli investitori istituzionali per sviluppare un'alta qualità di relazioni complessive con le società in cui essi investono”. In secondo luogo, poiché è un requisito per l'ammissione a quotazione che le società debbano essere conformi al *Combined Code* del 2003, o spiegare perché non lo sono, non c'è alcun bisogno per gli investitori istituzionali di affermare nella propria politica che essi richiedono alle società partecipate di attenersi a tali prescrizioni, in quanto è un dato di fatto che le società partecipate devono anche esse conformarsi alle raccomandazioni del *Combined Code* o spiegare perché non vi si conformino.

#### **1.2.22 Comitato Istituzionale degli Azionisti (2007)**

L'ISC ha realizzato un'ulteriore revisione ed aggiornamento dello “*Statement of Principles*” nel 2007<sup>72</sup>. E' stato raccomandato che gli investitori istituzionali pubblicino un piano di azione in materia d'informazione sul voto. La *disclosure* può essere raggiunta in modo flessibile e conveniente, usando un approccio “*comply or explain*”, con il metodo più conveniente di *disclosure* che sarebbe la pubblicazione sul sito *web*. Gli investitori istituzionali dovrebbero rivedere le proprie linee guida sulla disclosure in materia di voto su una base regolare, compresa di solito all'interno del più generale piano degli impegni assunti.

#### **1.2.23 Comitato Istituzionale degli Azionisti (2009)**

L'ISC ha realizzato nel 2009 una relazione intitolata “*Miglioramento del ruolo degli investitori istituzionali nella governance*”<sup>73</sup>, che contiene proposte mirate a rendere più effettivo l'impegno da parte degli investitori sulla scia della crisi bancaria. Essa comprende cinque settori: ai gestori di fondi dovrebbe essere dato un mandato chiaro quanto al tipo di coinvolgimento nell'impegno che ci si attende da loro in seno alla società; ci dovrebbe essere un costante dialogo tra investitori istituzionali e società che,

---

<sup>71</sup> Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles*, London, ISC, 2005.

<sup>72</sup> Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles*, London, ISC, 2007.

<sup>73</sup> Institutional Shareholders' Committee, *Improving the Institutional Investors' Role in Governance*, London, ISC, 2009.

anche se generalmente condotto in modo individuale, può beneficiare di un approccio collettivo se il primo non sia efficace; laddove il dialogo sia inefficace, gli azionisti dovrebbero essere preparati ad esercitare l'intera serie di poteri loro attribuiti e su tutti quello di votare. In aggiunta sono stati operati vari suggerimenti per rafforzare la qualità del dialogo tra società ed investitori, e l'ISC ha affermato che avrebbe rivisto il documento "*The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles*" del 2007, designandolo come un codice al quale gli investitori istituzionali avrebbero potuto attenersi.

Il Codice sulla Responsabilità degli Investitori Istituzionali è stato rilasciato più tardi nel 2009<sup>74</sup> e "*mira a rafforzare la qualità del dialogo degli investitori istituzionali con le società per aiutare a migliorare i rendimenti a lungo termine per gli azionisti, ridurre il rischio di esiti catastrofici a causa di decisioni strategiche cattive, e rafforzare l'esercizio efficiente delle responsabilità gestionali*". Esso opera sulla base dell'approccio "*comply or explain*", di modo che gli investitori istituzionali saranno costretti a conformarsi al codice a meno che essi non "*affermino pubblicamente che il Codice non è per loro rilevante e per quale motivo*".

Il Codice contiene i sette principi secondo cui gli investitori istituzionali dovrebbero: rendere pubblico il loro piano di azione relativamente a come assolveranno le proprie responsabilità gestionali; avere delle linee guida robuste per la gestione del conflitto di interessi in relazione all'amministrazione, che devono essere rese pubbliche; monitorare le proprie società partecipate; stabilire delle linee guida chiare su quando e come intensificare le proprie attività come mezzo di protezione e rafforzamento del valore azionario; essere disposti ad agire collettivamente con gli altri investitori se necessario; avere delle chiare linee di comportamento sul voto e un'adeguata informazione sull'attività di voto; e relazionare periodicamente sull'amministrazione e sull'esercizio del diritto di voto.

E' questo Codice che è stato proposto per costituire un Codice dell'Amministrazione per gli investitori istituzionali ed essere incorporato al *Combined Code* del 2010, meglio noto come *UK Corporate Governance Code*.

#### **1.2.24 Conclusioni sul Regno Unito**

C'è stata una lunga serie di relazioni sulla *corporate governance* nel Regno Unito, che ha scandito i tempi di sviluppo della *corporate governance* a livello mondiale, ed in particolare il *Cadbury Report* del 1992. L'approccio "*comply or explain*" sembra funzionare bene ed è stato adottato da diversi Stati.

La recente crisi finanziaria mondiale ha confermato che resta alto l'impegno e l'importanza dello sviluppo della *corporate governance*. Dai consigli di amministrazione societari ci si attende l'adozione delle *best practice* di *governance* societaria, mentre gli investitori istituzionali hanno il compito di monitorare i consigli di amministrazione e impegnarsi con loro per assicurare che davvero tale adozione sia messa in atto.

Quindi la tendenza va verso una migliore *corporate governance* guidata dall'influenza dei potenti investitori istituzionali, esortati ad essere maggiormente attivi nell'approccio alle proprie società partecipate e ad essere maggiormente pronti ad intervenire in caso di società in crisi.

### **1.3 PROPRIETA' E CONTROLLO IN ITALIA**

---

<sup>74</sup> Institutional Shareholders' Committee, *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, London, ISC, 2009.

### 1.3.1 Introduzione

Secondo i più recenti studi<sup>75</sup>, l'Italia conferma di essere caratterizzata da un sistema di *Corporate Governance* basato su relazioni “*insider-dominated*”<sup>76</sup>. Vi è infatti un mercato azionario relativamente piccolo<sup>77</sup>, scarsa tendenza ad investire nel mercato dei capitali<sup>78</sup>, ed il mercato del controllo societario gioca un ruolo notoriamente limitato<sup>79</sup>: variabili tendenzialmente antitetiche a quelle del mercato anglo americano, basato su un sistema di mercato aperto agli *outsiders* e, dunque, favorevole all'entrata di capitali stranieri e ad investimenti dall'esterno.

Se negli Stati Uniti negli anni novanta la dottrina teorizzava e rendeva esplicita la problematica legata allo strapotere degli amministratori a scapito di deboli azionisti<sup>80</sup>, gli studi recenti<sup>81</sup> sulle società quotate italiane dimostrano che i *managers* in Italia risultano generalmente responsabili (*rectius*, fedeli agli azionisti di maggioranza); ed il ricambio dei consiglieri di amministrazione, ed in particolare degli *executives*, è strettamente connesso al cambio del controllo societario anziché alle performance dei *managers*<sup>82</sup>, e ciò tanto più nelle società dove il controllo è a base familiare, tanto da potersi dire che in queste ultime i *managers* diventano meri esecutori della volontà espressa dall'azionista di maggioranza<sup>83</sup>.

Mentre in altri Paesi *insider-dominated*, come in Germania, le banche hanno un'influenza diretta sulla *Corporate Governance* delle società quotate industriali, ciò non avviene in Italia<sup>84</sup>, se non con rare eccezioni<sup>85</sup>.

In Italia, quindi, la chiave del problema della *Corporate Governance* delle società quotate<sup>86</sup> consiste nel c.d. “*principal-principal agency problem*”, cioè nell'alto rischio dell'abuso di potere della maggioranza, o meglio, dell'azionista di maggioranza - il c.d.

---

<sup>75</sup> LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *Corporate Ownership around the world*, Journal of Finance, 54(2), pp. 471-517, 1999; CLARKE T., *International Corporate Governance: A comparative approach*, Londra, UK, Routledge, 2007.

<sup>76</sup> MELIS A. e GAIA S., *Corporate Governance in Italy: normative developments vs. actual practices*, in AA.VV., *Handbook on International Corporate Governance - Country Analyses*, Second edition, edito da Christine A. Mallin, 2011, p. 59.

<sup>77</sup> LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *Legal Determinants of external finance*, Journal of Finance, 52(3), pp.1131-1150, 1997.

<sup>78</sup> PAGANO M., PANETTA F. e ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, Journal of Finance, 53(1), pp. 27-64, 1998.

<sup>79</sup> VOLPIN P., *Governance with poor investor protection. Evidence from top executive turnover*, Journal of Financial Economics, 64(1), pp. 61-90, 2002.

<sup>80</sup> ROE M. J., *Strong managers, weak owners. The political roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994.

<sup>81</sup> MOLteni M., *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane*, EGEEA, Milano, 1997; BIANCHI M., BIANCO M. e ENRIQUES L., *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, in BARCA F. e BECHT M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford, UK, Oxford University Press, 2001, pp. 154-187.

<sup>82</sup> BRUNELLO G., GRAZIANO C. e PARIGI B., *CEO turnover in insider dominated boards: the italian case*, Journal of Banking and Finance, 27(6), pp.1027-1051, 2003.

<sup>83</sup> COMPAGNO C., PITTINO D. e VISINTIN F., *Performance, Corporate Governance e turnover degli amministratori delegati nelle imprese quotate italiane*, in MAGGIONI V., POTITO L. e VIGANÒ R., *Corporate Governance: Governo, Controllo e Struttura Finanziaria*, Bologna, Il Mulino, 2009, pp. 153-163.

<sup>84</sup> BIANCO M. e CASAVOLA P., *Corporate Governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, Rivista delle Società, 1996, 41(2-3), pp. 426-439; AIROLDI G., e FORESTIERI G., *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.

<sup>85</sup> MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Torino, 1999, Giappichelli.

<sup>86</sup> Non sussiste l'*agency problem* legato al rapporto proprietà - controllo, considerato il forte rapporto fiduciario tra *blockholder* e amministratori delegati.

*blockholder* della terminologia anglosassone - il quale è in grado di trarre grandi profitti a scapito delle istanze della minoranza dei soci<sup>87</sup>, che non godono di una protezione adeguata<sup>88</sup>. Il diritto societario italiano, storicamente, ha favorito questo sistema, puntando alla protezione giuridica del *blockholder* piuttosto che agli interessi e alla tutela dei diritti delle minoranze<sup>89</sup>.

Tutto ciò ha portato, anche sotto la spinta degli interventi della CONSOB e della Banca d'Italia, a una serie di riforme che dalla seconda metà degli anni novanta ad oggi hanno creato un quadro composito di disposizioni. La dottrina ha distinto norme di *law* e di *soft law*<sup>90</sup>. Quanto alle norme di *law*, si sono succeduti diversi interventi, tra cui i più importanti sono: l'introduzione del Testo Unico sull'intermediazione Finanziaria (T.U.F.), c.d. Legge Draghi nel 1998; la riforma del diritto societario con la legge 6/2003 in vigore dal 2004, poi integrata dal D.lgs. 6 febbraio 2004 n. 37<sup>91</sup>; la Legge sulla tutela del risparmio 262/2005<sup>92</sup>. Tra le norme di *soft law*, invece, devono ricordarsi, da una parte, il Codice Italiano di *Corporate Governance* per le Società Quotate<sup>93</sup>, e dall'altra le raccomandazioni CONSOB, su tutte quelle relative alla trasparenza dei compensi agli amministratori.

### 1.3.2 Proprietà e controllo nelle società quotate industriali italiane

Nonostante l'economia italiana sia una delle maggiori in Europa, il numero di società quotate sul mercato è relativamente basso<sup>94</sup>. La struttura proprietaria italiana è caratterizzata da un alto livello di concentrazione. Sebbene la percentuale azionaria posseduta dai grandi proprietari è nel tempo diminuita diluendosi nel mercato (soprattutto tra il 1996 e il 2002) e nelle mani degli altri grandi azionisti, la CONSOB nel 2009 riferiva<sup>95</sup> che in media il grande azionista possedeva circa il 28% del capitale azionario.

Vi sono da considerare diversi fattori:

---

<sup>87</sup> MELIS A., *Corporate Governance in Italy*, *Corporate Governance: An International Review*, 2000, 8(4), pp. 347 - 355.

<sup>88</sup> LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Investor protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1), pp. 3-27.

<sup>89</sup> MELIS A., *Corporate Governance in Italy*, *Corporate Governance: An International Review*, 2000, 8(4), p. 351.

<sup>90</sup> Ed intendendo con le prime le vere e proprie norme di diritto positivo, e con le seconde, le regole aziendali e le linee guida scaturite da organizzazioni private piuttosto che da legislatori, istituzioni governative o giudici: CHEFFINS B. e THOMAS R., *The globalization (Americanization?) of executive pay*, *Berkeley Business Law Journal*, 2004, 1(2), p. 276.

<sup>91</sup> E cioè del decreto che ha coordinato la riforma del 2003 con il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, modificando da una parte alcune disposizioni, e precisando dall'altra quali norme andavano applicate alle società quotate.

<sup>92</sup> C.d. Saving Law.

<sup>93</sup> Dopo una prima versione del 1999, ne sono seguite altre due, nel 2002 e nel 2006. Si tratta di un codice di *best practices*, la cui osservanza è rimessa alla volontà delle singole società quotate, le quali sono comunque tenute ad attenersi al principio del "*comply or explain*", ovvero, a manifestare a quali contenuti del Codice decidano di prestare osservanza ed a quali non vogliono aderire, ed in questo secondo caso, a spiegare nella propria relazione annuale sulla *Corporate Governance* i motivi per i quali abbiano scelto di non osservarne i principi e regole.

<sup>94</sup> Alla fine del 2008, c'erano 289 società quotate sull'MSE (*Milano Stock Exchange*).

<sup>95</sup> CONSOB 2009, Relazione annuale CONSOB 2008, Roma.

- La partecipazione del pubblico (Stato ed altri enti) ai capitali delle società azionarie è significativamente diminuito dopo il processo di privatizzazione del 1997, ma è rimasta costante nel periodo seguente;
- Gli investitori istituzionali italiani raramente possiedono una partecipazione rilevante in una singola società;
- Le famiglie hanno ancora, direttamente o indirettamente, un interesse rilevante nelle partecipazioni societarie;
- Gli investitori stranieri hanno lievemente aumentato il loro interesse nelle società quotate italiane.

La maggioranza delle società quotate italiane sono caratterizzate dalla presenza di un controllo a maggioranza assoluta o di fatto.

Considerando la distribuzione azionaria in relazione alle dimensioni delle società, la percentuale di compagnie controllate attraverso una maggioranza assoluta o di fatto è più bassa (circa il 63%). La proprietà di grandi società, che inizialmente erano in mano all'industria finanziaria (banche ed assicurazioni), è meno concentrata. La percentuale di società quotate che non sono controllate da un grande azionista è ancora bassa<sup>96</sup>. Il socio di maggioranza è spesso abile ad esercitare il controllo senza possedere direttamente una larga frazione del capitale; infatti, solo il 10% delle società quotate italiane sono possedute da un gruppo di azionisti che possiede direttamente la maggioranza (relativa) del capitale. Altri meccanismi di consolidamento del controllo, come i patti parasociali, i gruppi "piramidali", azioni di risparmio sono un'alternativa od anche un'integrazione all'investimento nella partecipazione al capitale.

### 1.3.3 Patti parasociali

I patti parasociali sono accordi espliciti a votare unitariamente, e quelli italiani sono differenti dagli *shareholders' agreements* americani. Questi ultimi sono usati per sollecitare le deleghe di voto degli azionisti per eleggere il consiglio di amministrazione e votare su altre materie in sede assembleare. I Voting Trusts sono creati per unire il potere di voto degli azionisti, trasferendo legalmente il titolo e il diritto a votare ad un *trustee* per un determinato periodo<sup>97</sup>, mentre i patti parasociali in Italia non richiedono il trasferimento delle azioni (o dei certificati di voto) ad un *trustee*, ma generalmente vincolano i soci sindacati a votare in blocco durante le assemblee sociali e/o del consiglio di amministrazione, e possono spesso imporre restrizioni alla libera trasferibilità delle azioni. Il TUF richiede che i patti parasociali siano completamente resi pubblici, altrimenti qualunque delibera approvata con il voto determinante dei soci sindacati è annullabile e può essere impugnata. Il regime di pubblicità obbligatoria è tra l'altro previsto anche per i patti parasociali di una società non quotata controllante di una quotata. La loro durata può essere o meno definita; nel primo caso, per non oltre tre anni (dopo i tre anni, i patti possono devono essere riconfermati). Se la durata è indefinita, i soci sindacati possono recedere con sei mesi di preavviso. Nel caso di offerta pubblica di acquisto o di scambio, gli azionisti interessati ad accettare l'offerta possono recedere dal patto senza preavviso. Queste norme sono tese a indebolire la vincolatività dei patti come strumento per il mantenimento del controllo ed hanno segnato un importante cambiamento nel diritto societario italiano, che per tradizione favoriva il mantenimento del controllo al ricambio<sup>98</sup>. La diffusione dei patti parasociali

<sup>96</sup> Nel 2008, solo una società quotata su sei non era nelle mani di un grande azionista.

<sup>97</sup> GIANFRATE G., *What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts*, *Corporate Governance: An International Review*, 2007, 15(2), pp.122-132.

<sup>98</sup> MARCHETTI P., *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, *Rivista delle Società*, 1998, 43(1), pp. 140-151.



tra le società quotate italiane come strumento di mantenimento del controllo è rimasta ampiamente costante nel tempo. Comunque, la percentuale di società controllate mediante patti parasociali è gradualmente cresciuta nel decennio 1996-2006. Dopo il 2006, si è significativamente ridotta di circa il 16%, il che potrebbe spiegarsi con un maggiore utilizzo dei patti nell'ambito di società di dimensioni più ridotte e nello stesso tempo con un minore utilizzo di tale strumento nelle società di grandi dimensioni.

### 1.3.4 Gruppi piramidali

I gruppi piramidali funzionano come organizzazioni in cui società formalmente indipendenti sono controllate dallo stesso azionista (o gruppo di azionisti) attraverso una catena di partecipazioni di controllo<sup>99</sup>. Ad esempio, un'azienda familiare A possiede il 51% della società B, che a sua volta possiede il 51% della società C. La società A è in grado di mantenere il controllo sulla società C nonostante la partecipazione al capitale di C sia nulla. Nella pratica, la situazione è molto più complicata, a causa dell'utilizzo di strumenti come le azioni senza diritto di voto e i patti parasociali<sup>100</sup>. Diversi autori<sup>101</sup> ritengono che i gruppi piramidali costituiscano il meccanismo più diffuso usato dagli azionisti di maggioranza per separare la proprietà del capitale dai diritti di controllo. In assenza di un contesto istituzionale di supporto all'azionariato disperso o di un meccanismo di supervisione finanziaria, i gruppi piramidali sono un mezzo comune per massimizzare il rapporto tra l'ammontare delle risorse controllate ed il proprio capitale investito al fine di mantenere il controllo di una società.

La diffusione di gruppi piramidali in Italia potrebbe essere stata favorita dalla politica fiscale, in quanto i dividendi vengono tassati una volta, indipendentemente dal numero di livelli nella catena societaria<sup>102</sup>. In ogni caso, non sono stati rilevati significanti cambiamenti nell'uso di catene piramidali quando è stata introdotta, e successivamente abolita, la doppia tassazione dei dividendi intersocietari<sup>103</sup>. E' stato stimato<sup>104</sup> che la proporzione di società italiane quotate industriali controllate attraverso un gruppo piramidale sia scesa da oltre due terzi nel 1985 a meno di un terzo nel 2005. A conferma di questi risultati, è stato riscontrato<sup>105</sup> una riduzione nell'importanza e complessità dei gruppi piramidali, nonostante essi rimangano pur sempre una realtà rilevante del contesto di mercato societario italiano.

### 1.3.5 Categorie Speciali di Azioni (*Dual Class Shares*)

---

<sup>99</sup> ONIDA P., *Economia d'azienda*, 1968, Torino, UTET; SARACENO P., *Il Governo delle Aziende*, 1972, Venezia, LUE; BIANCO M. e CASAVOLA P., *Italian Corporate Governance: effects on financial structure and firm performance*, *European Economic Review*, 1999, 43(4), pp. 1057-1069.

<sup>100</sup> ZATTONI A., *The structure of corporate groups: the Italian case*, *Corporate Governance: An International Review*, 1999, 7(1), pp. 38-48.

<sup>101</sup> LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *Corporate Ownership around the world*, *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517, 1999

<sup>102</sup> MORCK R., *Why some double taxation might make sense: the special case of intercorporate dividends*, NBER Working Paper series, 2003.

<sup>103</sup> AGANIN A. e VOLPIN P., *History of corporate ownership in Italy*, in MORCK R., *A History of Corporate Governance around the world: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, USA, 2005, The University of Chicago Press, pp. 326-361.

<sup>104</sup> ZATTONI A. e CUOMO F., *L'impatto della tutela legale degli azionisti sull'assetto proprietario delle imprese: un'analisi longitudinale sulle imprese italiane quotate*, in MAGGIONI V., POTITO L., VIGANÒ R., *Corporate Governance: Governo, Controllo e Struttura Finanziaria*, Bologna, 2009, Il Mulino, pp. 411-419.

<sup>105</sup> BIANCHI M. e BIANCO M., *Italian Corporate Governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI - Finance Working Paper Number 144/2006, 2006.

Un altro meccanismo usato dagli azionisti di maggioranza per rinforzare la maggioranza della partecipazione al capitale consiste nell'uso di *dual class shares*, o azioni senza diritto di voto. In Italia non vige infatti il principio "una azione un voto" in termini assoluti, essendo possibile limitare il diritto di voto purché la somma delle azioni di categoria speciale non superi la metà del capitale sociale, e ricordando inoltre che non sono ammesse azioni che attribuiscono più voti. Le azioni senza diritto di voto sono uno strumento relativamente comune in Italia dagli anni novanta, ma il ricorso a tali strumenti è diminuito nel tempo<sup>106</sup>. Infatti, si è riscontrato un significativo aumento della conversione dalla categoria di azioni speciale a quella ordinaria dopo il 1998. Il declino sembra connesso all'introduzione del TUF, che scoraggiò (art. 146) il loro utilizzo<sup>107</sup>. Inoltre, tali categorie di azioni non sono apprezzate dagli investitori istituzionali<sup>108</sup>, poiché consentono agli azionisti di maggioranza di ricavare benefici privati a scapito delle minoranze azionarie<sup>109</sup>.

### 1.3.6 L'assemblea degli azionisti e i diritti delle minoranze

Al consiglio di amministrazione è raccomandato di avanzare una proposta, da approvarsi da parte dell'assemblea, concernente una serie di regole per assicurare l'ordinario ed effettivo svolgimento delle assemblee ordinarie e straordinarie dei soci, e che garantiscano, allo stesso tempo, il diritto a ciascun socio il diritto di intervento sulle materie all'ordine del giorno<sup>110</sup>.

Il consiglio di amministrazione deve assicurare agli azionisti accesso tempestivo alle informazioni sulla società, di modo da rendere possibile loro l'esercizio di un voto consapevole. Per proteggere le minoranze, il Codice di Condotta Italiano<sup>111</sup> raccomanda al CdA di definire le percentuali minime per l'esercizio del diritto di voto delle minoranze azionarie, tenendo conto delle dimensioni della società e della struttura proprietaria. Il TUF ha portato significative innovazioni nell'area dei diritti delle minoranze.

Innanzitutto, le minoranze con almeno il 5% del capitale (o la minor percentuale prevista dallo statuto) hanno il diritto di esercitare l'azione derivativa di responsabilità contro gli amministratori, così come il diritto di denunciare al tribunale irregolarità rilevanti degli amministratori o dei sindaci. Certa dottrina<sup>112</sup> ha sostenuto comunque che la soglia sia troppo alta ed ostacoli l'esercizio effettivo di tali azioni: in effetti, nel 2005 si rilevava<sup>113</sup> che ancora non era mai stato azionato alcuno di tali diritti.

In secondo luogo, la legge Draghi (1998: art. 139) ha reso la raccolta di deleghe più semplice per le minoranze azionarie. Gli azionisti con almeno l'un per cento del capitale

---

<sup>106</sup> BIANCHI M. e BIANCO M., *Italian Corporate Governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI - Finance Working Paper Number 144/2006, 2006.

<sup>107</sup> MENGOLI P., PAZZAGLIA F. e SAPIENZA E., *Effect of governance reforms on corporate ownership in Italy: is still pizza, spaghetti and mandolino?*, *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(5), pp. 629-645.

<sup>108</sup> AMOAKO-ADU B. e SMITH B.F., *Dual class firms: capitalization, owner structure and recapitalization back into single class*, *Journal of Banking and Finance*, 2001, 25, pp. 1083-1111.

<sup>109</sup> CROCI E. e CAPRIO L., *The determinants of the voting premium in Italy: the evidence from 1974 to 2003*, *Journal of Banking and Finance*, 2008, 32(11), pp. 2433-2443.

<sup>110</sup> Codice di Condotta Italiano 2006, art.11.

<sup>111</sup> 2006, art. 11, p. 45.

<sup>112</sup> ENRIQUES L., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, *Giurisprudenza Commerciale*, 1998, 25(5), pp. 680-699.

<sup>113</sup> VENTORUZZO M., *Experiments in comparative corporate law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition*, *European Company and Financial Law*, 2005, 2(2), pp. 207-269.

in una società quotata possono sollecitare la raccolta di deleghe, operata mediante un intermediario qualificato, e fare uso delle deleghe nell'assemblea generale degli azionisti. Ciò ha costituito un grande cambiamento considerato che la precedente legislazione scoraggiava la delega del voto per ridurre il rischio di una concentrazione di deleghe di voto nelle mani delle banche.

Ancora, dal 1998 il voto per corrispondenza non è più vietato. Il TUF consente alle società di introdurre nello statuto clausole che permettano questa modalità di espressione della volontà dell'azionista (anche se fino al 2005, pare non ci siano stati casi di società quotate che hanno utilizzato tale strumento<sup>114</sup>, e che ancora nel 2008 erano poche le società che lo avevano adottato<sup>115</sup>).

Il TUF ha anche ridotto dal 20% al 10% la soglia richiesta per chiedere al CdA di convocare l'assemblea degli azionisti, consentendo di abbassare ulteriormente tale percentuale mediante espressa previsione statutaria<sup>116</sup>.

La legge sulla tutela del risparmio ha permesso agli azionisti che posseggano almeno il 2,5% delle azioni ordinarie di introdurre nuovi elementi tra le materie all'ordine del giorno (a meno che l'assemblea non sia chiamata a discutere proposte avanzate dal consiglio di amministrazione).

Nonostante l'introduzione di queste innovazioni normative, le azioni intraprese dagli shareholders restano rare e quando avvengono, con molta probabilità risultano fallimentari. Le assemblee restano dominate dall'azionista di maggioranza.

### **1.3.7 Struttura e composizione del Consiglio di Amministrazione**

Dal 2004 le società quotate italiane possono scegliere fra tre differenti modelli di amministrazione:

- il modello tradizionale: è una sorta di modello ibrido tra il board unitario del Regno Unito e il board tedesco a doppio livello (two-tier), poiché è composto da un Consiglio di Amministrazione e da un Collegio Sindacale, entrambi nominati dall'assemblea generale degli azionisti;
- il modello monistico: si basa sul modello inglese, e quindi sulla struttura unitaria, con un comitato per il controllo sulla gestione interno allo stesso consiglio di amministrazione;
- il modello dualistico: basato sul modello tedesco<sup>117</sup>, è composto da un Consiglio di Gestione e dal Consiglio di Sorveglianza; la particolarità sta nel fatto che l'assemblea generale degli azionisti nomina il consiglio di sorveglianza anziché l'organo amministrativo, a sua volta nominato dal consiglio di sorveglianza.

Nonostante la potenziale innovazione, l'esperienza ha provato che quasi nessuna (3%) della società quotate italiane industriali ha cambiato la propria struttura, e ciò non perché il modello tradizionale sia più efficiente, ma probabilmente perché è quello che esse hanno sempre avuto.

---

<sup>114</sup> BIANCHI M. e ENRIQUES L., *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, Corporate Ownership and Control, 2005, 2(4), pp.11-31.

<sup>115</sup> ECKBO B., PAONE G. e URHEIN R., *Efficiency of share-voting systems: report on Italy*, 2009, Tuck School of Business Working Paper N. 2009-64.

<sup>116</sup> La dottrina ha fatto notare che tale previsione risulta comunque poco felice, in quanto non attribuisce un potere autonomo agli azionisti, i quali dovranno pur sempre rivolgersi agli amministratori. Questi, dal canto loro, potranno opporre rifiuto nell'interesse della società, vanificando di fatto la previsione e costringendo gli azionisti ad un ricorso alle vie legali, oneroso per tempi e costi: così BIANCHI M. e ENRIQUES L., *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, Corporate Ownership and Control, 2005, 2(4), pp.11-31.

<sup>117</sup> Ma non uguale perché non vi è un'obbligatorietà nella rappresentanza dei lavoratori dell'impresa, e perché i membri del Consiglio di Gestione non sono necessariamente *executives*.

### **1.3.8 Il ruolo del Consiglio di Amministrazione**

Il Codice di Condotta italiano (1999, 2002, 2006 art. 1) raccomanda al consiglio di amministrazione di affrontare la strategia societaria stabilendo gli obiettivi strategici ed assicurandosi che essi siano raggiunti. Per questa ragione, le materie di speciale importanza dovrebbero essere riservate all'esclusiva competenza dell'intero consiglio di amministrazione, incluso:

- l'esame e l'approvazione dei piani strategici, operativi e finanziari e la struttura societaria del gruppo;
- la valutazione dell'adeguatezza della struttura organizzativa amministrativa e contabile della società (e delle sue controllate e collegate), ed in particolare del sistema di controllo interno;
- l'esame e l'approvazione delle transazioni aventi un impatto significativo sulla redditività della società, sulle attività e passività e sulle posizioni finanziarie, specialmente quando si tratti di operazioni con parti correlate;
- la delega (e revoca) di poteri esecutivi all'amministratore delegato ed al comitato esecutivo;
- la determinazione dei compensi agli amministratori, su proposta del comitato per i compensi.

Il codice di Condotta italiano raccomanda anche che la presenza di patti parasociali o le assemblee di un comitato esecutivo non privino in alcun modo il consiglio di amministrazione delle sue funzioni strategiche.

Alle società quotate è anche raccomandato di tenere in conto l'operosità dei propri amministratori (Codice di Condotta Italiano 2006). In particolare, il consiglio deve individuare dei criteri generali per valutare il massimo numero di incarichi (qualifiche, mansioni, ruoli), come amministratore o sindaco o consigliere di sorveglianza, che il consigliere può rivestire in altre società senza compromettere l'effettivo svolgimento dei propri doveri. Questi criteri dovrebbero tenere in conto il ruolo svolto da ciascun consigliere in seno alla società (amministratore, consigliere non-executive o indipendente), la sua partecipazione alle assemblee del consiglio, oltre alla natura e dimensione della società in cui esso svolge il proprio incarico.

### **1.3.9 La composizione del Consiglio di Amministrazione**

Il Codice di Condotta Italiano (1999, 2002, 2006) raccomanda che il consiglio di amministrazione sia composto di consiglieri esecutivi e non esecutivi. In ogni caso, questi ultimi hanno costituito la gran parte dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane anche prima dell'introduzione del suddetto Codice<sup>118</sup>. Originariamente solo gli amministratori che svolgevano incarichi manageriali nella società erano qualificati esecutivi. La versione rivista del Codice di Condotta del 2006 ha modificato i criteri per qualificare un amministratore come esecutivo, ed è ora individuato come esecutivo il consigliere che, alternativamente :

- a) è l'amministratore delegato (o colui al quale sono delegati i poteri manageriali) della società o di una delle controllate;
- b) ha incarichi manageriali nella società, od in una delle controllate, o nella società controllante quando l'incarico riguarda anche la società;

---

<sup>118</sup> MOLTENI M., *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane*, EGEA, Milano, 1997.

- c) è un membro del comitato esecutivo della società, quando non è stato designato un amministratore delegato o quando la partecipazione al comitato esecutivo porta al coinvolgimento quotidiano dei suoi membri nella gestione.

In ragione di questi criteri introdotti, diversi consiglieri non esecutivi secondo le definizioni dei Codici di Condotta del 99 e del 2000 sono diventati esecutivi.

La differenza tra consiglieri esecutivi e non esecutivi è stata riconosciuta dalla riforma societaria del 2003. Prima di questa, la legge italiana considerava entrambe le categorie responsabili per le azioni attribuibili al Consiglio di Amministrazione, mentre adesso il regime di responsabilità dei consiglieri non esecutivi è stato compresso, atteso che non possono essere chiamati a rispondere se hanno agito adeguatamente e in buona fede sulla base delle informazioni fornite dagli amministratori esecutivi (artt. 2381 c.c.; art. 2393 c.c.), laddove gli esecutivi sono chiamati a rispondere direttamente per la le conseguenze derivanti dalla gestione societaria.

Per il numero e l'autorità che rivestono, gli amministratori non esecutivi dovrebbero giocare un ruolo importante nel processo decisionale del Consiglio di Amministrazione, anche se al momento non vi sono prove empiriche dell'incisività della loro influenza nel contesto societario italiano.

### **1.3.10 Consiglieri Indipendenti**

Il Codice di Condotta Italiano (2002, 2006) raccomanda che un adeguato numero di consiglieri sia indipendente, e sottolinea che mentre nelle public companies l'indipendenza dei consiglieri si manifesta rispetto ai consiglieri esecutivi (e in specie dell'amministratore delegato), quando la proprietà e la struttura del controllo è concentrata, come avviene per la maggioranza della quotate italiane, l'aspetto più importante sta nell'indipendenza dagli azionisti di maggioranza.

Per tale ragione, un consigliere è definito indipendente quando non intrattiene, direttamente, indirettamente, o per conto di terzi, né ha recentemente intrattenuto, alcuna relazione d'affari che possa influenzare il suo giudizio autonomo, con la società, le sue controllate, i consiglieri esecutivi o gli azionisti di maggioranza. Inoltre, il Codice esemplifica diversi esempi di situazioni che sono probabilmente in grado di influenzare l'indipendenza dei consiglieri, cioè:

- possedere, direttamente o indirettamente o per conto di terzi, un ammontare di azioni sufficiente ad esercitare il controllo sulla società;
- ricevere, o avere ricevuto nei precedenti tre anni, dalla società, da una delle controllate o dalla controllante, un compenso aggiuntivo di entità significativa comparato al compenso fisso spettante ai consiglieri non esecutivi della società;
- essere stato consigliere della società per più di nove anni negli ultimi dodici;
- essere consigliere esecutivo in un'altra società in cui almeno uno dei consiglieri esecutivi detiene un incarico direttivo (c.d. *interlocking directorship*);
- avere stretti legami di parentela con i consiglieri esecutivi della società o con una persona che si trova in una delle situazioni precedenti.

Nel valutare l'indipendenza dei propri consiglieri, il consiglio può adottare anche criteri diversi da quelli suggeriti dal Codice di Condotta italiano. Da una parte, può qualificare un consigliere come indipendente anche se si trova in una delle condizioni esemplificate; dall'altra, può valutare un consigliere non indipendente considerando criteri aggiuntivi. Il Codice del 2006 raccomanda al Consiglio di rendere pubbliche situazioni di questo tipo al mercato, tramite dichiarazioni stampa e la relazione annuale sulla *Corporate Governance*. In particolare, le società devono rendere pubblico perché hanno deciso di adottare o meno i criteri suggeriti dal Codice, anche in tema di indipendenza dei consiglieri.

L'Assonime riferisce che circa uno su tre consiglieri è qualificato indipendente nelle relazioni annuali sulla *Corporate Governance*. Quasi il 7% delle società industriali sostiene di non aver adottato uno o più criteri raccomandati dal Codice del 2006, mentre solo il 2% circa ha utilizzato criteri aggiuntivi per individuare l'indipendenza dei consiglieri. Così, è certamente difficile affermare che consiglieri qualificati come indipendenti siano davvero indipendenti ed in grado di svolgere correttamente il proprio incarico.

Dal 2007, la legge Draghi (art. 147ter) richiede che almeno un consigliere (due se il consiglio è composto da più di sette membri) sia qualificato come indipendente in ossequio ai criteri di indipendenza stabiliti dallo stesso TUF per il Collegio Sindacale.

### **1.3.11 Il presidente del Consiglio di Amministrazione ed il Consigliere Indipendente in posizione dirigenziale**

Il codice di Condotta italiano evidenzia che il ruolo di Amministratore Delegato e di Presidente del CdA sono diversi, e sottolinea il ruolo del secondo nel dirigere il CdA. Il Presidente è responsabile della convocazione delle assemblee, della fissazione dei punti all'ordine del giorno, del prendere accordi con i consiglieri esecutivi circa la distribuzione di informazioni tempestive ed adeguate ai consiglieri (specie a quelli non esecutivi) e di assicurarsi che tutti i consiglieri siano in grado di apportare un apprezzabile e consapevole contributo alle assemblee.

Il Codice di Condotta ritiene che separare le due posizioni può rafforzare l'imparzialità che deve caratterizzare il ruolo del Presidente, ma ha anche osservato che un Amministratore Delegato "duplice" possa essere preso in considerazione per bisogni organizzativi, specie nelle piccole imprese. Per queste ragioni, il Codice non raccomanda la separazione tra i due ruoli. In ogni caso, dal 2006, si raccomanda ai consigli di designare un consigliere indipendente in posizione dirigenziale quando i due distinti ruoli di Presidente e di A.D. non siano separati. Il ruolo di questa figura consiste nel coordinare e soddisfare le esigenze informative dei consiglieri esecutivi (specie indipendenti). Egli deve collaborare con il presidente per assicurare la distribuzione tempestiva ed adeguata di informazioni ai consiglieri non esecutivi e ha l'autorità per convocare l'assemblea dei consiglieri indipendenti per discutere della gestione delle attività societarie da parte del Consiglio di Amministrazione. La sua designazione è altresì raccomandata quando il Presidente sia anche Azionista di controllo, ma non è esplicitamente suggerita quando il presidente sia un membro della famiglia controllante. Assonime nel 2009 ha riferito che circa due terzi delle società quotate industriali hanno separato gli incarichi di Amministratore Delegato e presidente del CdA, sebbene alcuni poteri esecutivi siano spesso delegati a quest'ultimo, specialmente nelle società industriali (circa il 63%), mentre solo in circa il 14% delle società quotate industriali il presidente del CdA è anche azionista di controllo.

Il Consigliere Indipendente in posizione dirigenziale è stato designato nella maggioranza dei casi in cui era raccomandato dal Codice di Condotta.

Il Codice del 1999 e quello del 2002 raccomandava che quando i due ruoli non fossero separati o quando alcuni poteri esecutivi fossero stati delegati al Presidente, fossero rese adeguate informazioni sui doveri e sulle responsabilità del presidente all'interno della relazione annuale sulla *Corporate Governance*. In quello del 2006 invece, si raccomanda di pubblicare, all'interno della relazione annuale sulla *Corporate Governance*, i motivi per cui il CdA ha deciso di non separare i due ruoli o delegare alcuni poteri al presidente.

### **1.3.12 Le assemblee del C.d.A. e la rappresentanza delle minoranze azionarie**

Il Codice di condotta italiano raccomanda che l'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione abbia luogo seguendo dei meccanismi trasparenti, e di modo che gli azionisti abbiano a disposizione, da prima, informazioni dettagliate sui candidati.

Il Codice del 2006 (art. 6) raccomanda che la società valuti l'utilità di costituire un comitato per le nomine, che dovrebbe essere composto di una maggioranza di consiglieri indipendenti (mentre la versione precedente richiedeva una maggioranza di consiglieri non esecutivi). Il ruolo del comitato è quello di suggerire all'assemblea degli azionisti (o al CdA nel caso in cui debba essere rimpiazzato un consigliere indipendente) candidati adatti alle posizioni di consigliere indipendente, e di esprimere opinioni sulla dimensione del consiglio e la sua composizione. Il Codice di Condotta Italiano ha riconosciuto che il comitato è particolarmente utile in quelle società con una struttura dell'azionariato disperso; comunque, si stabilisce che, anche in presenza di un azionista di controllo, il comitato possa svolgere un utile ruolo consultivo circa l'individuazione della miglior composizione del consiglio, possibilmente indicando le figure professionali la cui presenza possa favorire un funzionamento corretto ed efficiente.

Assonime (2009) riferisce che solo circa il 9% delle società quotate industriali abbia istituito un comitato per le nomine, che è composto di una maggioranza di consiglieri indipendenti nella maggior parte dei casi. L'adesione a questa raccomandazione è ancora scarsa, specie se paragonata all'adozione delle raccomandazioni sull'istituzione di altri comitati societari (quali quello sui compensi e sui controlli), e può spiegarsi sulla base della comune struttura di controllo concentrato che caratterizza le società quotate italiane.

Per aumentare la trasparenza della procedura di nomina è stato introdotto<sup>119</sup> il sistema del voto di lista, che consiste nella nomina dei membri del CdA sulla base della proposta di una lista alternativa di candidati. Nel 1994 il Governo italiano voleva privatizzare le società per avere una rappresentanza obbligatoria dei soci di minoranza nei propri organi e si affidò al sistema del voto di lista per l'elezione sia del consiglio di amministrazione che del collegio sindacale. Dopo la legge Draghi del 1998, il sistema del voto di lista diventò lo strumento più comune usato dalle società quotate italiane per assicurare la rappresentanza delle minoranze nel consiglio di sorveglianza e nel collegio sindacale. Infatti, il TUF (art. 148) non obbligò le società ad adottare il sistema del voto di lista, ma ha richiesto che almeno un sindaco (due, se il consiglio era composto da più di tre sindaci) fosse designato dagli azionisti di minoranza. La dottrina<sup>120</sup> ha osservato come la grandezza del collegio sindacale sia molto importante, avendo riguardo alla protezione delle minoranze. Alcuni poteri possono essere esercitati solo da almeno due sindaci congiuntamente, e solo in un collegio sindacale composto da cinque membri le minoranze possono designare due sindaci. Evidenze empiriche mostrano che non solo la grande maggioranza dei collegi sindacali si compone di tre sindaci, ma anche che dopo la legge Draghi, dieci società hanno ridotto il loro collegio sindacale da cinque a tre membri. Inoltre, nonostante gli statuti richiedessero di solito la nomina di rappresentanti delle minoranze in seno al collegio sindacale, la gran parte delle società non ha alcun sindaco nominato dalle minoranze, poiché hanno aggirato la regola fissando delle soglie molto alte per presentare una lista<sup>121</sup>.

---

<sup>119</sup> In Italia per la prima volta nel 1994 in seno alle società privatizzate.

<sup>120</sup> MELIS A., *On the role of the board statutory auditors in Italian listed companies*, *Corporate Governance: An International Review*, 2004, 12(1), pp. 74-84.

<sup>121</sup> BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, *Rivista delle Società*, 2005, 50(4), 853-878.

Assonime (2009) riferisce che rappresentanti delle minoranze compongono il collegio sindacale di circa il 21% delle società quotate industriali; laddove presenti, costituiscono il 33% in media del collegio sindacale.

La legge sulla tutela del risparmio ha modificato il Testo Unico sull'intermediazione Finanziaria. Per la prima volta si è affrontato direttamente il problema della rappresentanza delle minoranze all'interno del consiglio di amministrazione. La procedura "winner takes all", il vincitore prende tutto, che permette all'azionista di maggioranza di designare l'intero CdA, è stata vietata. Per assicurare la rappresentanza delle minoranze in CdA, così da renderlo indipendente da insiders societari, alle società quotate italiane è stato richiesto di introdurre il sistema del voto di lista e di riservare almeno un posto in CdA alle minoranze azionarie che sono estranee all'azionista di maggioranza. Anche la normativa sulla composizione del collegio sindacale è stata modificata: alle quotate è stato richiesto di adottare il voto di lista (art. 148 TUF, 2010). In aggiunta a ciò, il presidente del collegio sindacale deve essere scelto tra i sindaci nominati dalle minoranze. Infine, la legge sulla tutela del risparmio ha richiesto alla CONSOB di specificare la soglia di partecipazione minima sufficiente a presentare una lista<sup>122</sup>. Le quotate sono state incoraggiate a rispettare queste disposizioni, modificando i propri statuti, prima che diventassero obbligatorie dal 30 giugno 2007.

Da una parte, l'introduzione obbligatoria del sistema del voto di lista per la designazione del CdA è stata molto apprezzata dagli investitori istituzionali che desideravano designare i propri rappresentanti nell'organo amministrativo. Infatti, Assonime (2009) riferiva che quasi il 40% degli azionisti identificati tra quelli che avevano presentato liste di minoranza vincenti erano investitori istituzionali. Dall'altra parte, le società sono state poco felici dell'adozione di questo meccanismo<sup>123</sup>. L'attuazione della legge è stata spesso rinviata per evitare la nomina di rappresentanti delle minoranze. Solo poche società quotate italiane hanno attuato il sistema del voto di lista prima che divenisse obbligatorio. Assonime (2009) riferiva che sebbene il numero di società quotate italiane industriali con rappresentanti delle minoranze in CdA fosse cresciuto (dal circa il 9% del 2005 al 12% circa del 2008), il peso degli amministratori nominati dalle minoranze nelle società dove essi sono attualmente presenti è diminuito dal 28% circa del 2005 a quasi il 22% del 2008, probabilmente perché le società che hanno adottato il sistema del voto di lista dopo che esso è divenuto obbligatorio hanno riservato il numero minimo (uno) di posti richiesti dalla legge per i rappresentanti delle minoranze. Può dunque dirsi che l'effettività di queste disposizioni è lasciata al giudizio dei collegi sindacali.

### **1.3.13 I compensi degli amministratori**

La remunerazione degli amministratori esecutivi è divenuto uno dei più controversi problemi della *Corporate Governance* in Italia durante la seconda parte dell'ultimo decennio. Fino ad allora, diversamente da altri Paesi come il Regno Unito, il compenso per gli amministratori non era considerato un argomento importante nel dibattito sulla *Corporate Governance*, considerati gli *agency problems* tipici del mercato italiano, e sulla base del fatto che l'azionista di controllo era considerato in grado di monitorare effettivamente gli amministratori esecutivi e la loro remunerazione. Comunque, studi

---

<sup>122</sup> Art. 144quater del Regolamento Consob n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti.

<sup>123</sup> MALBERTI C. e SIRONI E., *The mandatory representation of minority shareholders on the board of directors of Italian listed corporations: an empirical analysis*, *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 2008, 67(1), pp. 54-67.



recenti<sup>124</sup> hanno dimostrato che i compensi degli amministratori esecutivi possono diventare un problema di *Corporate Governance* quando l'azionista di controllo nomina se stesso come Dirigente ed è in grado di esercitare il proprio potere per ricavare un guadagno.

L'attenzione crescente ha portato la CONSOB ad emanare diverse raccomandazioni per aumentare la disclosure, ed il Codice Italiano di Condotta raccomandazioni sempre più severe sui compensi agli amministratori.

Dal 1998, le società quotate devono pubblicare, nelle relazioni annuali, l'ammontare totale dei compensi (individuando salario di base, benefits accessori, bonus ed altri compensi) che ogni amministratore riceve in un determinato periodo. L'informazione sui guadagni basati sulle azioni è stata introdotta dal 2000; comunque, solo dopo il 2007 è aumentata notevolmente fino a potersi parlare di disclosure<sup>125</sup>.

Fino al 2002 il Codice di Condotta italiano (1999, 2002 para 8.1) raccomandava alle società solo di istituire un comitato per i compensi composto da una maggioranza di amministratori non esecutivi per evitare conflitti di interesse con gli esecutivi. Nel Codice di Condotta del 2006 (art 7 p.3) si raccomanda invece che tali comitati siano composti esclusivamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali deve essere indipendente. Il codice del 2010 raccomanda (art. 7) che almeno uno dei membri del comitato abbia un'adeguata conoscenza delle questioni finanziarie.

Assonime (2009) ha riferito che oltre l'80% delle società industriali hanno istituito un comitato per i compensi agli amministratori, che in molti casi è interamente composto da direttori non esecutivi, la maggior parte dei quali sono qualificati come indipendenti.

Come in altri Paesi, il comitato ha il compito di formulare proposte per i compensi degli amministratori esecutivi (inclusi piani di stock-option e simili) e degli amministratori investiti di particolari incarichi. In ogni caso, ogni decisione formale resta di competenza dell'intero consiglio di amministrazione, come richiesto dalla legge (art. 2389 c.c.). La remunerazione degli esecutivi può essere fissata dal CdA, mentre quella degli altri amministratori deve essere approvata dall'assemblea degli azionisti. I compensi basati sui titoli azionari, che originariamente spettava agli amministratori esecutivi, è di solito fissata dal comitato per i compensi ed approvata dal CdA. Nel 2005, la legge 262 ha richiesto che i piani di remunerazione basati su titoli azionari fossero riapprovati nell'assemblea dei soci; i soci, di solito, si limitano a confermare quanto proposto dal consiglio di amministrazione.

Ulteriori raccomandazioni sono state introdotte dal Codice di Condotta del 2006, che rimarca la differenza fra amministratori esecutivi e non esecutivi. Da una parte, il compenso degli esecutivi dovrebbe essere strutturato in modo da incentivare il loro interesse a perseguire lo shareholder value nel medio-lungo periodo. Per questo si incoraggia l'uso di elementi di compenso variabili che includano stock-option ed altre remunerazioni sulla base di titoli della società, e che colleghino i compensi ai risultati della società. Dall'altra parte, la remunerazione degli amministratori non esecutivi non dovrebbe basarsi sui risultati sociali, ma sul loro impegno al lavoro nel consiglio, tenendo in conto le loro possibilità di partecipare ad una o più assemblee. Per la stessa logica, si scoraggia l'utilizzo di compenso variabili che includano stock-option ed altre remunerazioni sulla base di titoli della società, a meno che non siano espressamente approvati dall'assemblea che deve motivare tali scelte. La logica di fondo del Codice di Condotta del 2006 è che mentre gli amministratori esecutivi devono essere motivati (e

---

<sup>124</sup> BARONTINI R. e BOZZI S., *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, Journal of Management and Governance, Volume 15, Number 1, February 2011, pp. 59-89.

<sup>125</sup> MERCER, *Executive compensation disclosure in Europe*, in Perspective, 3, Londra, UK: Mercer.

quindi ricompensati) per gestire la società con obiettivi di lungo termine e salvaguardando il valore della società, gli amministratori non esecutivi non dovrebbero essere remunerati in modo da rischiare di compromettere la loro indipendenza dai dirigenti superiori e/o dall'azionista di controllo.

La remunerazione fissa ha sempre caratterizzato la maggior parte dei compensi degli amministratori esecutivi in Italia. Compensi basati sull'attribuzione di azioni sono stati adottati raramente dalle società quotate italiane fino alla fine degli anni novanta<sup>126</sup>, anche se il loro utilizzo è aumentato<sup>127</sup> dopo le raccomandazioni del Codice di Condotta (1999, 2000, 2006), e grazie alle norme di diritto contabile e tributario, che ne hanno favorito l'adozione al posto del denaro contante e di altre forme di compenso<sup>128</sup>. La dottrina ha sostenuto che la remunerazione a base azionaria è stata spesso congegnata per permettere ai soci di controllo di ricavare guadagni ulteriori a spese delle minoranze. Infatti, sebbene questa modalità di remunerazione degli amministratori esecutivi sia stata incoraggiata, il Codice di Condotta non ha mai raccomandato l'adozione di piani di remunerazione di questo tipo fino al marzo 2010. In particolare, il Codice del 2010, all'art.7, ha raccomandato che tali remunerazioni siano condizionate al raggiungimento di specifici obiettivi e caratterizzati da un periodo di maturazione di lungo termine (di almeno tre anni). Una frazione delle azioni concesse dovrebbe essere mantenuta dagli amministratori fino al termine del loro incarico. Nel caso di "phantom shares"<sup>129</sup>, bonus monetari che non implicano che le azioni siano attualmente emesse o trasferite al beneficiario, il Codice di Condotta ha raccomandato che le società incoraggino i propri amministratori ad investire parte del denaro ricevuto in azioni della società.

#### **1.3.14 Il sistema di controllo interno**

Il Codice di Condotta (2006 art.8) definisce il sistema di controllo interno come l'insieme di regole, procedure, e strutture organizzative atte a rendere possibile una gestione armoniosa e corretta della società in linea con gli obiettivi prefissati, attraverso una corretta individuazione, ponderazione, gestione e supervisione dei rischi principali. Si raccomanda anche che i soggetti che si occupano del sistema di controllo interno non siano gerarchicamente poste sotto un responsabile delle operazioni, per prevenire interferenze con l'indipendenza del loro giudizio. Lo staff addetto al controllo interno dovrebbe essere<sup>130</sup> gerarchicamente posto sia sotto il Presidente del CdA (quando questi è un direttore non esecutivo), sia sotto il presidente del Comitato per il Controllo Interno (laddove è previsto un comitato).

---

<sup>126</sup> ZATTONI A., *I piani di stock option in Italia: diffusione e caratteristiche*, Economia e Management, 2003, 9(6), pp. 71-90.

<sup>127</sup> ZATTONI A. e MINICHILLI A., *The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: what is the trigger?*, *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(2), pp. 224-237.

<sup>128</sup> DI PIETRA R. e RICCABONI A., *Reporting of stock options: creative compliance in a regulated environment*, Quaderni Senesi di Economia Aziendale e di Ragioneria, Serie interventi, 2001, p. 72; QUAGLI A., *I piani di remunerazione a base azionaria*, 2006, in ANDREI P., *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: Impatti Contabili e Riflessi Gestionali*, Torino, Giappichelli, pp. 229 - 286.

<sup>129</sup> Molto usate nel mondo anglosassone, le "phantom shares" sono "bonus monetari" attribuiti a beneficiari (dipendenti o collaboratori) individuati dal Consiglio di Amministrazione. Al raggiungimento di alcuni prefissati parametri economici, il beneficiario percepirà una somma di denaro pari al valore di quotazione in Borsa di un numero virtuale di azioni (non quindi effettivamente emesse) ad una o più date prestabilite.

Caratteristica importante dei piani di "phantom shares" è che non necessitando di aumenti di capitale, non devono essere approvati dall'assemblea dei soci, ma solo dal Consiglio di Amministrazione.

<sup>130</sup> ZANDA G., *Sistema di controllo interno e internal auditing. Problemi di struttura e di funzionamento*, Rivista Italiana di Ragioneria e Economia Aziendale, 2002, 102(1-2), pp. 84-103.

La pratica vuole che tale ruolo sia spesso gerarchicamente posto sotto l'Amministratore Delegato<sup>131</sup>, o altri Dirigenti di rilievo<sup>132</sup>. L'Assonime (2009) ha riferito che nel 76% delle società analizzate il manager addetto al controllo interno è gerarchicamente indipendente rispetto ai direttori delle aree operative.

### **1.3.15 Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari**

Sulla scia dell' *US Sarbanes and Oxley Act* del 2002 (sez. 302) in tema di responsabilità sociale per le relazioni finanziarie, la legge sulla tutela del risparmio (art. 154bis) ha richiesto a tutte le società quotate di nominare un Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, responsabile dell'affidabilità di tutte le informazioni pubbliche sulla posizione finanziaria e sui risultati economici della società. Suoi doveri principali sono di organizzare le procedure contabili per preparare e presentare il bilancio finanziario, e verificare che tali procedure siano applicate e che i bilanci siano presentati in coerenza con le scritture contabili. Egli è tenuto inoltre a firmare tutte le scritture contabili sociali (bilancio, bilancio consolidato, preventivo e consuntivo, così come i documenti contabili da rendere pubblici) e certificare che, sulla base delle proprie competenze, non contengano alcuna dichiarazione falsa di fatti materiali (o che non omettano alcun fatto materiale), e che presentino correttamente la condizione finanziaria e i risultati delle operazioni della società come e per tutti i periodi indicati nella relazione.

### **1.3.16 Il Comitato per il controllo interno**

Il Codice di Condotta italiano (2002, 2006) ha raccomandato che il CdA istituisca un comitato per il controllo interno, composto da amministratori non esecutivi, e la maggior parte dei quali sia indipendente. Nei casi in cui la società sia controllata da un'altra società quotata, il comitato deve essere composto di soli amministratori indipendenti. Almeno un membro del comitato deve avere un'adeguata esperienza in contabilità e finanza. Il comitato per il controllo interno deve dare notizie e avanzare proposte al CdA nelle seguenti materie:

- valutazione dell'adeguatezza del sistema di controllo interno
- monitoraggio del lavoro dello staff addetto al controllo interno
- collegamenti con la società esterna di revisione
- valutazione sulla corretta adozione dei principi contabili

Il comitato per il controllo interno deve aiutare il CdA a selezionare un amministratore esecutivo che sia responsabile della supervisione del sistema di controllo interno. I suoi doveri sono:

- identificare i principali rischi economici e sottoporli periodicamente all'esame del CdA
- monitorare l'adeguatezza, efficienza ed effettività del sistema di controllo interno
- avanzare proposte al CdA su assemblee, revoca e compenso dei revisori interni.

Si raccomanda inoltre la partecipazione del Presidente del Collegio Sindacale alle assemblee del comitato per il controllo interno, per favorire la loro cooperazione ed evitare potenziali conflitti di interesse dovuti alle attribuzioni sovrapposte.

---

<sup>131</sup> ZANDA G., *Sistema di controllo interno e internal auditing. Problemi di struttura e di funzionamento*, Rivista Italiana di Ragioneria e Economia Aziendale, 2002, 102(1-2), pp. 84-103.

<sup>132</sup> TETTAMANZI P., *Controllo interno, revisione interna e Corporate Governance in Italia e nel Regno Unito. Un'indagine empirica*, Liuc Papers, Serie Economia Aziendale, 8, Novembre 2000.

Assonime (2009) riferisce che circa l'87% delle società quotate ha adottato un comitato per il controllo interno, che nel 99% dei casi è interamente composto di amministratori non esecutivi, quasi sempre indipendenti. In oltre il 60% dei casi almeno uno dei membri del comitato ha un'adeguata esperienza in contabilità e finanza.

La mancanza di indipendenza dei membri del comitato interno dagli azionisti di controllo fu una delle cause principali dello scandalo Parmalat<sup>133</sup>. Si è osservato<sup>134</sup> che i principali freni all'effettività del sistema di controllo interno sono rappresentati dalla mancanza di interesse per la materia da parte del CdA, dalla mancanza di informazione che i membri del comitato per il controllo interno pagano a causa del supporto inadeguato degli amministratori principali, e dalla mancanza di indipendenza dei membri stessi del comitato.

Il Codice di Condotta italiano del 2006 ha sottolineato il ruolo del comitato di controllo interno nello sviluppare, insieme con il CdA, procedure volte a intrattenere transazioni con parti correlate che seguano i criteri di correttezza sostanziale e procedurale (o formale).

La riforma societaria del 2003 ha abolito l'obbligo per gli amministratori con interessi personali (o per conto di terzi) in operazioni societarie di lasciare l'assemblea del CdA. Il codice civile (art. 2391 c.c.) richiede agli amministratori che, in un'operazione con parti correlate, abbiano un interesse anche solo potenziale o indiretto, indipendentemente dal fatto che vi sia un conflitto, di informarne il CdA. Quest'ultimo deve adeguatamente mostrare alla società i vantaggi che sono suscettibili derivare dal compimento di tale affare.

Sulla stessa linea, il Codice di Condotta (2006) ha lasciato al CdA la decisione di ammettere o meno al voto ed alla discussione gli amministratori che si trovino in conflitto. Sebbene sia stato dimostrato che una tale soluzione può aumentare il rischio di alterare la decisione del CdA, si è anche tenuto in conto che ci sono situazioni in cui il rischio non è rilevante o in cui la partecipazione ed il voto dell'amministratore coinvolto sarebbe opportuno<sup>135</sup>.

Assonime (2009) riportava che quasi il 60% delle società quotate industriale richiedeva ai propri amministratori che avessero interessi personali (o per conto terzi) in un affare societario di lasciare l'assemblea del CdA, circa il 20% obbligavano gli amministratori ad astenersi dal votare, e la restante parte permetteva loro di votare.

### **1.3.17 Il Collegio Sindacale**

Il compito principale del Collegio Sindacale è il monitoraggio degli amministratori nello svolgimento dei loro doveri. Prima della Legge Draghi, il dovere principale del Collegio Sindacale era di controllare i problemi contabili per salvaguardare la proprietà societaria. Il TUF (1998, art. 155) ha risolto la potenziale sovrapposizione con la società di revisione esterna, lasciando a quest'ultima il dovere di controllare i bilanci finanziari.

Al Collegio Sindacale è stata attribuita la responsabilità di controllare :

- la conformità di atti e decisioni del CdA alla legge ed allo statuto;
- l'osservanza dei c.d. principi di corretta amministrazione da parte degli amministratori esecutivi e dal CdA (art. 149 TUF).

---

<sup>133</sup> MELIS G. e MELIS A., *Financial reporting, Corporate Governance and Parmalat. Was it a financial reporting failure?*, 2005, in O' BRIEN J., *Governing the Corporation. Regulation and Corporate Governance in an Age of Scandal and Global Markets*, Chichester, UK: John Wiley & Sons, pp. 233-254.

<sup>134</sup> CORTESI A., TETTAMANZI P. e CORNO F., *Empirical evidence on internal control systems and Corporate Governance in Italy*, Journal of Management and Governance, 2009, 13(1), pp. 75-100.

<sup>135</sup> Ad esempio, perché l'amministratore in conflitto potrebbe essere meglio informato su quella specifica operazione rispetto ad altri membri del Consiglio di Amministrazione, ed il voto potrebbe far scaturire la loro responsabilità: v. Codice di Condotta italiano, 2006, p. 40.

Il TUF (art. 148) richiede ai sindaci di rispettare i requisiti di onorabilità e professionalità fissati dal Ministro della Giustizia, di concerto con il Ministro del Tesoro e della CONSOB. I candidati a sindaco devono dimostrare di godere dei diritti civili e devono provenire da una delle seguenti categorie: dottori commercialisti che siano stati impegnati in attività di revisione per almeno tre anni (almeno uno dei sindaci deve rispettare questa condizione), amministratori esperti, e docenti universitari in materia societaria e settori che devono essere specificati in statuto. Inoltre, candidati che abbiano rapporti di parentela stretta con amministratori, o soggetti che lavorino per conto della società sia che siano dipendenti o lavoratori autonomi, non possono essere eletti sindaci. Il Codice di Condotta italiano (2002, 2006) prescrive che i sindaci, sia di maggioranza che di minoranza, debbano essere indipendenti ed agire esclusivamente per il perseguimento dell'interesse sociale e nell'interesse di tutti gli azionisti, piuttosto che agire come rappresentanti dello specifico gruppo di azionisti che li ha eletti. I sindaci devono gestire le informazioni confidenziali nel rispetto delle linee guida della società, devono monitorare l'indipendenza dei revisori esterni, tenendo in conto, in particolare, la rilevanza finanziaria e la natura dei servizi diversi dalla revisione forniti dai terzi alla società od alle sue controllate.

In ossequio al Codice di Condotta italiano (2006), quando i sindaci abbiano interessi personali (o per conto di terzi) nelle operazioni della società, essi devono rispettare le medesime procedure di trasparenza prescritte per gli amministratori. Secondo certa dottrina<sup>136</sup>, situazioni come la mancanza di indipendenza del collegio sindacale dai soci di controllo e la mancanza di accesso ad informazioni relative alle attività degli azionisti possono influenzare l'efficacia dell'organo sindacale quale organo di controllo, tanto da farlo sembrare più un organo di legittimazione che di controllo dell'operato degli amministratori. Secondo alcuni, l'efficacia del collegio sindacale potrebbe essere aumentata ampliando i poteri dei sindaci<sup>137</sup>, poiché i collegi sindacali sono "spesso figure compiacenti piuttosto che investigative"<sup>138</sup>.

### 1.3.18 L'assunzione del revisore esterno

In Italia la società di revisione esterna è nominata dall'assemblea dei soci, tenendo in considerazione il parere favorevole del collegio sindacale. Anche prima dello scandalo Parmalat, la normativa italiana sulla nomina della società di revisione esterna era molto rigida. La rotazione obbligatoria del revisore era stata resa obbligatoria per le società quotate dal 1975: alle quotate era richiesto di cambiare la propria società di revisione dopo tre nomine (cioè dopo un massimo di nove anni). Infatti, è stato osservato<sup>139</sup> che le censure mosse agli standard di revisione italiani è fuori luogo. Comunque, il caso Parmalat ha svelato alcune falle nella normativa precedente. Per prima cosa, è ora evidente che non ha senso pretendere la rotazione obbligatoria del revisore, se la società di revisione può fare affidamento su "subappaltatori", cioè su altre società che revisionano società controllate del gruppo, non obbligate alla rotazione e che non sollevano la società holding di revisione da alcuna responsabilità per la propria attività.

---

<sup>136</sup> MELIS A., *On the role of the board statutory auditors in Italian listed companies*, *Corporate Governance: An International Review*, 2004, 12(1), pp. 74-84.

<sup>137</sup> CORTESI A., TETTAMANZI P. e CORNO F., *Empirical evidence on internal control systems and Corporate Governance in Italy*, *Journal of Management and Governance*, 2009, 13(1), pp. 75-100.

<sup>138</sup> FERRARINI G. e GIUDICI P., *Financial Scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, 2005, in MCCAHERY J., *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, pp. 159-214.

<sup>139</sup> FERRARINI G. e GIUDICI P., *Financial Scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, 2005, in MCCAHERY J., *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, pp. 159-214.

In secondo luogo, la rotazione obbligatoria della società di revisione potrebbe essere difettosa se le collegate società di revisione non sono soggette alla stessa regola. Le società potrebbero cambiare l'azienda in cui lavorano (come nel caso Parmalat), e continuare ad occuparsi della revisione contabile della stessa società<sup>140</sup>.

Sull'onda del caso Parmalat, il Governo italiano ha sentito il bisogno di assicurare i mercati finanziari e irrigidire le regole sulla rotazione della società di revisione. E' stato prescritto alle società quotate di cambiare la propria società madre di revisione dopo due incarichi. La lunghezza del periodo della nomina della società di revisione è stato esteso a sei anni (prima era di tre), ma può essere rinnovato solo una volta (anziché due come in passato). La rotazione della società di revisione è divenuta obbligatoria per l'assegnazione del secondo incarico. L'estensione del periodo di nomina è finalizzata a permettere la continuità necessaria ad una società di revisione per portare avanti il proprio compito in modo efficiente, mentre la rotazione obbligatoria della società di revisione partner dovrebbe promuovere la sua indipendenza. La legge sulla tutela del risparmio del 2005 ha anche stabilito che alla società di revisione è permesso affidarsi a "subappaltatori"; comunque, essa resterà responsabile per le azioni del proprio subappaltante.

### **1.3.19 Considerazioni sul sistema italiano**

La *Corporate Governance* in Italia si è evoluta tanto nella legislazione quanto nella pratica molto velocemente negli ultimi anni. Nonostante non si siano risolti molti problemi, soprattutto quello relativo al contrasto di interessi tra azionisti di maggioranza e di minoranza, la crescente consapevolezza dell'importanza del dibattito sulla *Corporate Governance* si è consolidata tra managers, amministratori ed investitori.

Il contesto si è significativamente riempito di diversi importanti tasselli. Su tutti, quello della legge Draghi nel 1998, che ha esplicitamente puntato alla tutela delle minoranze. Infatti, il valore medio dei benefici privati del socio di controllo è sensibilmente diminuito dopo l'introduzione del TUF<sup>141</sup>, grazie alle innovazioni in tema di tutela delle minoranze. La riforma del diritto societario del 2003/2004, che ha dato alle società libertà quanto a scelta della struttura organizzativa, non può essere tenuta eccessivamente in considerazione, atteso che nella pratica, sono davvero poche le società che hanno fatto ricorso ai modelli organizzativi alternativi. La legge sulla tutela del risparmio ha rappresentato progressi più significativi per la protezione degli investitori, con l'introduzione del sistema del voto di lista, e con la rotazione obbligatoria della nomina della società di revisione. Il Codice di Condotta italiano, che ha avuto un impatto significativo sulla struttura di governance delle società quotate, è stato rivisto nel 2006 introducendo rigide raccomandazioni sulla composizione degli organi amministrativi in linea con i codici mondiali di prassi migliore. Nell'ultimo decennio c'è stato un forte aumento del livello di disclosure delle società quotate in tema di *Corporate Governance*. La disclosure (o piuttosto la mancanza di disclosure) è stata la chiave del problema italiano. La dottrina<sup>142</sup> lamentava già prima del nuovo millennio la mancanza di informazioni disponibili sulla *Corporate Governance* delle società quotate italiane. Dal 2001 tutte le società quotate sono tenute ad assicurare e

---

<sup>140</sup> MELIS G. e MELIS A., *Financial reporting, Corporate Governance and Parmalat. Was it a financial reporting failure?*, 2005, in O' BRIEN J., *Governing the Corporation. Regulation and Corporate Governance in an Age of Scandal and Global Markets*, Chichester, UK: John Wiley & Sons, pp. 233-254.

<sup>141</sup> DYCK A. e ZINGALES L., *Private benefits of control: an International comparison*, *The Journal of Finance*, 2004, 59(2), pp. 537-600.

<sup>142</sup> MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Torino, 1999, Giappichelli.

rendere disponibile una relazione pubblica sulla *Corporate Governance*. Le informazioni sulla struttura proprietaria, i patti parasociali e composizione degli organi è diventata pubblicamente disponibile sin dall'introduzione del TUF. In ogni caso, l'identificazione dell'azionista "nascosto" dietro una catena societaria non sempre è possibile, a causa dei gruppi piramidali. Le raccomandazioni CONSOB hanno notevolmente accresciuto la disclosure in tema di compensi agli amministratori e alcuni degli elementi chiave circa i piani di remunerazione a base azionaria.

Nonostante la crescente adesione al Codice di Condotta italiano da parte delle società quotate, non sempre può ritenersi che a ciò corrisponda un'effettivo miglioramento della governance societaria. Ed infatti, diversi studi<sup>143</sup> hanno dimostrato che le società quotate italiane, quando possibile, evitano di rispettare leggi e/o raccomandazioni "scomode" e sono inclini ad un rispetto formale ma non sostanziale delle disposizioni sia di law che di soft law. Si è parlato<sup>144</sup> di "creative compliance", riferendosi proprio a questa adesione formale ma non sostanziale alle raccomandazioni e regole di *Corporate Governance*, che può rendere il mercato incapace di distinguere tra società quotate che incentivano la propria *Corporate Governance* e le società che si limitano ad affermare di averlo fatto. Pertanto, le società potrebbero non avere alcun incentivo a rispettare sostanzialmente le norme di *Corporate Governance*, visto che il mercato non è in grado di ricompensarle. Per queste ragioni, appare fondamentale rinforzare l'adesione sostanziale, piuttosto che formale, alle disposizioni di legge nonché a quelle del Codice di Condotta.

Come sottolineato da Enriques<sup>145</sup> "c'è ancora tanto da fare prima che i policy makers possano dichiarare missione compiuta". Nonostante il fatto che l'universo della *Corporate Governance* sia stato migliorato negli ultimi venti anni, quella italiana è ancora lontana dal risolvere il principale agency problem tra le larghe e prevalenti maggioranze di controllo e le minoranze azionarie, a causa dell'inadeguatezza di fatto della protezione degli investitori.

## 1.4 PROPRIETA' E CONTROLLO IN GERMANIA

### 1.4.1 Introduzione

La *corporate governance* può essere definita come il sistema ed i processi mediante i quali le società vengono dirette e controllate<sup>146</sup> e si occupa dell'allineamento dei sistemi amministrativi di decisione con gli interessi degli *stakeholder* in generale e dei possessori di partecipazioni in particolare. Poiché gli interessi dei *top manager* e degli *stakeholders* possono divergere, i meccanismi di *corporate governance* per controllare gli amministratori sono fondamentali. La *corporate governance* include la struttura generale delle regole societarie e di quelle che devono essere specificate ai diversi livelli di governo. Il primo livello consiste in disposizioni obbligatorie fissate dalla legge (per esempio, nell'*Aktiengesetz*<sup>147</sup> del 1965, la cui ultima modifica risale al 31 luglio 2009).

---

<sup>143</sup> SANTELLA P., PAONE G. e DRAGO C., *How independent are independent directors? The case of Italy*, Bank of Italy Working Paper, marzo 2006; MALBERTI C. e SIRONI E., *The mandatory representation of minority shareholders on the board of directors of Italian listed corporations: an empirical analysis*, Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze, 2008, 67(1), pp. 54-67.

<sup>144</sup> AKERLOF G., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3), pp. 488-500.

<sup>145</sup> ENRIQUES L., *Corporate Governance reform in Italy: what has been done and what is left to do?*, European Business Organisation Law Review, 2009, 10(4), p. 513.

<sup>146</sup> CADBURY A., *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford, Oxford University Press, 2002.

<sup>147</sup> Legge tedesca sulle società azionarie.

Oltre questo livello di regolamentazione legislativa, ci sono norme di *soft law* come i codici nazionali ed internazionali di corporate governance (per esempio, il Codice Tedesco sulla Corporate Governance del 2002, da ultimo modificato il 18 giugno 2009). Infine, all'interno della discrezionalità rimasta, la singola società può decidere una regolamentazione specifica da contenersi, per esempio, nello statuto societario, in codici di *corporate governance* espressamente attribuiti a quella data società, in regole procedurali per gli organi sociali ed in contratti individuali con i membri degli organi sociali. In effetti, la *corporate governance* non dipende solo dal contesto normativo, ma anche dalle procedure di fatto che si sviluppano in queste regole per attivare delle prassi di corporate governance. Non di meno, sono proprio i contesti societari di fatto a indicare la via per delle procedure di governance e delle specifiche soluzioni ai problemi che si presentano.

Le materie e i temi della governance hanno lunghe tradizioni in Germania sotto la voce di *Unternehmensverfassung*<sup>148</sup>, che regola i diritti e doveri degli organi sociali e dei loro membri, nel caso di società azionarie (*Aktiengesellschaft* o AG), del consiglio di amministrazione (*Vorstand*), del collegio sindacale (*Aufsichtsrat*) e dell'assemblea generale degli azionisti (*Hauptversammlung*).

Di conseguenza, la *Unternehmensverfassung* è caratterizzata da una prospettiva di *governance* interna. Comunque, la *governance* societaria è molto più ampia perché essa comprende anche le relazioni esterne della società. In questa vena, il dibattito angloamericano enfatizza in particolare gli interessi degli azionisti e degli altri investitori nella misura in cui la *corporate governance* si occupa dei “*modi con cui i fornitori di finanziamento alle società assicurano a se stessi di avere un proprio ritorno sull'investimento*”<sup>149</sup>. Inoltre, le tematiche della revisione e della contabilità non sono state affrontate dal primo titolo tedesco. Questo ampio dibattito sulla *governance*, per il quale l'originario termine inglese è stato usato anche in Germania, è stato messo in discussione in Germania sin dalla metà degli anni novanta<sup>150</sup> dopo la sua originaria introduzione nel contesto angloamericano. Comunque, la *corporate governance* tedesca ha molto attirato l'attenzione dall'estero<sup>151</sup>, perché il sistema tedesco di *governance* differisce in modo vistoso da quello angloamericano. Ci sono tre peculiarità delle società azionarie tedesche, che hanno una struttura del *board* “*two-tier*”, cioè a due livelli, un consiglio di amministrazione come organo collegiale e - secondo le dimensioni - un determinato collegio sindacale. Sebbene queste particolarità ancora prevalgano, sono avvenuti importanti cambiamenti che rendono obbligatoria una rassegna maggiormente dettagliata della *governance* tedesca.

#### 1.4.2 Scelta della forma giuridica

Il diritto societario tedesco offre più strutture giuridiche alternative che i fondatori (o le società fondatrici) possono scegliere. La scelta di una forma giuridica ha un effetto

---

<sup>148</sup> “Costituzione societaria”.

<sup>149</sup> Definizione a pag. 737 di SCHLEIFER A. e VISHNY R., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, 1997, 52, pp. 737-783.

<sup>150</sup> PICOT A., *Corporate Governance: Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, 1995; SCHEFFLER E., *Corporate Governance*, Wiesbaden, Gabler, 1995; FEDDERSEN D., HOMMELHOFF P. e SCHNEIDER U., *Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*, Cologne, Otto Schmidt, 1996.

<sup>151</sup> VAGTS D. F., *Reforming the “modern” corporation: perspectives from the German*, Harvard Law Review, 1966, 80, pp. 23-89; CONARD A. F., *The supervision of corporate management: a comparison of developments in European Community and United States Law*, Michigan Law Review, 1984, 82, pp. 1459-1488; ROE M. J., *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States*, Yale Law Journal, 1993, 102, pp. 1927-2003.



enorme sulla governance della società perché la possibilità dell'amministrazione di esercitare un controllo dipende, in gran parte, dalle norme giuridiche che regolano la struttura rispettiva costituita dalla forma giuridica scelta<sup>152</sup>. Si possono distinguere due categorie generali di forma giuridica. Le aziende prive di personalità giuridica sono associazioni senza un'esistenza giuridica indipendente (approssimativamente, *partnerships*), i cui soci (tranne alcune eccezioni) sono personalmente responsabili. D'altra parte, le società con personalità giuridica (approssimativamente, società) sono organizzate in forma corporativa, il che vuol dire che la stessa società è un'entità giuridica, e la sua responsabilità è limitata al patrimonio sociale. Due sono le forme giuridiche di più grande interesse: le società a responsabilità limitata e quelle azionarie. Di recente, la società europea ha fornito un'ulteriore forma giuridica di società con personalità giuridica. In base al numero di società ed alle cifre delle vendite, le società sono in gran parte organizzate di solito come *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*<sup>153</sup> (GmbH). La popolarità di questa forma giuridica può essere fatta risalire alla sua flessibilità strutturale poiché la Legge sulla Società a responsabilità limitata del 1892, da ultimo modificata il 31 luglio 2009, (*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, GmbHG) lascia un alto grado di discrezionalità ai fondatori o ai proprietari della società nel progettare la sua costituzione e nel decidere dei diritti e responsabilità degli organi sociali e dei loro membri. Al contrario, la Legge sulle società azionarie (*Aktiengesetz*, AktG) è caratterizzata dalla rigidità delle sue norme. Di conseguenza, deviazioni dalla legge sono ammissibili solo in quei casi cui la legge fa espresso riferimento. Inoltre, la legge azionaria richiede un capitale iniziale molto alto (almeno € 50000), laddove la società a responsabilità limitata può essere costituita con un capitale nominale di € 25000.

Il capitale nominale richiesto per la srl è stato diminuito dalla Legge per modernizzare le norme di governo della società a responsabilità limitata e per contrastare gli abusi (*Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*, MoMiG), che è entrata in vigore il 1 novembre 2008. Lo statuto mira a rendere la creazione di un tipo commerciale più semplice ed a rafforzare la GmbH nella competizione internazionale tra tipologie giuridiche. Rispetto alle forme giuridiche di altri paesi come la società a responsabilità limitata inglese, quella tedesca richiede più formalità per la sua costituzione ed un capitale nominale minimo più alto. La riforma della legge mira a semplificare e velocizzare la costituzione di un'impresa commerciale. La nuova legge distingue tra due forme alternative di società a responsabilità limitata. Oltre a quella per la quale si richiede un capitale nominale minimo di € 25000, è stata introdotta la Società imprenditoriale a responsabilità limitata (*Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)*, UG): essa non costituisce una nuova forma giuridica in senso proprio. Piuttosto è un nuovo tipo di società a responsabilità limitata che può essere costituito senza necessità di un certo capitale minimo iniziale, visto che la sua misura è flessibile, addirittura inizialmente è sufficiente €1. Allo stesso tempo, comunque, questo tipo di società non può pagare totalmente i propri profitti. Conformemente alla legge, il 25% dei profitti deve essere immobilizzato finché non sia raggiunto il capitale nominale di € 25000. Questa limitazione non è limitata temporalmente. Questo tipo di società costituisce quindi una forma alternativa di società a responsabilità limitata per facilitare l'avvio delle imprese e può essere di particolare interesse per i fondatori di nuove imprese commerciali che dispongono solo di un limitato ammontare di capitale

---

<sup>152</sup> GRUNDEI J. e TALAULICAR T., *Company law and corporate governance of start-ups in Germany: legal stipulations, managerial requirements, and modification strategies*, Journal of Management and Governance, 2002, 6, pp. 1-27.

<sup>153</sup> Società a responsabilità limitata.

nominale all'avvio delle attività che non è sufficientemente adeguato per lo sviluppo dell'impresa (per esempio, nel settore dei servizi).

Basandosi sull'assunto che difficilmente la metà di tutte le GmbH siano assoggettate all'imposta sulle vendite<sup>154</sup>, nel 2007 sono state registrate in Germania circa 900000 società a responsabilità limitata<sup>155</sup>. Al contrario, il numero di società azionarie ammontava ad una cifra poco inferiore a 13510 nel novembre 2009<sup>156</sup>. Nondimeno il numero di società per azioni è cresciuto notevolmente in dieci anni (da 3527 del 1994 a 16002 del 2004). La crescita è causata, tra le altre cose, dalla legge sulle piccole società azionarie e sulla *deregulation* del diritto delle società per azioni (*Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts*), che fa parte del programma di azione economica per stimolare la crescita e le assunzioni dell'allora Governo Federale e che è entrata in vigore il 10 agosto 1994. Questa legge era tesa a semplificare la quotazione delle società di media grandezza e rafforzare il mercato dei capitali, poiché la società per azioni era allora (a parte la società in accomandita per azioni o *Kommanditgesellschaft auf Aktien* - KGaA - molto raramente utilizzata) la sola forma giuridica ammessa per emettere azioni. In particolare, questa legge ha sganciato le società azionarie piccole e di nuova costituzione da alcuni regolamenti speciali e obblighi correlati, prima obbligatorie senza eccezioni per la spa e sono state viste come una barriera contro la scelta di questa forma societaria e contro, quindi, l'entrata sul mercato quotato.

Dalla fine del 2004, le società possono inoltre essere incorporate come una Società Europea (*Societas Europaea*, SE) che è una nuova forma giuridica di matrice legislativa europea e tende a semplificare la formazione di fusioni transfrontaliere all'interno della Comunità Europea. Questa nuova forma giuridica consente alle società di portare avanti attività commerciali in più di uno Stato membro costituendosi come società unica ed operando attraverso l'Unione Europea con una serie di regole ed un sistema unificato di amministrazione e rapporti, anziché essere soggette alle varie legislazioni nazionali di ogni stato membro in cui le partecipate sono state costituite. La sede della società può essere facilmente spostata in un altro Stato membro mentre continua l'identità della persona giuridica. Il 29 dicembre 2004 è entrata in vigore la Legge sull'introduzione della Società Europea (*Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft*, SEEG). Con questa legge, il Regolamento dell'Unione Europea sullo statuto della Società Europea<sup>157</sup> e la Direttiva Supplementare sul coinvolgimento dei lavoratori<sup>158</sup> sono state introdotte nella legislazione nazionale tedesca. La formazione di una società europea può avere quattro forme, trasformazione, fusione e costituzione di una *holding* oppure di una società partecipata. I metodi più diffusi di incorporazione sono la formazione di una società comune sussidiaria, la trasformazione di una società esistente in europea e la sua formazione per fusione. Il capitale sottoscritto della Società Europea non deve essere inferiore a €120000. I fondatori hanno la possibilità di scegliere tra un sistema a due livelli ed un sistema ad un livello. Il sistema a due livelli si caratterizza per un consiglio di amministrazione ed un consiglio di sorveglianza e rispecchia largamente la struttura della società azionaria. Al contrario, il sistema a livello unico combina le funzioni del consiglio di amministrazione e di quello di sorveglianza all'interno di un

---

<sup>154</sup> HANSEN H., *Die GmbH als weiterhin umsatzstärkste Rechtsform: Anzahl der GmbH beträgt Ende 2001 ca. 850000*, GmbHRundschau, 2002, 93, pp. 148-152.

<sup>155</sup> Statistisches Bundesamt, *Umsatzsteuerstatistik: Eckdaten - Zeitreihenergebnisse und Strukturdaten 2007*, Wiesbaden, Statistisches Bundesamt, 2009, p. 21.

<sup>156</sup> Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik: Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2*, Frankfurt am Main, Deutsche Bundesbank, 2010, p. 46.

<sup>157</sup> Regolamento N. 2157/2001, L 294/1.

<sup>158</sup> Direttiva 2001/86/EC, L 294/22.

unico consiglio d'amministrazione, come avviene in diversi stati membri dell'UE. Dalla sua introduzione nel 2004, questa nuova forma giuridica è stata usata sempre più dalle società tedesche. A parte la Repubblica Ceca, la Germania è la sede della maggior parte delle società europee, con un gran numero di esse incorporate nel 2009 e già attive sul mercato<sup>159</sup>. Da quando la società azionaria è stata originariamente indicata come unica forma giuridica per una società per quotarsi sul mercato, e reperire finanziamenti sul mercato quotato, la società per azioni è quella scelta più di frequente dalle società di larga scala. Nel 2006, 75 su 100 delle società tedesche più grandi, basandosi sul valore aggiunto, si sono organizzate come società azionarie, mentre solo in cinque hanno scelto la forma della società a responsabilità limitata<sup>160</sup>; due hanno scelto la forma della società europea. Ci si attende una crescita del numero delle società europee in quanto forma giuridica particolarmente appetibile per le grandi società che intrattengono operazioni internazionali e società controllate all'estero.

Il dibattito sulla *corporate governance* si focalizza prevalentemente sulle maggiori società pubbliche azionarie. Nondimeno, alcuni studiosi hanno sottolineato che la saggezza in tema di governance maturata nelle società più grandi non può essere applicata a quelle di piccole e medie dimensioni od a quelle di nuova costituzione senza alcune modifiche. Perciò sono state analizzate le peculiarità delle società all'avviamento<sup>161</sup>. Ci si aspetta che sia data importanza crescente anche alla governance delle società del settore pubblico<sup>162</sup>. Nonostante la privatizzazione di queste società sia proceduta in larga misura<sup>163</sup> e che la privatizzazione in Germania abbia avuto una accelerata negli anni novanta<sup>164</sup>, molte importanti organizzazioni sono rimaste sotto il regime di diritto pubblico e rendono necessarie specifiche modalità settoriali di corporate governance. In ogni caso, può essere ragionevole affermare che queste società faranno riferimento agli *standard* di *best practice* adottati per le più grandi società azionarie. Con riguardo alle società non quotate sotto il diritto privato che hanno proprietari riconducibili all'autorità governativa, il Governo Federale della Germania ha adottato un Codice pubblico sulla corporate governance il 1 luglio 2009 che tende a rafforzare la trasparenza delle società di proprietà statale e ad adattare gli *standard* di buona gestione alle peculiarità di questo tipo di impresa. Nonostante questo codice differisca naturalmente in alcuni dettagli dagli standard proposti per le società quotate, le sue raccomandazioni e suggerimenti nondimeno riflettono largamente la nozione di buona governance che è stata stabilita per le società quotate in borsa.

---

<sup>159</sup> HABERSACK M., *Reformbedarf im deutschen Mitbestimmungsrecht*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2009, 30 (48, Supplement), p. 5.

<sup>160</sup> Monopolkommission, *Siebzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2006/2007*, Berlin, Deutscher Bundestag, 2008.

<sup>161</sup> TALAULICAR T., GRUNDEI J. e v. WERDER A., *Corporate Governance deutscher Start-ups: Ergebnisse einer empirischen Erhebung*, Finanz Betrieb, 2001, 3, pp. 511-519; GRUNDEI J. e TALAULICAR T., *Company law and corporate governance of start-ups in Germany: legal stipulations, managerial requirements, and modification strategies*, Journal of Management and Governance, 2002, 6, pp. 1-27; TALAULICAR T., GRUNDEI J. e v. WERDER A., *Strategic decision making in start-ups: the effect of top management team organization and processes on speed and comprehensiveness*, Journal of Business Venturing, 2005, 20, pp. 519-541.

<sup>162</sup> SCHNEIDER U. H., *Gute Corporate Governance für Staatsunternehmen: Eine Kritische Bewertung der OECD-Grundsätze der Corporate Governance für Staatsunternehmen*, Die Aktiengesellschaft, 2005, 50, pp. 493-498; BUDÄUS D. e HILGERS D., *Public Corporate Governance*, 2009, in PETER HOMMELHOFF, KLAUS J. HOPT e AXEL V. WERDER (eds), *Handbuch Corporate Governance*, seconda edizione, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, pp. 883-904.

<sup>163</sup> BORTOLOTTI B., FANTINI M. e SINISCALCO D., *Privatization around the world: evidence from panel data*, Journal of Public Economics, 2003, 88, pp. 305-332.

<sup>164</sup> BEYER J. e HÖPNER M., *The disintegration of organised capitalism: German corporate governance in the 1990s*, West European Politics, 2003, 26, pp. 179-198.

### 1.4.3 La struttura della società azionaria

Confrontato con il modello di *board* angloamericano, le caratteristiche di quello delle società azionarie tedesche hanno tre peculiarità strutturali. Prima cosa, la società azionaria ha una struttura a due livelli che separa nettamente i ruoli dell'amministrazione da quelli di vigilanza. Laddove il consiglio di amministrazione è responsabile della direzione dell'impresa, il consiglio di sorveglianza nomina, supervisiona e consiglia i membri del cda. In ogni caso, per garantire un bilanciamento tra i poteri e l'indipendenza dell'amministrazione nel portare avanti la quotidiana attività d'impresa, un consigliere di amministrazione può essere rimosso dall'incarico solo per giusta causa (per esempio, perché ha mancato ai propri doveri, manca delle necessarie conoscenze, abilità e dell'esperienza tecnica per svolgere le proprie funzioni o non è stato licenziato dagli azionisti). In ogni caso, la netta separazione di amministrazione e vigilanza comporta che la stessa persona non possa essere membro di entrambi gli organi sociali.

In secondo luogo, se il consiglio di amministrazione è composto di più persone, il che è comune nelle società grandi e anche obbligatorio in quelle azionarie con più di 2000 lavoratori, tutti i membri del consiglio devono partecipare all'amministrazione della società in termini eguali. Essi sono solidalmente responsabili per l'amministrazione societaria. A nessun membro del consiglio, neanche all'amministratore delegato, è consentito dare indicazioni per il resto del *board*. Il consiglio di sorveglianza, o in assenza di una decisione in tal senso il consiglio d'amministrazione, d'ufficio, può nominare un membro come presidente per coordinare i lavori dell'assemblea del cda. In ogni caso, il presidente del cda è un *primus inter pares* e non è autorizzato a dare indicazioni agli altri membri del consiglio.

Infine, il consiglio di sorveglianza può essere codeterminato. Secondo le dimensioni della società, non tutti i membri del consiglio di sorveglianza sono eletti dagli azionisti all'assemblea generale. Piuttosto, fino alla metà dei membri del consiglio vengono eletti dalla forza lavoro della società. Il consiglio di sorveglianza delle società azionarie è composto in genere per un terzo di rappresentanti dei lavoratori. Nelle aziende che hanno più di 2000 lavoratori interni, metà dei consiglieri sono eletti dalla forza lavoro. Comunque, il presidente del consiglio di sorveglianza, che di solito è un rappresentante degli azionisti, può esercitare un voto decisivo nel caso di deliberazioni in contrasto (eccezioni si applicano solo a poche società nell'industria del carbone, del ferro e dell'acciaio). Le società per azioni che hanno meno di 500 lavoratori all'interno non sono obbligati a nominare rappresentanti dei lavoratori nei propri consigli di sorveglianza se, e solo se, esse sono o di proprietà familiare o costituite dopo il 10 agosto 1994.

Oltre queste peculiarità strutturali che non hanno eguali nel modello anglo americano, ci sono altri elementi di *corporate governance* che differenziano il sistema tedesco dalle controparti angloamericane.

### 1.4.4 Caratteristiche sistemiche della *Corporate Governance* tedesca

All'inizio, potevano distinguersi due diversi meccanismi per il controllo societario: il controllo esterno via mercato, e il controllo interno attraverso il consiglio di amministrazione della società<sup>165</sup>. Il sistema di *corporate governance* angloamericano può essere individuato come un sistema basato sul mercato. L'allineamento degli interessi del management e degli interessi degli azionisti si raggiunge attraverso il

---

<sup>165</sup> WALSH J. P. e SEWARD J. K., *On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms*, Academy of Management Review, 1990, pp. 421-458.

mercato del controllo societario perché le società con scarsi risultati diventano obiettivi di scalate ostili e, se la scalata ha successo, licenziano gli amministratori risultati improduttivi o inefficienti. Il mercato del controllo societario richiede un alto sviluppo del mercato azionario e della proprietà diffusa, nessuno dei quali sembra essersi verificato in Germania fino ai tempi recenti. Nel settembre 2009, solo 713 società erano quotate in borsa, laddove il numero delle società nazionali rilevate sul *New York Stock Exchange* o il *Nasdaq* era, rispettivamente, di 2658 e di 2585 società; nel Regno Unito, erano quotate in borsa 2235 società<sup>166</sup>. La capitalizzazione del mercato azionario come percentuale di PIL era del 30,4% alla fine del 2008 in Germania (63,5% nel 2007), molto più bassa che negli Stati Uniti (144,6% nel 2007 e 81,7% nel 2008) o nel Regno Unito (139,2% nel 2007 e 70% nel 2008)<sup>167</sup>. Inoltre, la concentrazione proprietaria delle società tedesche tende ad essere elevata al confronto con altri paesi, e le partecipazioni intersocietarie sono ancora un fenomeno comune<sup>168</sup>.

I prevalenti meccanismi di controllo delle società azionarie tedesche sono quindi interni per natura. Inoltre, a causa delle possibilità limitate del mercato dei capitali basato sul finanziamento, il sistema tedesco è stato caratterizzato dall'essere bancocentrico<sup>169</sup>. Ciò significa che le banche giocano un ruolo più decisivo nel finanziamento e nel monitoraggio della società. Le società tedesche hanno, al confronto, un alto rapporto debito/azioni<sup>170</sup> e i dirigenti bancari sono di frequente nominati nei consigli di sorveglianza delle proprie società debentrici<sup>171</sup>. Abbastanza spesso, i banchieri occupano la posizione di presidente del consiglio di sorveglianza. Oltre agli incroci azionari tra società, non sono un fenomeno raro gli *interlocking directorates*, ossia i legami tra società quando una stessa persona è membro dei rispettivi Consigli di amministrazione<sup>172</sup>. Queste caratteristiche della proprietà e del consiglio di sorveglianza hanno portato alla designazione della società azionaria tedesca, la cosiddetta "*Deutschland AG*".

A questo proposito, sono avvenuti alcuni cambiamenti che fanno riferimento sia agli ulteriori sviluppi del mercato azionario sia all'andamento della proprietà e al monitoraggio delle strutture relazionali. Nel contesto del mercato dei capitali globalizzato, le grandi società tedesche hanno adeguato le proprie strategie finanziarie<sup>173</sup>. Di conseguenza, una grande quantità di capitale è stata presa in prestito

---

<sup>166</sup> Deutsches Aktieninstitut, *DAI-Factbook 2009: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*, Frankfurt am Main, Deutsches Aktieninstitut, 2009, p. 02-3.

<sup>167</sup> Deutsches Aktieninstitut, *DAI-Factbook 2009: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*, Frankfurt am Main, Deutsches Aktieninstitut, 2009, p. 05-3.

<sup>168</sup> WYMEERSCH E., *A status report on corporate governance rules and practices in some Continental European states*, in KLAUS J. HOPT, HIDEKI KANDA, MARK J. ROE, EDDY WYMEERSCH e STEFAN PRIGGE, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, Clarendon Press, 1998, pp. 1045-1199.

<sup>169</sup> ROE M. J., *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States*, *Yale Law Journal*, 1993, 102, pp. 1927-2003; BLACK B. S. e GILSON R. J., *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, *Journal of Financial Economics*, 1998, 47, pp. 243-277; VITOLS S., *Changes in Germany's bank-based financial system: implications for corporate governance*, *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13, pp. 386-396.

<sup>170</sup> Deutsches Aktieninstitut, *DAI-Factbook 2009: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*, Frankfurt am Main, Deutsches Aktieninstitut, 2009, p. 04-2.

<sup>171</sup> HANSEN H., *Das Gewicht der Banken in den Aufsichtsräten deutscher Aktiengesellschaften*, *Die Aktiengesellschaft*, 1994, 39, R 76-79.

<sup>172</sup> PFANNSCHMIDT A., *Personelle Verflechtungen über Aufsichtsräte: Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen*, Wiesbaden, Gabler, 1993.

<sup>173</sup> RINGLEB H.-M., KREMER T., LUTTER M. e v. WERDER A., *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar*, terza edizione, Munich, Beck, 2008, p. 14; per lo sviluppo della struttura finanziaria delle società industriali, Deutsche Bundesbank, *Ergebnisse der*

dai mercati dei capitali globali. Quindi, queste società hanno dovuto aderire alle regole di questi mercati globalizzati. Il rating del capitale di credito è diventato molto importante poiché strettamente associabile ai costi del capitale. In aggiunta, miglioramenti giuridici e di fatto hanno contribuito all'ulteriore sviluppo dei mercati tedeschi. Diverse leggi sulla promozione del mercato finanziario hanno codificato standard internazionali competitivi per la disciplina del mercato dei capitali<sup>174</sup>. Per esempio, nel 1995 per la prima volta è stato creato il *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*<sup>175</sup>, o BAWe, nonostante le agenzie federali di vigilanza su banche<sup>176</sup> e imprese assicurative<sup>177</sup> avessero già una lunga tradizione.

Il 1 maggio 2002, queste tre agenzie federali sono state unite creando l'Autorità di nuova costituzione, l'Agenzia Federale per la Vigilanza Finanziaria, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, o BaFin. Così facendo, è stata creata una singola *Authority* regolamentativa a tutti i livelli di governo, con responsabilità per la supervisione degli istituti di credito, degli istituti per i servizi finanziari, per le società di assicurazione e per il commercio dei titoli. L'unificazione era tesa a rendere più facile il tener traccia e gestire la crescita dei mercati dei capitali, delle relazioni societarie e dei rischi. La nuova *Authority* è organizzata come una istituzione indipendente di diritto pubblico, ha la capacità legale ed è soggetta alla supervisione legale e tecnica del Ministero Federale delle Finanze. Le spese sono coperte tasse e contributi dalle istituzioni e dalle imprese che essa supervisiona. La costituzione giuridica è sancita dall'Atto fondatore della Autorità Federale per la Supervisione Finanziaria (*Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz*, FinDAG). A partire dall'aprile 2009, l'*Authority* regola 2048 banche, 722 istituti di servizi finanziari, 626 imprese di assicurazione, 27 fondi pensione, 6031 fondi di investimento e 76 società di investimento.

Inoltre, è stato costituito il *Financial Reporting Enforcement Panel* (FREP), che ha iniziato i propri lavori il 1 luglio 2005. Questa istituzione di diritto privato svolge test casuali dei rendiconti finanziari delle società quotate in borsa oltre a ricerche mirate laddove riceva informazioni relative ad errori rinvenuti in rendiconti finanziari. Ogni volta che una società non collabora con il FREP, l'Agenzia Federale per la Vigilanza Finanziaria viene assunta perché è autorizzata ad usare strumenti di diritto pubblico per ottenere l'esame dei conti. Nel 2008, il FREP ha completato 138 indagini (135 nel 2007, 109 nel 2006), 118 delle quali erano semplici esami e 19 indagini basate su indicazioni specifiche<sup>178</sup>. Un'indagine è stata fatta su richiesta dell'Agenzia Federale per la Vigilanza Finanziaria.

La crescente importanza degli investimenti nei mercati azionari è anche relativa all'alterazione del sistema pensionistico, da quando la gente deve organizzare la previdenza privata al fine di assicurarsi il sostentamento in vista dell'atteso sviluppo demografico ed all'invecchiamento della popolazione. Su questo solco, gli investitori

---

*gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2008: Statistische Sonderveröffentlichung 4*, Frankfurt am Main, Deutsche Bundesbank, 2009, p. 22.

<sup>174</sup> NOWAK E., *Investor protection and capital market regulation in Germany*, 2004, in JAN PIETER KRAHNEN e REINHARD H. SCHMIDT, *The German Financial System*, Oxford, Oxford University Press, 2004, pp. 425-449.

<sup>175</sup> Ufficio Federale per la vigilanza sui titoli.

<sup>176</sup> *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*, o BAKred.

<sup>177</sup> *Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen*, o BAV.

<sup>178</sup> FREP, *Annual Activity Report 2008*, Berlin: *Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung*, Financial Reporting Enforcement Panel, 2009, p. 2.

istituzionali che non sono titolari di rapporti di credito con le rispettive società sono diventate anche molto più influenti in Germania<sup>179</sup>.

Al contrario, le banche universali tedesche hanno modificato la propria strategia societaria e deciso di ridurre la propria influenza all'interno del settore societario tedesco. Ciò è stato preceduto da critiche perché alcuni scandali societari che hanno ricevuto una pubblicità enorme non hanno potuto essere evitati sebbene queste società fossero sotto l'influenza di alcune delle maggiori banche commerciali. Queste critiche sono state considerate nel provvedimento del 1998, Legge sul controllo e la trasparenza nel settore societario (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, KonTraG*), che era tesa, tra le altre cose, a rafforzare il monitoraggio della società azionaria, promuovere l'indipendenza del revisore e valutare criticamente la proprietà societaria oltre all'esercizio dell'influenza bancaria. Più precisamente, il KonTraG richiede alle società azionarie di prevedere un sistema di gestione del rischio per una diagnosi preventiva delle minacce societarie e specifica il flusso di informazioni del consiglio di sorveglianza. Inoltre, il consiglio di sorveglianza (e non più quello di amministrazione) deve dare mandato ad un revisore. Infine, è stato limitato il c.d. *Depotstimmrecht*, cioè il diritto della banca di votare con le azioni che un cliente bancario avesse depositato in essa: esso forniva in passato alle banche un importante meccanismo di influenza perché la maggior parte delle azioni erano titoli al portatore che azionisti privati (e passivi) generalmente depositavano presso la propria banca.

Le banche hanno risentito di minori margini nel loro classico dominio commerciale nell'attività di prestito di denaro. Di conseguenza sono diventati maggiormente attraenti attività alternative come gli investimenti bancari<sup>180</sup> e ciò ha causato revoche di membri dal consiglio di sorveglianza e disinvestimenti necessari per evitare conflitti di interessi. Infine, con la riforma tributaria del 2000, in combinazione con una riforma della tassazione societaria, si è inteso promuovere lo scioglimento dell'azionariato incrociato. In una sezione molto controversa della relativa Legge per la riduzione delle imposte del 2000, le plusvalenze della vendita di partecipazioni societarie incrociate sono state esentate dalla tassazione. Queste regole sono entrate in vigore dall'anno di tassazione 2002. Anche se in molti portafogli non sono state ancora dismesse le partecipazioni incrociate a causa del ribasso del mercato azionario, è risultato che la concentrazione proprietaria è significativamente diminuita tra il 2001 e il 2005. Secondo uno studio del 2009<sup>181</sup>, la dimensione media dei più grandi blocchi di voti nelle società quotate tedesche è sceso dal 60,2% del 2001 al 52,6% del 2005. Durante questo intervallo temporale, la dimensione media dei più grandi blocchi di voti è scesa dal 62,8% al 50,1%. Gli stessi modelli possono essere osservati avendo riguardo al potere di voto dei tre più grandi proprietari così come a tutti gli azionisti di blocco. La percentuale che rileva il totale delle partecipazioni di blocco dell'intero settore finanziario nelle società quotate era del 29,9% nel 2001 e del 24,8% nel 2005. Le tre grandi banche, *Deutsche Bank*, *Dresdner Bank* e *Commerzbank*, e le società di assicurazione hanno vissuto un declino nella dimensione delle loro partecipazioni di blocco. In aggiunta, sono stati ridotti il numero e la dimensione delle partecipazioni incrociate tra i più grandi proprietari istituzionali<sup>182</sup>. In sintesi, questi cambiamenti hanno ridotto l'influenza delle

---

<sup>179</sup> Deutsches Aktieninstitut, *DAI-Factbook 2009: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*, Frankfurt am Main, Deutsches Aktieninstitut, 2009, p. 08.1-3-c.

<sup>180</sup> VITOLS S., *Changes in Germany's bank-based financial system: implications for corporate governance*, Corporate Governance: An International Review, 2005, 13, pp. 386-396.

<sup>181</sup> WEBER A., *An empirical analysis of the 2000 corporate tax reform in Germany: effects on ownership and control in listed companies*, International Review of Law and Economics, 2009, 29, pp. 57-66.

<sup>182</sup> WEBER A., *An empirical analysis of the 2000 corporate tax reform in Germany: effects on ownership and control in listed companies*, International Review of Law and Economics, 2009, 29, pp. 57-66.

più grandi istituzioni finanziarie nel sistema tedesco di *Corporate Governance*. Allo stesso tempo, comunque, il sistema tedesco di corporate governance non è stato cambiato fondamentalmente poiché le partecipazioni delle società industriali sono, anche se diminuite, ancora significative e la concentrazione proprietaria è ancora abbastanza alta in Germania, in particolare se messa a confronto con quella dei paesi angloamericani.

Il dibattito sulla corporate governance in Germania è stato richiesto di solito dai *deficit* di controllo interno che hanno portato alla fine agli scandali societari ed agli insuccessi<sup>183</sup>. Nondimeno, una eccezionale pietra miliare è la scalata di *Mannesmann* da parte della *VodafoneAirTouch* a cavallo tra il 1999 ed il 2000. Anche se abbastanza raramente, ci sono anche state precedenti scalate ostili in Germania. Comunque, questi cambiamenti negli assetti di controllo non sono stati decisi a mezzo del mercato, ma negoziati tra i grandi proprietari di maggioranze di controllo ed i loro influenti sostenitori<sup>184</sup>. In particolare, le banche hanno giocato un ruolo importante nell'influenzare il risultato dell'offerta ed il destino futuro della società bersaglio<sup>185</sup>. A questo proposito, la scalata *Mannesmann* è stata differente. Essa ha segnato la prima scalata ostile da una offerta pubblica di acquisto. Inoltre, la società bersaglio non ha consultato politici e banche su come contrastare il tentativo di scalata. Piuttosto, l'allora presidente del cda della *Mannesmann*, Klaus Esser, volle che fosse il mercato (o gli azionisti della società) a decidere se accettare l'offerta ostile o se ritenere che le proprie quote azionarie avrebbero dato migliori risultati se la *Mannesmann* fosse rimasta indipendente. Sebbene ci sia stato un dibattito sul poter individuare questo caso come segno di un punto di svolta verso un sistema di *corporate governance* più orientato al mercato ed agli azionisti, l'opinione prevalente è che il sistema tedesco di corporate governance non è né cambiato fondamentalmente, né si sia indirizzato verso il modello angloamericano<sup>186</sup>. In ogni caso, a fronte di questa scalata, insieme con altri vari insuccessi societari avvenuti nello stesso periodo, tra cui il più evidente fu la bancarotta della Philip Holzmann AG, il Cancelliere Federale Tedesco decise di istituire una commissione governativa sulla corporate governance che portasse cambiamenti aggiuntivi alla struttura regolamentare della governance.

#### **1.4.5 Modernizzazione del Diritto tedesco delle società azionarie**

La modernizzazione del Diritto tedesco delle società azionarie può essere descritto come un processo di riforma costante e graduale. L'ultima modifica fondamentale alla Legge sulle società azionarie risale all'anno 1965, ma da allora sono intervenuti diversi emendamenti. A questo proposito, il ritmo di queste riforme ha accelerato e la frequenza e incisività degli emendamenti giuridici ha raggiunto un nuovo tenore durante gli ultimi cinque anni. Nel 2000, il Cancelliere Gerhard Schröder ha istituito una commissione governativa sulla governance societaria che è stata incaricata di valutare il sistema di governance tedesco e sviluppare raccomandazioni per la regolamentazione e apportare migliorie al sistema stesso. La commissione nel luglio 2001 ha presentato la sua

---

<sup>183</sup> COFFEE J. C. JR., *A theory of corporate scandals: why the USA and Europe differ*, Oxford Review of Economic Policy, 2005, 21, pp. 198-211.

<sup>184</sup> JENKINSON T. e LJUNGQVIST A., *The role of hostile stakes in German corporate governance*, Journal of Corporate Finance, 2001, 7, pp. 397-446.

<sup>185</sup> FRANKS J. e MAYER C., *Bank control, takeovers and corporate governance in Germany*, Journal of Banking and Finance, 1998, 22, pp. 1385-1403.

<sup>186</sup> O'SULLIVAN M., *The political economy of comparative corporate governance*, Review of International Political Economy, 2003, 10, pp. 23-72.



relazione finale contenente circa 150 raccomandazioni<sup>187</sup>. Innanzitutto, la relazione ha portato alla costituzione di un'altra commissione governativa con il mandato di sviluppare un codice di corporate governance per le società quotate tedesche. In secondo luogo, le raccomandazioni che potevano essere approvate all'interno del periodo legislativo parlamentare sono state incluse nella Legge per l'ulteriore riforma del diritto societario e della legge di contabilità, e di trasparenza e pubblicità (*Gesetz zur weiteren Reform des Aktien und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität, TransPuG*), che venne adottata il 19 luglio 2002. Questa legge conteneva i requisiti legali necessari per il regime di disclosure che applica il codice di corporate governance. Inoltre, la *TransPuG* ha stabilito, tra le altre cose, regole sia per il miglioramento nel fornire informazioni al consiglio di sorveglianza da parte del consiglio di amministrazione, sia affinché i membri del consiglio di sorveglianza mantengano segrete le informazioni ricevute.

In terzo luogo, il Governo Federale ha consolidato le restanti raccomandazioni della commissione in un programma di 10 punti per la promozione dell'integrità societaria e la tutela dell'investitore che è stato presentato nell'estate del 2002. Basandosi su questo programma, è stato sviluppato e presentato il 25 febbraio 2003 un catalogo maggiormente dettagliato di misure per il miglioramento dell'integrità societaria e la protezione degli investitori. Questo catalogo di misure ha formato il progetto delle recenti iniziative legislative del Governo Federale. Molti aspetti sono già stati affrontati da nuovi emendamenti giuridici, ad esempio, la Legge sul miglioramento della protezione degli investitori (*Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, AnSVG*) del 28 ottobre 2004, Legge di riforma del diritto della contabilità (*Bilanzrechtsreformgesetz, BilReG*) del 4 dicembre 2004, la Legge sul monitoraggio delle dichiarazioni finanziarie (*Bilanzkontrollgesetz, BilKoG*), del 15 dicembre 2004, la legge sui casi che formano precedenti nei mercati di capitali (*Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren, KapMuG*) del 16 agosto 2005 e la Legge sull'integrità dell'impresa e la modernizzazione del diritto di recesso (*Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrecht, UMAG*) del 22 settembre 2005. Delle leggi ulteriori, rilevanti per la *corporate governance*, sono state promulgate per attuare i provvedimenti dell'Unione Europea. Questi includono la Legge sui registri di commercio elettronico, i registri delle cooperative e i registri commerciali (*Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister, EHUG*) del 10 novembre 2006, la Legge per l'attuazione della direttiva sulla trasparenza (*Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, TUG*) del 5 gennaio 2007, la Legge per la modernizzazione del diritto contabile (*Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, BilMoG*) del 25 maggio 2009 e la Legge per l'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti (*Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie, ARUG*) del 30 luglio 2009.

#### **1.4.6 Regole sui compensi del consiglio di amministrazione**

Un'area chiave degli emendamenti giuridici al diritto delle società azionarie si riferisce alle regole per la definizione e pubblicità dei compensi al consiglio di amministrazione. Da una parte, queste regole seguono le raccomandazioni europee<sup>188</sup>. Dall'altra parte, il controllo pubblico ha alimentato l'impressione del legislatore che i corrispondenti problemi richiedano norme obbligatorie e non possano essere risolti attraverso la self-

---

<sup>187</sup> BAUMS T., *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts*, Cologne, Otto Schmidt, 2001.

<sup>188</sup> Raccomandazione della Commissione Europea del 14 dicembre 2004 che favorisce un regime appropriato per la remunerazione degli amministratori di società quotate, 2009/913/EC, L. 385/55.

regulation. A causa di questa serie di circostanze, il 3 agosto 2005 è stata emanata la Legge sulla *disclosure* della remunerazione dei consiglieri di amministrazione (*Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen*, VorstOG). La legge stabilisce che il compenso totale di ciascuno dei membri del consiglio di amministrazione deve essere reso pubblica individualmente e diviso in voci di remunerazione fissa e variabile. La stessa si applica alle promesse di *benefit* che sono concessi ai membri del cda nel caso di termine prematuro o previsto da statuto del proprio incarico di consigliere di amministrazione. Gli emendamenti sono diventati effettivi per l'anno contabile dopo il 31 dicembre 2005 e pertanto è stata richiesta la pubblicità delle cifre individuali dei compensi a partire dall'inizio del 2007. Inoltre, la legge ha permesso una clausola di *opting-out*. Di conseguenza, si può essere esentati dalla disclosure se l'assemblea generale degli azionisti approva ciò con apposita delibera e la maggioranza di tre quarti di voti in tal senso. La deliberazione spiega effetti per un periodo massimo di cinque anni, e può essere modificata così come può essere rinnovata alla scadenza.

Sulla scia della crisi dei mercati finanziari e degli incentivi per gli amministratori esecutivi presumibilmente disallineati, è stata varata, il 31 luglio 2009, la Legge sull'adeguatezza dei compensi al consiglio di amministrazione (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung*, VorstAG). Secondo il legislatore, una delle lezioni che deve essere appresa dalla crisi dei mercati finanziari è che strutture di incentivi non equilibrati tra loro che collegano compensi molto ampi a parametri di valutazione piuttosto a breve termine, tendono a condurre ad effetti comportamentali poco funzionali. Queste remunerazioni possono condurre gli amministratori esecutivi ad essere disposti ad impegnarsi in rischi eccessivi anziché sforzarsi di puntare alla creazione di valore stabile. Per questa ragione, il legislatore ha inteso rafforzare le componenti di lungo termine dei compensi del board e la corrispondente responsabilità dell'intero consiglio di sorveglianza per stabilire adeguati meccanismi di remunerazione per il cda della società. Inoltre, il legislatore ha inteso aumentare ulteriormente la trasparenza della remunerazione del consiglio di amministrazione.

Più nello specifico, tutto il consiglio di sorveglianza (anziché un comitato del consiglio) deve stabilire la remunerazione totale per i singoli membri del consiglio di amministrazione. La struttura dei compensi del consiglio di amministrazione delle società quotate deve essere orientata verso una crescita sostenibile dell'impresa. Gli elementi variabili della remunerazione devono includere quelle componenti basate su una valutazione che tenga conto di più anni, oltre alla possibilità di una limitazione per sviluppi straordinari. Se la società stipula una polizza di assicurazione per la responsabilità civile di amministratori e dirigenti per i membri del cda, deve essere prestabilito un ammontare deducibile di almeno il 10% della perdita fino ad almeno il 150% della remunerazione annuale fissa del membro del consiglio di amministrazione. Inoltre, l'assemblea generale delle società quotate può fare una consultazione di voto, non vincolante, sul sistema di remunerazione del consiglio di amministrazione<sup>189</sup>. Infine, per rafforzare l'indipendenza del monitoraggio, i membri del consiglio di amministrazione delle società quotate non possono diventare membri del consiglio di sorveglianza entro i due anni dalla fine del loro mandato a meno che la loro nomina non sia approvata con una mozione presentata dagli azionisti nella misura di almeno il 25% del capitale con diritto di voto.

#### **1.4.7 Modernizzazione delle codecisioni**

---

<sup>189</sup> A tal proposito, si parla di “*say on pay*” con ciò riferendosi alla richiesta di esprimersi con riguardo ai compensi dei consiglieri.

Un elemento molto impressionante ed altamente controverso della corporate governance tedesca è la struttura della codecisione a mezzo del consiglio di sorveglianza delle società azionarie. Nondimeno, le riforme giuridiche oltre alle commissioni governative sulla corporate governance hanno largamente ignorato la potenziale debolezza ed i miglioramenti necessari alle specifiche istituzioni tedesche. La commissione sulla corporate governance non ha trattato questo argomento a causa del tempo limitato per la commissione e anche a causa delle discussioni in corso a livello europeo sulla partecipazione dei lavoratori nella Società Europea. Eppure il presidente della commissione ha sottolineato che questa omissione non implica che la commissione abbia negato il bisogno di discutere l'adeguatezza delle modalità di codeterminazione, in particolare nelle holding internazionali<sup>190</sup>.

In questo intenso e recente dibattito, il consiglio di sorveglianza con uguale rappresentanza di azionisti e rappresentanti dei lavoratori domina la scena. Se il sistema di codeterminazione indebolisca i risultati d'impresa è un dibattito ancora aperto. Verificare empiricamente questa ipotesi è difficile a causa della mancanza di gruppi di controllo adeguati, poiché a tutte le società azionarie tedesche con più di 200 lavoratori è richiesto di avere un consiglio di sorveglianza con eguale rappresentanza di azionisti e lavoratori. Nondimeno, alcuni studiosi hanno tentato di mostrare che il valore di mercato relativamente basso delle società tedesche è collegato al regime di codeterminazione con eguale rappresentanza di azionisti e lavoratori in seno al consiglio di sorveglianza<sup>191</sup>.

In ogni caso, le critiche contro l'attuale sistema di codeterminazione, che è associato ad un consiglio di sorveglianza allargato fino a venti membri, è diventato più diffuso. Questa critica affronta i seguenti problemi in particolare: che i rappresentanti dei lavoratori sono eletti solo dalla forza lavoro interna; che essi possono, di conseguenza, essere di parte verso gli interessi dei lavoratori interni; che possono essere inconsapevoli delle loro responsabilità per argomenti diversi da quelli della vigilanza del lavoro; che possono richiedere concessioni nel nome dell'interesse dei lavoratori in cambio della loro approvazione di alcuni piani di gestione; e che essi possono essere carenti quanto alle conoscenze, abilità ed esperienza richieste per portare avanti in modo appropriato il proprio incarico come membri del consiglio di sorveglianza<sup>192</sup>.

Il dibattito sulle potenziali riforme della codeterminazione si è anche intensificato a causa dell'abrogazione della c.d. dottrina della "real seat" e l'avvento della società europea. La dottrina della "sede reale" richiede che la sede legale della società coincida con la sede effettiva. Nel 1999, la Corte di Giustizia Europea ha stabilito che questo dottrina violava la libertà di stabilimento vigente sotto il Trattato dell'Unione Europea. I fondatori potevano dunque scegliere tra le varie forme giuridiche disponibili nell'Unione Europea, molte delle quali sprovviste del tutto o dotate di regimi di codeterminazione piuttosto deboli. Ci sono state anche nuove opzioni per le società esistenti per adattare i propri regimi di codeterminazione trasformandosi in Società

---

<sup>190</sup> BAUMS T., *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts*, Cologne, Otto Schmidt, 2001, p. 6.

<sup>191</sup> GORTON G. e SCHMID F. A., *Capital, labor, and the firm: a study of German codetermination*, Journal of the European Economic Association, 2004, 2, pp. 863-905; in senso contrario, BAUMS T. e FRICK B., *The market value of the codetermined firm*, in MARGARET M. BLAIR e MARK J. ROE, *Employees and Corporate Governance*, Washington, DC, Brookings Institution, 1999, pp. 206-235.

<sup>192</sup> v. WERDER A., *Modernisierung der Mitbestimmung*, Die Betriebswirtschaft, 2004, 64, pp. 229-243; v. WERDER A., *Ist die Mitbestimmung ein Hemmschuh für deutsche Unternehmen im internationalen Wettbewerb?*, in WERNER BRANDT e ARNOLD PICOT, *Unternehmenserfolg im internationalen Wettbewerb: Strategie, Steuerung und Struktur*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, 2005, pp. 275-300.

Europea. I diritti di codeterminazione sono esposti nella Legge tedesca sulla partecipazione dei lavoratori nelle società europee, del 2004 (*Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft*, SEBG). La Società Europea percorre nuove strade con riguardo alla codeterminazione dato che il coinvolgimento dei lavoratori viene negoziato tra i rappresentanti di questi e i consigli di amministrazione delle società in cui partecipano. Dalla prospettiva dei lavoratori, questo speciale corpo negoziatore che rappresenta i lavoratori deve essere formato per rappresentarli per tutte le categorie commerciali. Se non viene raggiunto alcun accordo, si applica una serie di regole *standard*, la cui esatta natura dipende dal regime per la partecipazione dei lavoratori nelle società precedente alla istituzione della Società Europea. I rappresentanti dei lavoratori sono delegati dai vari stati membri in cui opera l'impresa. Anche se queste negoziazioni condurranno difficilmente a più basse proporzioni di rappresentatività dei lavoratori, esse possono nondimeno perfezionare accordi sul congelamento del livello esistente di codeterminazione (per aziende con meno di 500 o 2000 dipendenti) e sulla riduzione della dimensione del consiglio di sorveglianza (per esempio, da 20 a 12 o 16 membri, rispettivamente). La società europea può quindi essere utilizzata come mezzo per mitigare l'influenza delle regole nazionali sulla codeterminazione<sup>193</sup>.

Sulla scia di questi sviluppi, il cancelliere federale tedesco ha costituito una commissione governativa per analizzare le regole della codeterminazione negli stati membri dell'Unione Europea, per valutare i punti di forza e di debolezza del sistema di codeterminazione tedesco e sviluppare dei suggerimenti di riforma praticabili. La commissione, *Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung*, è stata formata il 26 luglio 2005 e confermata dal Governo Federale successivo. La commissione era composta di nove membri ed è stata proporzionalmente formata da rappresentanti dei lavoratori e rappresentanti dei datori di lavoro, oltre a membri accademici. La sua relazione finale è stata presentata il 20 dicembre 2006. La commissione non è stata in grado di raggiungere un accordo tra i rappresentanti dei datori di lavoro e dei lavoratori. Questo dissenso in maniera evidente dimostra l'inconciliabilità delle posizioni contrapposte. In conformità con i mandati previsti dal governo, i tre membri accademici hanno preparato quindi la propria relazione. Essi hanno concluso che non vi è bisogno di una riforma ulteriore del sistema tedesco di codeterminazione. Piuttosto, essi hanno fornito alcune raccomandazioni su modifiche lievi, che incudono il miglioramento della flessibilità della rappresentatività nel consiglio attraverso negoziazioni in gruppi di società e sulla dimensione del consiglio di sorveglianza, semplificando le procedure di elezione ed eliminando le incongruenze della legislazione di allora. Nessuna di queste raccomandazioni è stata seguita dal legislatore fino ad oggi. Il regime di codeterminazione è quindi rimasto largamente immutato sin dalla sua introduzione nel 1976.

#### **1.4.8 Il Codice tedesco di *Corporate Governance***

Contrariamente ad altri paesi, un codice di *corporate governance* per le società tedesche è stato per lungo tempo ritenuto superfluo, poiché aspetti essenziali della governance

---

<sup>193</sup> EIDENMÜLLER H., ENGERT A. e HORNUF L., *Incorporating under European Law: the Societas Europaea as a vehicle for legal arbitrage*, European Business Law Organization Law Review, 2009, 10, pp. 1-33; HEMELING P., *Die Corporate Governance der Societas Europaea (SE)*, in PETER HOMMELHOFF, KLAUS J. HOPT e AXEL V. WERDER, *Handbuch Corporate Governance*, 2nd edition, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, 2009, pp. 769-785.

che sono affrontati tipicamente da questi codici<sup>194</sup> erano già obbligatori secondo il diritto tedesco. Comunque, seguendo alcune iniziative private (concorrenti piuttosto che convergenti) sono stati elaborati dei codici volontari di corporate governance<sup>195</sup>. Di conseguenza, il Ministro Federale della Giustizia ha nominato una commissione governativa per sviluppare, sotto le indicazioni normative ricevute, un codice uniforme per le società quotate tedesche per rafforzare ulteriormente la qualità della governance e consolidare le norme di corporate governance rendendole trasparenti per gli investitori sia nazionali che internazionali. Questo Codice tedesco sulla corporate governance è stato adottato il 26 febbraio 2002: esso ha una base giuridica dopo che l'art. 161 della Legge sulle Società Azionarie è stato emendato dal TransPuG per domandare una dichiarazione di conformità alle raccomandazioni del Codice.

Il Codice affronta innanzitutto la tematica delle società quotate. Rispetto alla loro natura obbligatoria, devono distinguersi tre tipi di norme del codice. Primo, il codice contiene disposizioni che le imprese sono costrette a osservare sotto la legge applicabile (le cosiddette “*must provisions*”). Le restanti categorie (le “*shall recommendations*” e le “*should or can suggestions*”) consistono entrambe in regole che non sono obbligatorie per legge. Di conseguenza, le società possono discostarsi dall'applicazione di queste. Comunque, laddove si discostino rispetto a raccomandazioni che sono contraddistinte nel testo dalla parola “*shall*” devono farne pubblicità nella dichiarazione annuale di conformità (secondo il metodo “*comply or explain*”). Terzo, il codice contiene suggerimenti che sono contraddistinti nel testo dall'uso delle parole “*should*” o “*can*” e che possono essere anche esse evitate a patto di darne adeguata disclosure. Questi suggerimenti sono tesi ad incoraggiare i progressi senza necessità di inibizioni. In sintesi, lo *status* delle disposizioni del codice che va oltre la legge permette alle società di rispecchiare i requisiti specifici e settoriali dell'impresa. Così il Codice di *Corporate Governance* tedesco contribuisce a rendere gli statuti societari maggiormente flessibili e aperti alla *self-regulation*.

Il Codice è composto di sette sezioni. In una prefazione, vengono spiegate alcune nozioni base della corporate governance tedesca e del codice stesso. Le norme del codice si riferiscono agli azionisti ed all'assemblea generale (sezione 2), alla cooperazione tra il consiglio di amministrazione e il consiglio di sorveglianza (sezione 3), al consiglio di amministrazione (sezione 4), al consiglio di sorveglianza (sezione 5), alla trasparenza (sezione 6), oltre alle relazioni ed al controllo della documentazione contabile annuale (sezione 7). Degne di nota, tra le altre, sono le seguenti disposizioni del codice: fornire informazioni sufficienti al consiglio di sorveglianza è responsabilità congiunta sia del management che del consiglio di sorveglianza stesso; una buona *corporate governance* richiede una discussione aperta tra gli organi di amministrazione e sorveglianza, oltre che tra gli stessi membri in seno ai consigli, e che tali necessità possono essere soddisfatte solo se viene assicurata la riservatezza; le performance dei membri del consiglio di amministrazione come l'efficienza del consiglio di sorveglianza devono essere oggetto di valutazione; il consiglio di sorveglianza dovrebbe comporsi di un numero di membri sufficientemente qualificati ed indipendenti; i compensi dei membri del consiglio di sorveglianza devono essere riportati separatamente; e infine che

---

<sup>194</sup> GREGORY H. J. e SIMMELKJAER R. T., *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, Brussels, Weil, Gotshal&Manges, 2002.

<sup>195</sup> SCHNEIDER U. H. e STRENGER C., *Die “Corporate Governance-Grundsätze” der Grundsatzkommission Corporate Governance (German Panel on Corporate Governance)*, Die Aktiengesellschaft, 2000, 45, pp. 106-113; v. WERDER A., *German Code of Corporate Governance (GCCG): Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*, 2nd edition, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, 2001.

la società dovrebbe migliorare la propria trasparenza fornendo informazioni via via più facilmente accessibili.

#### 1.4.9 Accettazione del codice

L'accettazione del Codice tedesco di *Corporate Governance* è analizzato in studi annuali dal *Berlin Center of Corporate Governance*<sup>196</sup>. La versione del codice poi valida del 6 giugno 2008 conteneva un totale di 84 raccomandazioni e 19 suggerimenti. Il campione di studio è consistito di tutte le 656 società quotate sul Frankfurt Stock Exchange. Circa 203 questionari utilizzabili sono stati restituiti.

Lo studio mostra che: complessivamente il codice ha incontrato grande approvazione; la sua accettazione tende a crescere al crescere delle dimensioni della società; e il codice continua a contribuire ai cambiamenti della corporate governance. Il tasso medio di conformità alle raccomandazioni è dell'83,9%. Le società che appartengono al DAX, *Deutscher Aktien Index*, che è l'indice delle *blue chips* in Germania, che include i 30 maggiori titoli tedeschi in termini di capitalizzazione del mercato e fatturato dai settori classici e tecnologici, hanno applicato il 94,9% di tutte le raccomandazioni. Entro la fine del 2009 il tasso di conformità aveva raggiunto l'85,3% (o, per le società del DAX, il 95,8%).

Comunque, 39 raccomandazioni (e nel DAX 11 raccomandazioni) sono state applicate da meno del 90% delle società e perciò chiamate "nevralgiche". Le disposizioni nevralgiche possono essere ulteriormente raggruppate secondo che esse siano state almeno approvate o rifiutate dalla maggioranza (più del 50%) delle società. Tre raccomandazioni "shall" sono state rifiutate dalla maggioranza delle società. Si tratta: delle disposizioni per concordare una quota adeguata se una polizza per la responsabilità civile di dirigenti e amministratori è stata stipulata per i membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, che per il consiglio di amministrazione è allo stesso tempo obbligatorio a causa delle stipulazioni dovute alla VorstAG; della disposizione che limita i pagamenti promessi nel caso d'interruzione, prima della scadenza, del contratto del membro del consiglio di amministrazione a causa del cambio del controllo fino al 150% dell'indennità di pagamento; e quella che prevede la formazione di un comitato per la nomina del consiglio di sorveglianza composto esclusivamente da rappresentanti degli azionisti che propone candidati idonei al consiglio di sorveglianza per raccomandazione all'assemblea generale.

A confronto con le raccomandazioni del codice, i suggerimenti "should" e "can" mostrano uno scarso livello di accettazione (di circa il 64% per tutte le società e dell'86,1% per quelle del DAX). Questo risultato difficilmente sorprende nella misura in cui le società possono ignorare i suggerimenti senza essere costretti a rendere

---

<sup>196</sup> v. WERDER A., TALAULICAR T. e KOLAT G. L., *Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2003, 56, pp. 1857-1863; v. WERDER A., TALAULICAR T. e KOLAT G. L., *Kodex Report 2004: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2004, 57, pp. 1377-1382; v. WERDER A. e TALAULICAR T., *Kodex Report 2005: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2005, 58, pp. 841-846; v. WERDER A. e TALAULICAR T., *Kodex Report 2006: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2006, 59, pp. 849-855; v. WERDER A. e TALAULICAR T., *Kodex Report 2007: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2007, 60, pp. 869-875; v. WERDER A. e TALAULICAR T., *Kodex Report 2008: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2008, 61, pp. 825-832; v. WERDER A. e TALAULICAR T., *Kodex Report 2009: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, Der Betrieb, 2009, 62, pp. 689-696.

pubblici questi discostamenti nella dichiarazione di conformità. Così, la pressione pubblica ad attuare i suggerimenti resta minore.

La scarsa accettazione dei suggerimenti a confronto con le raccomandazioni del codice è anche evidente dalla grande percentuale sia di suggerimenti nevralgici che di suggerimenti rigettati dalla maggioranza. Diciassette su 19 suggerimenti dimostrano di essere nevralgici visto che sono stati applicati da meno del 90% delle società. Tre di questi sono stati rispettati da meno del 50% delle società. Queste norme del codice suggeriscono che gli azionisti dovrebbero essere capaci di seguire l'assemblea generale utilizzando i mezzi di comunicazione moderni, di intervenire ed esprimersi sui suggerimenti della relazione annuale sulla corporate governance, oltre a collegare i compensi relativi alle performance del consiglio di sorveglianza ai risultati a lungo termine dell'impresa societaria.

#### **1.4.10 Recenti modifiche al codice**

La Commissione per il codice è una commissione permanente. Di conseguenza, i suoi membri si riuniscono almeno una volta all'anno per discutere degli sviluppi della corporate governance in Germania ed all'estero e per valutare se sono necessari emendamenti al codice. Tranne che nel 2004, ogni anno sono state apportate delle modifiche. Il 18 giugno 2009 è stata apportata una modifica che doveva incorporare le nuove disposizioni giuridiche emanate con la Legge del 2009 sull'adeguatezza dei compensi del consiglio di amministrazione (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, VorstAG). Le modifiche sono state approntate alle sezioni 3, 4 e 5 del codice. Inoltre, il codice sottolinea nella prefazione che i consigli di amministrazione e di sorveglianza devono assicurare, in conformità ai principi dell'economia del mercato societario, l'esistenza continua dell'impresa e la sua creazione sostenibile di valore (interesse dell'impresa societaria).

La versione rivista del codice riprende i passaggi più importanti del VorstAG che fanno riferimento alla progettazione adeguata dei piani dei compensi per gli amministratori e trasforma le corrispondenti raccomandazioni e suggerimenti del codice in disposizioni "must", e quindi obbligatorie. Ciò si applica anche alle raccomandazioni relative alle relazioni sulla *corporate governance* che sono state sostituite dalle prescrizioni formulate nel BilMoG. In linea con le discussioni della VorstAG, la commissione per il codice ha aggiunto una raccomandazione secondo cui deve essere concordata una franchigia per il consiglio di sorveglianza se i suoi membri sono coperti da una polizza assicurativa stipulata dalla società ed ha aggiunto il suggerimento che il presidente del comitato di controllo debba essere indipendente e non un membro formale del consiglio di amministrazione della società il cui incarico sia terminato meno di due anni prima. Ulteriori nuove raccomandazioni stabiliscono che se il consiglio di sorveglianza invita un esperto esterno sui compensi a valutare l'adeguatezza delle remunerazioni, deve farsi attenzione per assicurare che questo esperto sia indipendente dal consiglio di amministrazione e dalla società, che il consiglio di sorveglianza debba tenere in conto sia gli sviluppi negativi che positivi nel determinare le componenti di remunerazione variabile del consiglio di amministrazione, e che il consiglio di sorveglianza debba fare attenzione alla variegazione nella nomina dei membri del cda e dei candidati per le elezioni a membri del consiglio di sorveglianza. Il codice emendato al 2010 conteneva 82 raccomandazioni e 16 suggerimenti<sup>197</sup>.

---

<sup>197</sup> Vedi [www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/index.html](http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/index.html), accesso al 1 febbraio 2010.

### 1.4.11 Sviluppi futuri

Alla luce dei recenti sviluppi in Germania, sorgono due problemi principali che saranno di speciale importanza per il futuro dibattito sulla corporate governance. Essi si riferiscono alle tensioni tra l'approccio regolamentare di "hard law" e "soft law" oltre alle implicazioni della crisi finanziaria mondiale per la corporate governance in quanto tale.

L'approccio di *soft law* alla regolamentazione basato su strumenti di *self-regulation* come il Codice tedesco di Corporate Governance è stato abbastanza nuovo nel contesto tedesco dove l' "hard law" era ed è ancora prevalente. Di conseguenza, c'è stato e ci continuerà ad essere un intenso dibattito sulla possibilità che questo approccio alla fine sia o meno sufficiente e di successo. L'alto tasso di conformazione complessiva delle raccomandazioni e dei suggerimenti del Codice sembra indicare che anche il "soft law" funzioni in Germania, almeno nel campo della corporate governance. Guardando più con attenzione, a volte le disposizioni del codice non sono soddisfacenti nella misura desiderata dalla politica e quindi vengono intraprese azioni legislative per rafforzare i corrispondenti standard di governance. Gli esempi comprendono la disclosure e l'adeguatezza della remunerazione dei consiglieri di amministrazione. Il Codice tedesco di *Corporate Governance* ha compreso raccomandazioni e suggerimenti di entrambe le materie. Il contenuto di alcune di queste disposizioni, come il loro grado di attuazione, non ha comunque soddisfatto le aspettative dei media e dei leader politici. Di conseguenza, il legislatore ha agito varando la Legge sulla *Disclosure* della Remunerazione del Consiglio di Amministrazione (*Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen*, VorsOG) nel 2005 e la Legge sull'adeguatezza della remunerazione del Consiglio di Amministrazione (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, VorstAG) nel 2009. Questi provvedimenti paralleli su un argomento che è anche affrontato dal Codice solleva la questione fondamentale se il principio del "comply or explain" sia davvero rispettato dal legislatore o se il Codice tedesco di *Corporate Governance* sia solo visto come un primo passo di regolamentazione che è seguito da "hard law" nel caso in cui il tasso di conformità allo stesso resti abbastanza basso. Finora, i partiti ed i leader politici in Germania hanno confermato di credere fundamentalmente nell'approccio di soft law con riguardo alle problematiche affrontate nel codice e che, in linea di principio, vorrebbero astenersi dal passare oltre gli standard del Codice. Solo gli sviluppi futuri potranno mostrare, comunque, se gli interventi legislativi in questo settore rimarranno rare eccezioni o si intensificheranno. In quest'ultimo caso, l'idea di un Codice tedesco di *corporate governance* come mezzo importante di autoregolamentazione delle questioni di *governance* potrebbe diventare obsoleta.

### 1.4.12 Crisi finanziaria e movimenti di corporate governance

La Germania, come molti altri Paesi del mondo, ha impiegato dai primi anni novanta, e specialmente nell'ultimo decennio, sforzi notevoli per migliorare la qualità e l'efficienza del sistema di amministrazione e supervisione delle società azionarie. Questi sforzi, sia a livello nazionale che internazionale, sono stati etichettati come "movimentazione della corporate governance"<sup>198</sup>. È interessante ed abbastanza sconcertante notare che nello stesso periodo di tempo è sorta la più drammatica crisi finanziaria dalla grande depressione. Questi due sviluppi paralleli danno seri motivi per discutere circa cosa sia andato male con la movimentazione della corporate governance

---

<sup>198</sup> HOMMELHOFF P., *Die OECD-Principles on Corporate Governance - ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der Deutschen Corporate Governance-Bewegung*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2001, 30, pp. 397-446.



e quali lezioni debbono impararsi per evitare o almeno attenuare crisi tanto minacciose in futuro. Gli argomenti che sono stati affrontati a questo proposito includono, tra l'altro, la rivisitazione della controversia tra l'approccio degli azionisti e quello degli stakeholder alla *corporate governance* per assicurare la creazione di valore stabile piuttosto che quello a breve termine<sup>199</sup>; questioni contabili come, ad esempio, i problemi legati al fair value; l'ulteriore miglioramento della qualificazione, indipendenza e motivazione dei membri del consiglio di amministrazione e di quello di sorveglianza; la progettazione adeguata di sistemi incentivi di regolazione del rischio; ed infine, ma non di minore importanza, il rafforzamento della responsabilità personale dei top managers che impiegano il denaro di altri, e cioè, degli azionisti.

#### **1.4.13 Conclusioni sul sistema tedesco**

Molti sviluppi della *corporate governance* hanno avuto luogo in Germania negli ultimi anni. Essi comunque non costituiscono un cambio radicale nel sistema di corporate governance. Piuttosto le modifiche regolamentari sono principalmente volte all'ulteriore miglioramento delle modalità di amministrazione e monitoraggio delle società all'interno della governance societaria in modo da attenuare i suoi aspetti negativi e svilupparne i punti di forza. A questo proposito, un ritmo incalzante nonché una crescente intensità di riforme resta sotto osservazione. Il Codice tedesco sulla *corporate governance* segna un passaggio importante in questo percorso di miglioramento perché la creazione di questo strumento aggiunge un nuovo livello regolamentare al contesto della governance societaria che non era ancora stato impiegato in Germania. La recente crisi dei mercati finanziari ha indicato l'importanza di una buona governance e la sua adeguata implementazione. Basandosi sull'esperienza, esistono *standard* che devono essere rivisti e nuovi standard che devono essere aggiunti. Ci si può aspettare che queste esperienze comporteranno ulteriori sviluppi del contesto regolamentare della corporate governance e della sua prassi, il cui dibattito resta dunque ampiamente aperto.

### **1.5 PROPRIETA' E CONTROLLO IN FRANCIA**

#### **1.5.1 Introduzione**

La *governance* in Francia è stata a lungo caratterizzata da relazioni forti tra i servizi pubblici di elite e le più grandi società private e pubbliche. Erede di Colbert e una tradizione manageriale secondo cui una pianificazione razionale da parte delle *elite* ben gestite è più efficiente dell'attività sfrenata del mercato, la riforma della *governance* è stata sotto pressione dagli anni ottanta sia nella sfera economica che politica, e la cultura liberalista francese ha lentamente preso il sopravvento. E' stata imposta una sempre più stretta separazione dei settori privato e pubblico, una sostanziale diminuzione del ruolo dello Stato, maggiore apertura ai mercati finanziari internazionali e la crescente presenza di società nella politica governativa.

#### **1.5.2 Il contesto storico della *governance* in Francia**

Il ruolo dello Stato nella vita sociale ed economica è stato spesso considerato essere parte dei tratti caratteristici della cultura francese. Al contrario dei paesi più liberali

---

<sup>199</sup> HAMBRICK D. C., v. WERDER A. e ZAJAC E. J., *New directions in corporate governance research*, Organization Science, 2008, 19, p. 381-385; v. WERDER A., *Zur Stakeholderbalance des Rechts der Corporate Governance*, in STEFAN GRUNDMANN, CHRISTIAN KIRCHNER, THOMAS RAISER, HANS-PETER SCHWINTOWSKI, MARTIN WEBER e CHRISTINE WINDBICHLER, *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag*, Munich, Beck, 2009, pp. 285-304.

anglosassoni o di quelli che sono stati fortemente segnati dal “*co-management*” e dal dialogo sociale, come la Germania o i Paesi scandinavi, la Francia - insieme ad altri Paesi dell’Europa - è stata definita come caratterizzata da una forte influenza del pubblico sulla regolamentazione economica, una politica che è stata realizzata dovunque nel mondo tramite l’influenza dei mercati e le istituzioni non statali. Non si tratta di una tesi senza fondamento ma necessita di maggiori riflessioni per evitare di interpretare erroneamente quella che è stata l’evoluzione della corporate governance. E’ di certo ovvio che lo Stato ha tradizionalmente esercitato un ruolo economico diretto dal diciassettesimo secolo attraverso la spesa pubblica e pubblici investimenti per mezzo di una politica nota come “colbertismo”, che si traduce in una certa misura in sovrapposizione delle elites economiche e pubbliche. Dagli anni quaranta, la sovrapposizione dei settori pubblico e privato è divenuta più sistematica, con la nazionalizzazione delle società considerate di importanza strategica nazionale (energia, trasporti, finanza, e così via). Come molti Paesi europei, inclusi il Regno Unito, la Francia ha assistito ad un sistema di democrazia sociale economica che ha considerato le società più grandi come un mezzo per raggiungere obiettivi di politica pubblica. In seguito, la corporate governance delle più grandi società francesi ha evidenziato la non separazione del potere politico ed economico ben oltre la tradizione colbertista.

### **1.5.3 Le origini del capitalismo nazionale**

La Francia è caratterizzata come uno Stato-nazione per il diciassettesimo secolo secondo una tendenza storica e culturale esemplificata da due elementi. Prima di tutto, la centralizzazione dei modelli decisionali - all’inizio organizzata dall’amministrazione reale prima della rivoluzione francese e poi dalla burocrazia repubblicana parigina - e in secondo luogo dalla tipica mentalità razionalista francese (detta cartesiano) che ritiene che l’ordine sociale debba essere pianificato razionalmente a priori piuttosto che essere il risultato di una mischia generale che dovrebbe portare ad un ordine a posteriori.

Questa doppia influenza del centralismo e del razionalismo ha dato origine alla moderna cultura francese della governance che mette enfasi sulla gestione con rigore ed ordine. Nella sfera politica questo ideale è stato realizzato dall’organizzazione napoleonica posta in essere dopo la rivoluzione francese, essa stessa fortemente influenzata dal modo in cui le elite concepivano i principi della governance. Il risultato è stato una forte centralizzazione delle decisioni a Parigi, una rigida organizzazione piramidale delle deleghe di potere; la preminenza della legge su tutti i tipi di insediamenti privati e la forte influenza degli ingegneri esperti nei settori della fisica e delle scienze matematiche. Napoleone promulgò il codice civile che chiarificò e sistematizzò il precedente codice e le leggi; riorganizzò le strutture politiche in prefetture il cui compito era l’attuazione delle politiche decise dall’amministrazione centrale. Fondò anche l’*Ecole Polytechnique* che è stato ritenuto un tempio per l’educazione dell’elite politica ed economica fino ad oggi: a tutt’oggi, il 25% degli amministratori nei consigli della più grandi società francesi sono allievi di questo istituto. L’emergenza francese del diciannovesimo secolo coincise con la rivoluzione industriale ed una crescita del numero delle società private. Emerse una nuova *elite* capitalista che prese le distanze dalla vecchia aristocrazia, diversamente da quanto avveniva nel Regno Unito. Questa elite iniziò a entrare nel mercato commerciale con competenza scientifica ed impegno. La borghesia sottolineò la propria legittimazione fondata sul merito personale e sviluppò una ideologia di progresso scientifico e tecnologico, considerata unica fonte di ispirazione per le decisioni economiche e politiche.

L'influenza degli ingegneri razionalisti sulle società francesi era costituita essa stessa dalle origini della rivoluzione industriale. Fin dall'inizio del capitalismo francese la governance delle società è stata nelle mani e sotto il dominio di ingegneri e scienziati, entrambi capaci di innovazioni tecniche ma anche di un'amministrazione razionale. Questo approccio positivista è stato adottato dalle scuole di ingegneria, che hanno prodotto ed ancora producono, per più degli ultimi due secoli, la maggior parte dei managers delle più grandi società francesi.

La governance delle società francesi è stata a lungo considerata essere affare degli esperti nei settori tecnici e scientifici anche perché essi sono in grado di giustificare la logica alla base delle proprie decisioni. Questo tratto caratterizza fortemente la governance "à la français" insieme con l'influenza dello Stato. Infatti, i forti legami che collegano le società più grandi allo Stato sono stati resi parzialmente possibili perché la stessa elite di ingegneri ha ricoperto posti sia nel settore pubblico che in quello privato. E' anche importante ricordare che la Francia è stata la terra di nascita di forme ideologiche di liberalismo economico molto importanti come quella di Jean-Baptiste Say e Frédéric Bastiat. La Francia è la patria del *laissez faire*, coniato dall'economista Vincent de Gounay.

Lungi dall'essere in contraddizione con lo Stato centralizzato e la cultura razionalista, il liberalismo francese glorifica la razionalità economica dei soggetti che decidono individualmente. Questa interpretazione del liberalismo è responsabile in gran parte del limite al ruolo politico dello Stato, non nel nome del mercato ma della logica dei leader economici.

#### **1.5.4 Il trionfo del managerialismo dopo la Seconda Guerra Mondiale**

Dopo la seconda guerra mondiale, l'emergenza delle società moderne<sup>200</sup> portò alla governance manageriale (managerialismo). Con la separazione della proprietà e del controllo, i managers accrebbero la propria influenza a scapito degli azionisti. Il managerialismo in Francia trasse la propria forza dalle radici della governance in stile francese - uno stato centralizzato e una elite potente di ingegneri.

Da una parte, il ruolo dello Stato negli affari economici si rese necessario per assicurare la ricostruzione del dopoguerra e per definire la regolamentazione dell'economia. Durante quello che fu un momento importante nella storia della filosofia societaria della Francia - il 1944 - il Comité de Résistance, che era composto di diversi gruppi come i "nazionalisti repubblicani", comunisti e cattolici, trovò l'accordo su un programma di governo che includeva la nazionalizzazione di quelle industrie considerate di importanza vitale per il paese, come le ferrovie, i trasporti aerei, e la produzione elettrica. Questa legislazione, alla fine, non trovò però applicazione al sistema finanziario, dopo un acceso dibattito. Nondimeno, data l'assenza di mercati finanziari, l'investimento delle più grandi società fu sottoscritto dalle banche, organizzate all'interno del contesto delle potenti istituzioni di finanza pubblica come la *Caisse des Dépôts et Consignations* ed il *Credit National*. Il governo fu così capace di giocare un ruolo diretto nelle potenti società controllate dallo stato. Le politiche economiche portarono ad investimenti massicci in idroelettricità e potere nucleare, oltre alla costruzione di ferrovie ed autostrade moderne per oltre trent'anni. All'inizio degli anni ottanta lo Stato controllava circa 4000 delle più grandi società francesi.

Dall'altra parte, la nuova economia (le più grandi società) e il contesto politico (il ruolo dello Stato nella ricostruzione e il conseguente sviluppo del Paese) diedero all'elite degli ingegneri l'opportunità di ottenere potere sia dalle aree principali della vita

---

<sup>200</sup> BERLE A. A. e MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Publishing Co., 1932; VEBLEN T., *The Engineers and the Price System*, New York, Viking, 1921.

pubblica sia dalle industrie nazionali. Il managerialismo trovò terreno fertile all'interno della tradizione razionalista francese che diede origine ad una casta di top managers altamente impegnati nella creazione di una economia mista che usava sia le risorse di società grandi che quelle della regolamentazione pubblica. Negli anni 1950-1970 il capitalismo francese fu gestito da una elite manageriale che poteva spostarsi facilmente da posizioni pubbliche al management delle più grandi società private o pubbliche<sup>201</sup>. La governance tecnocratica delle maggiori società era fondata su esperienza tecnica, indebitamento finanziario attraverso le banche, fedeltà dei *top managers* alle proprie società e una forma di nazionalismo economico che era basata sui grandi “colossi nazionali” (EDF-GDF per l'elettricità ed il gas, Elf per la benzina, Charbonnage de France per l'estrazione del carbone, Air France, la SNFC (autostrade), la CEA per l'energia atomica o la CDC per la finanza, e così via). La creazione nel 1945 della *Ecole Nationale d'Administration* (ENA) illustra perfettamente questo periodo: questa istituzione effettivamente per decenni ha addestrato le elite sia della sfera politica che di quella economica.

Questo processo strutturale sfociò in un *gap* via via più grande tra, da una parte, le più grandi società organizzate e amministrate secondo il modello della pubblica amministrazione e quelle governate da un numero abbastanza ristretto di tecnocrati “grandi proprietari”, e dall'altra, dalle società private di piccole o medie dimensioni che erano gestite da imprenditori o tradizionali famiglie. Questa distinzione tra le maggiori società, considerate fossero di “proprietà statale”, e le società imprenditoriali medie e piccole, considerate varamente private, rappresenta ancora una distinzione comune nella mentalità francese. Così, tra il 1945 e l'inizio degli anni ottanta, la governance in Francia rimase sottomessa a quello che è stato spesso chiamato lo spirito del Comité de Libération. Questo spirito consistette di un bilanciamento socio-economico condiviso: gli interessi economici nazionali furono garantiti dalle maggiori società e dalla burocrazia statale, mentre per tutti si stabilì un sistema di protezione sociale generoso. A una casta di leader privati e pubblici preminenti venne incaricata di completare questo programma e costituire quello che Pierre Bourdieu chiamò la “nobiltà dello Stato”. Questo equilibrio venne messo in discussione all'inizio degli anni ottanta.

### **1.5.5 I mutamenti degli anni ottanta**

Come molti altri Paesi occidentali, l'economia della Francia è stata sottoposta ad un profondo mutamento negli anni ottanta e, di conseguenza, così anche il suo sistema di corporate governance. Le cause di ciò includono l'emergenza dei mercati finanziari, la massificazione degli azionisti (tanto la dispersione dell'azionariato quanto la crescita del numero degli azionisti<sup>202</sup>), i profitti delle società sempre più usati per finanziare il sistema pensionistico, e la globalizzazione delle società e dei mercati che ha contrastato il ruolo del capitale nazionale e che ha favorito nuove grandi società di ampiezza internazionale. A questi cambiamenti economici e finanziari possono aggiungersi la rottura ideologica dovuta alla crisi degli anni settanta, la sfida alle politiche keynesiane e, con esse, l'influenza dello Stato sull'economia. Così si è assistito al sorgere di un'ondata neoliberale che ebbe inizio negli Stati Uniti prima di diffondersi al Regno Unito, e dalla quale la Francia non è stata risparmiata. Gli stessi cambiamenti sono avvenuti in tutto il mondo ed hanno colpito l'economia francese e le società in modo molto forte. Il “*big bang*” in Francia ebbe inizio nel 1985 con la liberalizzazione degli scambi nel mercato azionario francese. Da allora in poi i risparmi delle famiglie

---

<sup>201</sup> BADIE B. e BIRNBAUM P., *Sociology of the State*, Chicago, University of Chicago Press, 1983.

<sup>202</sup> GOMEZ P.-Y. e KORINE H., *Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.

vennero diretti verso i mercati finanziari a causa di una politica attiva che portò alla creazione di fondi di investimento di massa, prima da parte delle banche in mano pubblica, e poi dalle banche private. Una politica fiscale altamente attrattiva permise a milioni di famiglie di acquisire quote dei fondi comuni di investimento. La Francia salì vertiginosamente al terzo posto nella classifica mondiale dei prodotti finanziari. A metà degli anni ottanta, il 50% delle società di investimento era finanziato dai mercati, rispetto al 10% del 1970.

La capitalizzazione del mercato esplose dal 5,4% del PIL nel 1974 al 110% nel 2000 e il numero di società quotate sul mercato aumentò a 1200 prima di stabilizzarsi sulle 800 all'inizio del nuovo millennio. Il mercato dei risparmi francesi nondimeno rimase troppo stretto per i bisogni delle società mondiali, e l'apertura fornita dalla globalizzazione finanziaria fu molto incoraggiata dai governi seguenti. Nel 1990, e con metà della capitalizzazione posseduta dagli investitori stranieri, il livello di apertura ai capitali stranieri divenne uno dei più alti al mondo<sup>203</sup>. Il finanziamento delle società quotate si trasferì dalle banche in mano pubblica ai mercati globalizzati. Queste trasformazioni estremamente rapide portarono a due metamorfosi abbastanza radicali nel contesto della governance in Francia: una massiccia riduzione del ruolo dello Stato e la messa in discussione degli ingegneri "leader".

### **1.5.6 Massiccia riduzione del ruolo dello Stato**

Paradossalmente, l'inizio degli anni ottanta fu anche segnato da un'ondata senza precedenti di nazionalizzazioni, con banche ed industrie chimiche aggiunte alla lista dei settori già sotto il controllo statale. Questa politica venne realizzata da una nuova alleanza governativa tra socialisti e comunisti che salirono al potere nel 1981. Andando contro il buon senso di quanto avveniva negli Stati Uniti e nel Regno Unito, la Francia sembrava orientarsi in una direzione che andava contro il neoliberalismo. Questo paradosso fece una grande impressione sugli osservatori esteri ed ha spesso portato ad una interpretazione contro direzionale dell'economia francese negli ultimi trent'anni.

Questo periodo di nazionalizzazione è stato infatti molto breve. Dal 1985 è stata realizzata una politica di privatizzazione dai socialisti stessi, continuata dai successivi governi, di qualunque colore politico, e fino ai nostri giorni. Il numero di società possedute dallo Stato è precipitato da 3550 a meno di 800 tra il 1986 e il 2008<sup>204</sup>. Attività bancaria, energia, produzione di acciaio e settore chimico, trasporto aereo e parte del sistema di trasporto viario, si sono mossi nella rete del dominio privato dalla fine degli anni ottanta. Con la privatizzazione delle banche e l'apertura dei mercati finanziari internazionali, la CDC<sup>205</sup> ha perso la sua potente influenza anche se è riuscita a mantenere una quota in alcune società considerate politicamente sensibili. Parallelamente, il ruolo economico della politica pubblica è stato anche contestato ma è stato soprattutto limitato dalle dimensioni del deficit pubblico, che ha raggiunto i 140 bilioni di euro nel 2009, lasciando al governo poco spazio per la manovra. Così, come in altri Paesi europei, la Francia ha assistito alla sostanziale riduzione del potere del governo; una riduzione sempre più importante vista la considerevole influenza che questo aveva esercitato durante il periodo precedente.

L'osmosi tra "nobiltà di Stato" e i leader delle più grandi società francesi si indebolì come conseguenza del declino del ruolo dello Stato. Prima di tutto, il monopolio di cui

---

<sup>203</sup> PONSSARD J.-P., *La montée des fonds d'investissement étrangers*, Le 4-Pages del statistiques industrielles no. 147, Paris, Ministère de l'Economie, des Finance et de l'Industrie, 2001.

<sup>204</sup> LOISEAU H., *1985-2000: quinze années de mutation du secteur public d'entreprises Synthèse des statistiques d'entreprises*, Revue Insee Première, n. 860, July, 2002.

<sup>205</sup> *Caisse des Dépôts et Consignations*.

godeva l'ENA è stato fortemente criticato, ed il prestigioso college ha progressivamente perso la sua credibilità nel corso degli ultimi venti anni. A metà 2005 nove dei quaranta amministratori delegati delle più grandi società erano stati allievi dell'ENA<sup>206</sup>. Allo stesso tempo la privatizzazione seguita dalla rapida apertura dei capitali delle maggiori società portò all'emergenza di una élite nuova e più globalizzata, la cui esperienza fosse nella finanza piuttosto che nell'approccio degli ingegneri. La *Ecole Polytechnique*, che è ancora un "tempio" per la formazione dell'élite - 15 dei 40 amministratori delegati più importanti provengono da questo istituto - è diventata uno dei più prestigiosi centri di ricerca e formazione al mondo in finanza dei mercati, mettendo le conoscenze matematiche degli ingegneri a disposizione dei nuovi prodotti finanziari. L'immagine tradizionale degli ingegneri potenti che spendevano la maggior parte delle proprie carriere nelle società fu erosa all'inizio degli anni novanta da una nuova generazione di leader che erano più giovani e più pronti ad accettare lo status globalizzato delle proprie società a scapito delle preoccupazioni nazionalistiche.

Ciò risultò nella discussione di una già lunga tradizione di relazioni tra gli interessi della nazione e quelli delle società di larghe dimensioni considerate baluardi nazionali; portò infine alla modificazione radicale del modo di governare le maggiori società francesi. Una nuova élite societaria giunse al potere all'inizio degli anni novanta orientandosi verso gli interessi transnazionali delle proprie società, sempre andando contro gli interessi nazionali laddove considerato necessario. Jean-Marie Messier, magnate fiammeggiante della Vivendi Universal dal 1996 al 2002, divenne l'icona di questo cambiamento nelle *élites* societarie: sebbene alunno del politecnico e dell'ENA, egli simboleggiò per un'intera generazione l'archetipo del nuovo amministratore delegato internazionale e orientato alla finanza. Allo stesso tempo, eventi di grande esposizione mediatica come nel 1999 la perdita della *Michelin* di 7500 lavori (e si trattava di una società familiare anche e ancora coinvolta nell'approccio "*made in France*"), solo dopo l'annuncio di profitti record di 2 miliardi di euro ed un balzo del 12,5% del prezzo delle sue azioni hanno lasciato il segno nella attuale cultura commerciale francese come simbolo delle società orientate alla finanza. L'emancipazione della *corporate governance* dalla *governance* pubblica fece sì che fossero necessarie nuove norme per stabilire i diritti e i doveri dell'élite societaria che aveva assunto i ruoli di vertice: e ciò aprì in Francia un nuovo capitolo sulla *corporate governance*.

### **1.5.7 Corporate Governance dal 1990 e struttura del capitalismo in Francia**

E' difficile giudicare le regole della *governance* in un dato Paese senza conoscere la struttura proprietaria in generale delle sue società. Come la maggioranza dei Paesi continentali europei - ma si può ragionare così anche nel contesto anglosassone - la Francia è caratterizzata dalla larga percentuale di società con un azionista di maggioranza, quello che incide sostanzialmente sulle istanze specifiche relative alla *governance*.

Secondo dati raccolti nel 2009<sup>207</sup>, delle 2870888 società intervistate dall'*Institut Nationale des Statistiques et Études Économiques* (INSEE), 1405090 non avevano dipendenti, 1227645 tra 0 e 10 dipendenti, 236325 tra 10 e 500, e 1828 avevano più di 500 dipendenti. Come avviene nella maggior parte dei Paesi del mondo, i commercianti più piccoli rappresentavano la maggioranza. Ed ancora, le società con più di 250 impiegati rappresentavano il 58% del PIL. La Francia possiede quindi una diffusione abbastanza ampia delle dimensioni societarie, meno che in Italia ma più che in Germania dove le società di media dimensione costituiscono la maggioranza. La

<sup>206</sup> CHABI S. e MAATI J., *The small world of the CAC 40*, Banque & Marchés, 2006, 82, pp. 41-53.

<sup>207</sup> Fortune, *Annual Ranking of World's Largest Companies*, 20 luglio 2009.

demografia delle società in Francia può essere descritta come una piramide con un'ampia base di imprese molto piccole e, al vertice, un peso finanziario preponderante costituito da poche dozzine di società estremamente grandi. Nel 1995, nella classifica mondiale delle 100 società con più fatturato c'erano 13 società francesi, contro 11 inglesi, 13 tedesche, 10 giapponesi e 60 società americane, il che dimostra la forza relativa dei grandi gruppi nazionali francesi.

Ben 791 società erano quotate sull'Euronext Paris nel 2009 e 133 (0,2% delle piccole e medie imprese) erano quotate sull'AlterNext, un mercato per società di dimensioni medio-grandi, che richiede una capitalizzazione del flottante di minimo 2,5 milioni di euro. A parte AlterNext, 658 società quotate sono divise in tre compartimenti di mercato: il compartimento A se la società ha più di 1 miliardo di euro di capitalizzazione, in quello B se la sua capitalizzazione è tra 150 milioni ed un miliardo, e in quello C per capitalizzazioni inferiori ai 150 milioni di euro. L'indice di riferimento NYSE Euronext è il CAC 40, che considera le 40 capitalizzazioni maggiori nel mercato. Nonostante la politica del nucleo di partecipazione che esisteva nella prima metà degli anni novanta sia stata progressivamente abbandonata, i rapporti patrimoniali tra le più grandi società rimangono forti. Per esempio, la Nestlé controlla il 27% de L'Oréal, L'Oréal e la Total insieme controllano il 24% di Alstom, e l'Alcatel e la Dassault Systems controllano il 15% della Thales. Nonostante la legge proibisca alle banche di possedere oltre il 5% del capitale di una società, le società bancarie e assicurative sono coinvolte nella proprietà delle società più grandi e costituiscono il "network commerciale". Così, BNP Paribas è presente nel capitale di Lagardère, Peugeot e Vivendi; il Credite Agricole partecipa a Suez, e Veolia ed Axa partecipano al capitale della BNP Paribas e della Saint-Gobain.

Quanto alle società in mano allo Stato, si è detto che la Francia ha attuato una politica di rapide privatizzazioni dagli anni novanta. Nonostante 870 società controllate dallo Stato rappresentassero almeno il 3,5% delle imprese in Francia nel 2008, l'effetto concentrazione è ancora una volta evidente perché le tre società in mano pubblica più grandi - La Poste, la SNFC<sup>208</sup> e la EDF<sup>209</sup> - controllavano 467 società ed avevano 578400 dipendenti, cioè il 75% degli impieghi di tutte le società controllate dallo Stato. Nondimeno, lo Stato ancora controlla larghe quote del capitale nelle più grandi società pubbliche: Areva (93%); Aéroport de Paris (68%); France Télécom (32,5%); Alcatel (4,1%); Dexia (8,9%); Renault (15,3%); Thales (3,3%); Veolia Environnement (12,8%); Air France - KLM (18%); CNP Assurances (37%); Safran (39%). Questa proprietà statale è gestita dall'Agence de Participation de L'Etat (APE) nel quadro di forte ritorno sul capitale dovuto al bisogno di fare cassa dello Stato per ripianare il debito pubblico. Dal 2008, un nuovo Fond d'Investissement Stratégique (FSI) con 20 miliardi di euro di fondo ha permesso allo Stato di supportare le società in difficoltà o di contrastare le scalate ostili su quelle società considerate di interesse strategico nazionale. Comunque, ciò appare come una politica opportunistica dovuta alla crisi, come avvenuto in molti altri Paesi occidentali, piuttosto che un ritorno ad un'imponente proprietà statale.

Circa 6,7 milioni di individui posseggono azioni nelle società quotate sul mercato, rappresentando il 10% del totale della capitalizzazione del CAC40 e il 25% della popolazione francese<sup>210</sup>. La loro partecipazione alla governance delle società è inconsistente tranne che per casi eccezionali come l'Euronext nel 2004. Il numero di

---

<sup>208</sup> Société nationale des chemins de fer.

<sup>209</sup> Électricité de France.

<sup>210</sup> TNS Sofres research for NYSE-Euronext, TNS Sofres, 2008.

piccoli investitori che hanno investito nel capitale delle società internazionali è significativo: per esempio 360000 singoli azionisti di Air Liquide o i 4,5 milioni di azionisti risparmiatori della EDF. Associazioni come la ADAM<sup>211</sup> o l'APPAC<sup>212</sup> stanno tentando di agire collettivamente. Nonostante la proporzione dei loro investimenti sia bassa, essi rappresentano l'origine di un influente movimento sociale e, occasionalmente, di protesta dell'opinione pubblica.

La Francia si fa notare perché ha uno dei tassi più alti al mondo di apertura ai capitali stranieri. Quasi la metà della capitalizzazione del mercato delle 250 più grandi società francesi è posseduta da investitori stranieri. Per quanto riguarda i più grandi tra questi, il 39,2% della capitalizzazione del mercato delle società del francese CAC 40 è controllato da azionisti che non sono residenti in Francia<sup>213</sup>. La provenienza dei capitali stranieri è per il 20% dall'Eurozona, per il 14,6% dagli Stati Uniti e per il 6% dal Regno Unito.

Grazie a politiche pubbliche favorevoli, oltre all'alto livello di privatizzazioni che ha avuto luogo negli anni ottanta, in Francia si è sviluppato l'azionariato dei dipendenti. Tra le 100 società europee ai primi posti per l'azionariato dei dipendenti, 32 sono francesi<sup>214</sup>. E' anche vero che questo fenomeno si concentra nei gruppi più grandi e non rappresenta più del 2,5% della capitalizzazione del mercato delle società quotate. L'azionariato ai dipendenti riguarda il 20% delle società con più 1000 dipendenti ed il 30% delle società quotate, ma solo il 2% delle società più piccole con meno di 50 dipendenti sono coinvolte. Gli azionisti-dipendenti rappresentano gli azionisti di maggioranza in 15 società del CAC 40.

Una grande maggioranza di società francesi sono "familiari" nel senso che una famiglia possiede una quota significativa del capitale, cioè, è in grado di esercitare un'influenza sul management della società, e che i valori della società sono considerati come "valori familiari". Delle società più piccole, il 64% si considera sotto il controllo familiare<sup>215</sup>. Comunque, come nel caso di molti Paesi, la quantità di capitale detenuto dalle famiglie nelle più grandi società è diminuita nettamente ed è stimata minore del 5% della capitalizzazione del mercato CAC 40. Tra l'altro, il potere del capitalismo familiare è ancora alto. Le società più grandi al mondo come Michelin, Carrefour, Auchan, PPR-Gucci, Publicis o Lagardère hanno dei blocchi familiari come azionisti di maggioranza. Le relazioni di questi gruppi familiari con altre società tramite incroci nei rispettivi consigli di amministrazione hanno anche creato potenti legami commerciali.

Il settore dell'economia sociale è costituito da 200000 società e 2,1 milioni di persone impiegate nel 2006, il che costituisce il 10% dei lavoratori in Francia<sup>216</sup>. Si tratta principalmente di società no profit senza capitale come associazioni, o con principi di governance specifici come le cooperative (in cui vige il criterio un dipendente un voto). Questi tipi di società sono particolarmente presenti nel settore bancario (Crédit Agricole, Caisses d'épargne, Crédit Mutuel) ed assicurativo (Macif, Gan). E' comunque interessante notare che le più grandi società finanziarie quotate come la banca Crédit Agricole o il gigante assicurativo AXA sono parzialmente posseduti da "mutuelles".

---

<sup>211</sup> *Association de Défense des Actionnaires Minoritaires.*

<sup>212</sup> *Association des Petits Porteurs Actifs.*

<sup>213</sup> SERVANT F., *La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008*, Bulletin de la Banque de France, 2009, 176(2).

<sup>214</sup> FEAS, *Annual economic survey of employee ownership in European countries in 2009*, Fédération Européenne des Actionnaires Salariés, Brussels, 2009, [www.efesonline.org](http://www.efesonline.org).

<sup>215</sup> IFGE, *Le gouvernement d'entreprise dans les PME-PMI françaises non cotées: quelques résultats de l'enquête Gouvernance APM*, 2007, [www.ifge-online.org](http://www.ifge-online.org).

<sup>216</sup> GAUDRON G., *L'économie Sociale Emploie un Salarié sur Dix en 2006*, INSEE Première, N. 1224, february, 2009.



Tre elementi chiave emergono dalla struttura del capitalismo francese. Primo, la popolazione societaria si divide in un piccolo numero di società molto grandi ed una moltitudine di piccole società; tra questi estremi c'è un settore abbastanza stretto di imprese di medie dimensioni, delle quali l'80% non è quotato. E' nella prima categoria che sono sensibilmente diminuiti i forti legami tra le elites private e pubbliche. Le altre due categorie sono più spesso guidate dai fondatori o dai loro successori, o fortemente influenzate dalle famiglie dei fondatori. Questa forte opposizione culturale tra grandi società globalizzate e società di media dimensione è molto sentita in Francia ed un osservatore esterno dovrebbe tenerla a mente per evitare di attribuire specifiche caratteristiche delle società più grandi all'intera corporate governance della Francia. In secondo luogo, il capitalismo francese è caratterizzato dall'esistenza di azionisti di riferimento in tutte le categorie di società. Il 72% delle società francesi ha solo un azionista, che limita da solo le tradizionali domande della governance relative allo scontro tra proprietà e controllo ma che porta anche nuovi problemi. Delle 250 società quotate più grandi, solo il 3% ha un azionista che detiene meno del 5% del capitale, cioè la classica soglia che si ritiene rappresenti un capitale fortemente diluito. Il 75% di queste hanno un azionista di riferimento che detiene almeno il 20% del capitale e quasi la metà (47%) hanno un azionista di maggioranza<sup>217</sup>. Il capitale delle società francesi è quindi debolmente disperso. Prima della crisi, delle cento società più grandi al mondo in termini di capitalizzazione, sei erano francesi (rispetto alle 50 americane e 10 inglesi, e le 6 giapponesi).

Infine, la struttura proprietaria delle società quotate è caratterizzata da un'alta percentuale di dispersione delle partecipazioni straniere e i piccoli azionisti francesi si sono scontrati con blocchi di proprietà posseduti sia dalle famiglie, che dallo Stato o da altre società. Insomma molte società non hanno un capitale ampiamente diluito; in ogni caso, devono confrontarsi con gli attivi investitori di minoranza che si scontrano con gli azionisti di maggioranza.

### **1.5.8 Istituzioni regolamentari: *soft law* e *hard law***

E' pratica comune opporre una forma di regolamentazione anglosassone fondata sulla *soft regulation* ad una forma più continentale, e soprattutto francese, che è fondata sull'*hard law*. Questa dicotomia merita di essere criticata perché spesso porta ad una comprensione erronea della regolamentazione francese. E' un fatto che la Francia, come molti paesi europei continentali, incoraggia l'evoluzione delle pratiche attese dalla società e stabilite dalla legge che deve essere di solito una prassi accettata. Sebbene la legge è in teoria usata come strumento di pubblica chiarificazione di ciò che la gente si aspetta che accada, non è sistematicamente attuata. Solo un decreto (*décret d'application*) che porti all'applicazione di una legge obbliga i cittadini a rispettarlo. Finché il decreto non è stato emesso, la norma rimane un'indicazione di cosa fare ma non è un obbligo giuridico. Molte leggi votate in Francia non hanno visto emettere i relativi decreti di attuazione, o i decreti sono stati emessi con tanti dettagli che la legge stessa è stata spesso criticata per essere antiquata, il che avviene tipicamente quando i governi cambiano colore politico. Un osservatore estero dovrebbe quindi essere cauto nel considerare l'apparente abbondanza nella produzione legislativa della Francia e tenere a mente che una gran parte di testi legislativi produce solo effetti retorici che influenzano i comportamenti senza essere obbligatori.

Queste osservazioni generali sono particolarmente rilevanti per la *corporate governance*. Sebbene esista un certo numero di leggi, i codici di corporate governance

---

<sup>217</sup> GOMEZ P.-Y., *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises*, Report to the board of MiddleNext, Cahiers MiddleNext, July, 2009, <http://www.middle-next.com>.

hanno indubbiamente avuto più influenza sulle pratiche di *governance*. La maggior parte delle volte, le leggi sono state emanate per accelerare l'utilizzo dei codici e hanno indicato all'opinione pubblica che il *soft law* è stato attuato dalle autorità pubbliche. Come per la gran parte dei paesi occidentali, la sensibilità del pubblico alle ingiustizie sociali dovuto alla cattiva *governance* è stato amplificato dalla reazione dello Stato, come con il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, seguente agli scandali Enron e Worldcom. In questo contesto, la minaccia della legislazione si presenta con frequenza da parte del governo francese per obbligare le società ad autoregolare la propria *governance*. Così al primo codice di riferimento in Francia - la relazione *Viénot* del 1995<sup>218</sup> - seguirono due relazioni rilasciate dalla comunità commerciale (il *report Viénot II* del 1999<sup>219</sup> e il *report Bouton* del 2002<sup>220</sup>), mentre la prima legge recente di una qualche importanza relativamente alla *corporate governance* è stata votata nel 2002. Sarebbe sbagliato credere che l'origine dello sviluppo della *corporate governance* sia da attribuirsi ai poteri pubblici, quando è stata la comunità commerciale per prima ad affrontare la materia, animata in parte dall'intento di evitare interferenze statali e intraprendendo azioni che scongiurassero il bisogno di apposite legislazioni. Si potrebbe dire che i poteri pubblici usano la minaccia di legiferare in tema di *corporate governance* per incoraggiare l'auto organizzazione della comunità commerciale. L'esempio più sorprendente è stata la promulgazione del AFEP<sup>221</sup>-MEDEF<sup>222</sup> Report nel 2008, che stabilì in particolare la struttura per le nomine degli amministratori delegati e così evitò l'emanazione di una legislazione apposita paventata dal governo.

Una seconda caratteristica della regolamentazione francese è che i codici e le relazioni sulla *Corporate Governance* non sono obbligatori ma dispositivi, secondo un principio di libertà individuale tanto caro al Paese della rivoluzione francese. Questa passione per la libertà individuale è parte del patrimonio culturale che le recenti evoluzioni hanno chiamato in causa sotto la pressione di vincoli internazionali, ma che sono anche state rafforzate dalla recente ondata di neoliberalismo che ha investito la Francia dagli anni novanta. La cultura dell'indipendenza rimane abbastanza forte anche se le più grandi società hanno alla fine adottato lo stesso tipo di pratiche.

### **1.5.9 Le fonti sulla *corporate governance* in Francia**

L'emergenza di preoccupazioni relative alla *corporate governance* è in linea con l'evoluzione generale del mondo occidentale. All'inizio degli anni novanta la *corporate governance*, che era prima considerata come una "mania" importata dagli Stati Uniti, si impose come nuovo modo di gestione delle società prendendo in considerazione gli azionisti e, più in generale, le nuove responsabilità delle società faccia a faccia con i mercati e la collettività. Sin dall'inizio del capitalismo questo è stato un argomento molto delicato in Francia. Il Codice Civile del 1802 aveva già definito la società tanto come organizzazione privata al servizio dei suoi proprietari, tanto come luogo di *affectio societatis* con un ruolo da giocare faccia a faccia con tutti i suoi *stakeholders* oltre alla comunità in generale. Questa doppia responsabilità è rimasta influente su molte foni elaborate negli ultimi decenni.

Quanto ai report, dal 1995 ne sono stati pubblicati cinque principali. *Viénot I* (1995), *Viénot II* (1999) e *Bouton* (2002) sono tre codici sviluppati da una commissione composta unicamente da amministratori delegati del CAC 40 e presieduta dai successivi

---

<sup>218</sup> VIÉNOT, *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*, Paris: AFEP MEDEF, 1995.

<sup>219</sup> VIÉNOT, *Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise*, Paris: AFEP MEDEF, 1999.

<sup>220</sup> BOUTON D., *Pour un Meilleur Gouvernement des Entreprises Cotées*, Paris: AFEP MEDEF, 2002.

<sup>221</sup> *Association Française des Entreprises Privées*.

<sup>222</sup> *Mouvement des Entreprises de France*.

presidenti della *Société Générale*. Esse si sono concentrate sulle pratiche del consiglio di amministrazione e del comitato, sull'indipendenza degli amministratori, e sulla remunerazione dell'amministratore delegato. Il codice AFEP-MEDEF del 2008 si concentra particolarmente sul contesto della remunerazione dell'amministratore delegato. Sulla scia delle ricorrenti denunce che il codice precedente era stato essenzialmente predisposto da e per le società di grandi dimensioni, la prima relazione è stata redatta da un accademico<sup>223</sup> nel 2008, per definire le guide linea di governance applicabili a tutti i tipi di società. Basandosi sulle linee guida, MiddleNext, l'influente associazione di società quotate a media capitalizzazione, nel 2009 ha pubblicato il codice di governance MiddleNext per società piccole ed a media capitalizzazione<sup>224</sup>. L'Autorità di regolamentazione del mercato, cioè l'AMF<sup>225</sup>, stabilisce che le società quotate (escluse quelle sull'AlterNext) facciano riferimento ad uno di questi due codici (l'AFEP MEDEF o il MiddleNext) come punto di riferimento per le proprie relazioni annuali, secondo la logica del "comply or explain". Il codice AFEP MEDEF è principalmente il punto di riferimento per le società molto grandi mentre il codice MiddleNext è usato dalle altre società quotate.

A livello della legislazione, quattro interventi legislativi<sup>226</sup> importanti hanno contribuito alla recente riforma della corporate governance. Il più datato (del 1967) ha provveduto alla corporate governance delle società per azioni, dando loro la possibilità di scegliere tra due forme di governance: il sistema ad un livello, con un consiglio di amministrazione, o il sistema a due livelli, con un consiglio di sorveglianza ed un consiglio di gestione. La legge del 1999 che è stata rivista nel 2008 ha autorizzato tutti gli enti costituiti a creare "società azionarie semplificate" o "société par actions simplifiée", c.d. SAS. Questa struttura giuridica permette alle società una grande libertà di organizzazione del proprio sistema di corporate governance nella maniera che ritengono opportuna (per esempio, con o senza un consiglio). Comunque, la SAS riguarda solo le società non quotate.

La legge del 2001 stabilisce la separazione delle funzioni dell'amministratore delegato e del presidente del consiglio di amministrazione senza rendere tale misura obbligatoria. Essa impone le raccomandazioni del Report Viénot II che limitava il numero degli incarichi da amministratore in cinque per ogni persona; ed ha anche insistito sulla *disclosure* pubblica delle informazioni e dei diritti spettanti agli azionisti. La legge del 2003 ha imposto la pubblicazione della relazione annuale del presidente sullo stato del controllo interno per tutte le società quotate, ed ha anche obbligato le società a fornire dettagli nelle relazioni annuali relativamente alle proprie strategie di responsabilità sociale. Infine, la legge del 2005 ha rafforzato la trasparenza dei compensi all'amministratore delegato e agli altri amministratori obbligando le società alla pubblicazione delle remunerazioni individuali nelle relazioni annuali, includendo compensi fissi variabili ed extra, oltre all'indicazione dei criteri utilizzati per fissarli.

#### **1.5.10 Principi di governance e applicazione pratica**

Possiamo esaminare quattro punti importanti nelle pratiche di *corporate governance* che riguardano prima i "top executives" (e la separazione delle funzioni tra presidente ed amministratori delegati, nonché la remunerazione degli amministratori delegati) e in

---

<sup>223</sup> GOMEZ P.-Y., *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises*, Report to the board of MiddleNext, Cahiers MiddleNext, July, 2009, <http://www.middlenext.com>.

<sup>224</sup> MiddleNext, *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, Cahiers MiddleNext, November, 2009, <http://www.middlenext.com>.

<sup>225</sup> *Autorité des marchés financiers*.

<sup>226</sup> Nel 1967, 1999, 2003 e 2005.

secondo luogo il consiglio di amministrazione (nella sua composizione e struttura). Descriviamo, per ogni argomento, la prospettiva legislativa (imperativa per tutte le società), cosa raccomanda il codice AFEP-MEDEF (regole per le 100 società più grandi), e cosa dispone il codice MiddleNext (regole per le 600 società quotate a media capitalizzazione); si cerca di mettere in rilievo quali pratiche siano state osservate negli ultimi anni.

### 1.5.11 Top executives

Quanto alla separazione delle funzioni del presidente e dell'amministratore delegato, la legge del 1967 offre la possibilità di scegliere sia un sistema ad un livello, e quindi un unico *conseil d'administration* nel quale presidente ed amministratore delegato possono coincidere o meno, sia un sistema a due livelli, ed in questo caso avremo un consiglio di gestione (*directoire*) che un consiglio di sorveglianza (*conseil de surveillance*) dove le funzioni sono di fatto separate. Nessuna legge o codice ha invece imposto o raccomandato un approccio univoco ed in una direzione precisa a questo proposito, lasciando così alle società la libertà di scegliere. Secondo gli studi in materia<sup>227</sup>, su un campione di 94 società, il 61% sovrappone le funzioni di amministratore delegato e di presidente, l'11% separa queste funzioni all'interno del consiglio di amministrazione e il 28% le separa all'interno del consiglio di sorveglianza. La separazione si osserva più spesso in un contesto di successione controversa dell'amministratore delegato o di fusione tra società. Nella maggior parte dei casi, le società ritornano ad un sistema ad un solo livello dopo un paio di anni.

Per ciò che riguarda la remunerazione degli *executives*, la legge del 2005 ha reso obbligatoria la pubblicazione individuale e dettagliata<sup>228</sup> dei compensi dell'amministratore delegato. Il Codice AFEP-MEDEF dispone "Si raccomanda che le società diano pubblicità delle informazioni relative alle politiche di remunerazione, i criteri determinanti per i fattori variabili, la politica usata per l'attribuzione di stock options o azioni, i sistemi di pensionamento, le caratteristiche dei regimi di emergenza collettiva e il pensionamento attraverso criteri variabili". Il Codice MiddleNext dispone invece "Nelle società di piccole e medie dimensioni la remunerazione dei managers incaricati dalla società, che molte volte sono azionisti di maggioranza o soci fondatori della società, raramente è eccessiva se non altro a causa del suo impatto relativo ai risultati d'impresa". In pratica, per l'SBF 120<sup>229</sup> (le 120 società leader a maggiore capitalizzazione quotate sul mercato), la remunerazione complessiva (includendo stock options e azioni bonus) dei "top management team" nel 2008 è stata di 1,79 milioni di euro, e la remunerazione media è stata di 1,20 milioni. La remunerazione di presidenti ed amministratori delegati è stata di 3,1 milioni di euro (3,1 milioni nel Regno Unito, 3,7 milioni in Germania e 2,5 milioni in Italia)<sup>230</sup>. Per il CAC 40 la remunerazione globale dei presidenti esclusi bonus azionari e stock options è stata di 4,4 milioni di euro in media. E i non-executives sono stati pagati in media 1,14 milioni di euro (930000 euro nel Regno Unito e 250000 in Germania). Forti differenze sono significative tra le società quotate. L' Observatoire de l'Information Financière<sup>231</sup>, da un campione di 375 top executives, ha scoperto che nonostante la remunerazione annua

---

<sup>227</sup> GODARD L. e SCHATT A., *Caractéristiques ed fonctionnement des conseils d'administration français: un état des lieux*, Cahier du FARGO n. 1040201, february, 2004.

<sup>228</sup> E l'AMF ha fissato in sette tabelle i dettagli da fornire, con una raccomandazione del 22 dicembre 2008.

<sup>229</sup> *Société des Bourses Françaises 120 Index*.

<sup>230</sup> Proxinvest, *9ème rapport annuel sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, Paris, Soficom diffusion, 2009.

<sup>231</sup> Observatoire de l'Information Financière, *Zoom sur les Rémunérations de 400 Dirigeants de Sociétés Cotées*, Paris, ATH, 2009.

globale degli amministratori delegati nel compartimento A di Euronext per società quotate fosse di €1349000, era di €455000 per quelle del compartimento B e di €251000 per quelle del compartimento C. Tenendo in conto tutte le società, i dati raccolti esprimono in modo sempre più chiaro gli effetti dovuti alle disparità di dimensioni delle società. Altri studi<sup>232</sup> hanno rilevato da un campione di 200000 società che il compenso medio degli amministratori di società non quotate è di €46300; la remunerazione media di un presidente o amministratore delegato di una società con meno di 20 dipendenti è di €60700, con più di 200 dipendenti di €151400, e con più di 1000 dipendenti di €301600 l'anno.

Per quanto riguarda *stock options* e *bonus* azionari, la legge del 3 dicembre 2008 ha obbligato le società quotate a tenere in considerazione i dipendenti (ed il 90% dei dipendenti del gruppo) nei casi di attribuzione di *stock options* o *bonus* azionari ad un *top executive*. Secondo il codice AFEP-MEDEF, vengono applicate delle rigide disposizioni a riguardo, tra cui: l'ammontare totale dei piani di *stock options* non può superare il 10% del capitale al momento dell'attuazione; il numero totale dei destinatari di *stock options* e *bonus* azionari oltre al numero dei *top executives* deve essere indicato nella relazione annuale; il consiglio deve determinare la percentuale massima di *stock options* e azioni di concerto con il budget approvato dall'assemblea; le attribuzioni devono essere operate nello stesso periodo per evitare comportamenti opportunistici. Il codice MiddleNext invece dispone che "nelle società di piccole o medie dimensioni l'attribuzione di *stock options* e/o azioni sono spesso necessarie per attrarre dipendenti e amministratori di qualità. Si raccomanda che tutte o parte delle *stock options* e delle azioni attribuite ai *top executive* sia condizionata alla valutazione delle performance che riflettono gli interessi di medio e lungo termine della società". Sulla delicata materia dell'eccessiva remunerazione degli *executives*, è intervenuta una legge del 2007 che richiede che le condizioni di performance siano fissate dal consiglio di amministrazione. La legge limita la deduzione dei compensi differiti, come specificato negli articoli del codice di commercio<sup>233</sup>, a sei volte il massimale annuo di sicurezza sociale per beneficiario<sup>234</sup>. Una legge del 2008 inoltre sottopone tutti i compensi ai contributi previdenziali. Secondo il codice AFEP-MEDEF, il compenso è autorizzato solo nei casi di dimissione forzata legata al cambiamento di controllo oppure per strategia aziendale. Il compenso deve escludersi se il beneficiario lascia la società di propria iniziativa per andare a ricoprire una nuova posizione, se cambia ruolo all'interno del gruppo o se è in grado di rivendicare i suoi diritti pensionistici entro un lasso di tempo ragionevole. Lo stesso ragionamento va applicato nei casi in cui l'amministratore fallisca evidentemente nel suo incarico. Le indennità per fine incarico (incluse le clausole di non concorrenza) non possono eccedere i due anni di remunerazione (fissa e variabile). Il codice MiddleNext dispone: "Si raccomanda, nei casi in cui è stata pianificata un'indennità da risoluzione del rapporto secondo la legge, che il suo tetto massimo, dopo aver tenuto in conto ogni eventuale indennità pagata nel contesto di un contratto di impiego, non dovrebbe eccedere i due anni di remunerazione (fissa e variabile) eccetto che nei casi in cui il compenso del manager è ben noto per essere scollegato dal mercato (soprattutto nei casi riguardanti le società di recente costituzione). In pratica, le assemblee generali

---

<sup>232</sup> BROUILLET F., *Les Salaires des Dirigeants de Société et leur Évolution à Moyen Terme (1993-2003)*, INSEE, 2006.

<sup>233</sup> L. 225-42-1 e L. 225-90-1.

<sup>234</sup> Nel 2009, € 205848.

degli azionisti hanno adottato delle strategie di indennizzo per fine incarico con un tasso medio del 92,3% dei casi nel 2008<sup>235</sup>.

### 1.5.12 Il consiglio di amministrazione

Può essere interessante esaminare gli aspetti relativi alla composizione del consiglio di amministrazione, nonché circa la presenza degli amministratori non executives.

Secondo la legge del 1996, il consiglio deve comprendere tra 3 e 18 membri. Nessuna legge impone espressamente la presenza di amministratori non esecutivi. Tuttavia, l'obbligo di includere almeno un consigliere non-executive nel comitato di controllo<sup>236</sup>, comporta l'obbligo giuridico di includere membri non esecutivi nel consiglio. Il Codice AFEP-MEDEF prevede che “un consigliere esterno è indipendente quando non ha relazioni di alcun tipo con la società, il suo gruppo o la dirigenza che potrebbero compromettere l'esercizio della sua libertà di valutazione. I criteri di indipendenza per i membri del consiglio sono: non deve avere una funzione manageriale all'interno della società o del gruppo; non deve essere o essere stato nei cinque anni precedenti: dipendente o impiegato della società o di un'altra società del gruppo, funzionario di un'altra società per cui la società è organismo mandatario; non deve essere un cliente, fornitore o un importante banchiere collegato alla società o al suo gruppo o per il quale il suo gruppo rappresenti una porzione rilevante di attività; non deve avere legami familiari stretti con un funzionario della società; non deve aver partecipato ad una società di revisione per la società negli ultimi cinque anni; non deve essere membro del consiglio per più di dodici anni; non deve essere azionista di maggioranza nella società o in una controllante. Oltre una quota del 10% il consiglio deve esaminare la sua indipendenza alla luce della struttura proprietaria e l'esistenza di qualsivoglia potenziale conflitto di interessi”. Il Codice MiddleNext dà una definizione di indipendenza simile: “si raccomanda che la nomina di ciascun amministratore sia oggetto di specifica risoluzione dell'AGM e che sia decisa alla luce di sufficienti informazioni relative alla sua esperienza e competenza”. In pratica, i board delle società quotate sono in media composte da 11 membri. Il numero medio delle riunioni annuali è di sette.

Se prestiamo attenzione al CAC 40, la media del numero degli amministratori nel 2009 era di 14; e quella delle riunioni annuali di 8,2 con frequenza media agli incontri dell'84%. Il compenso medio annuo degli amministratori era di € 57000<sup>237</sup>. L'età media è di 59 anni e la percentuale di donne nei consigli del CAC 40 è del 10,5% nel 2009. Comunque, una legge introdotta nel 2010 ha reso obbligatorio per tutte le società quotate avere il 40% di donne nei propri consigli a partire dal 2016. Esaminiamo adesso la struttura del consiglio. La legge non richiede altro che gli incarichi in diverse società non siano oltre 5 per consigliere. Il Codice AFEP-MEDEF suggerisce la proporzione ottimale degli amministratori esterni cioè: “almeno la metà se il capitale è disperso e la società non ha un azionista di controllo; almeno un terzo negli altri casi”. Il Codice MiddleNext dispone invece che: “Si raccomanda che il consiglio sia formato da almeno

---

<sup>235</sup> Proxinvest, 9ème rapport annuel sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, Paris, Soficom diffusion, 2009.

<sup>236</sup> Article L. 823-19 Code du Commerce.

<sup>237</sup> GODARD L. e SCHATT A., *Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français: un état des lieux*, Cahier du FARGO n. 1040201, february, 2004; AGARDI D. e ALCOUFFE A., *Les réseaux d'entreprises en France et en Allemagne de 1992-2006*, Toulouse: les Cahiers du LIRHE, November, 2007; KAHN A., *Le capitalisme français reste aux mains d'un club très fermé*, Le Monde, 11 gennaio 2010, p. 1; AFEP MEDEF, *Rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF*, exercice 2008, Paris, novembre 2009.

due membri esterni. Il numero è ridotto a uno nei casi in cui il consiglio è composto di meno di sei membri”. Gli studi<sup>238</sup> mostrano che in pratica, i consigli di amministrazione delle società quotate contengono il 40% di membri esterni. In media il 76% delle società dell’ SBF 120 e l’81% del CAC 40 rispettavano nel 2009 la proporzione di almeno la metà dei membri come suggerito dal codice AFEP MEDEF<sup>239</sup>. E’ comune sentire che i consigli di amministrazione in Francia sono strettamente interconnessi: ciò non è falso, e non solo per le società di piccole e medie dimensioni ma anche per quelle di grandi dimensioni. Uno studio<sup>240</sup> sulle 500 società francesi più grandi (ma che si è concentrato essenzialmente sulle società del CAC 40) ha mostrato che anche prima delle recenti riforme le interconnessioni erano poche. Altri studiosi<sup>241</sup> hanno mostrato che i network di amministratori rimangono abbastanza concentrati nel CAC 40. Le più grosse società preferiscono cercare amministratori della stessa condizione e prestigio. Così la pratica degli incroci tra i consigli di amministrazione non è solo dovuta alla cultura delle élites francesi ma anche alle differenze tra le dimensioni delle società. Il risultato è che 98 amministratori controllano il 43% dei diritti di voto delle società del CAC 40<sup>242</sup>. La globalizzazione economica non ha fundamentalmente cambiato questa pratica. Comunque, si deve anche tenere in considerazione la dimensione dell’economia del Paese. Nonostante il suo relativo potere economico, la Francia ha solo 800 società quotate e circa 30 società leader al mondo. Le relazioni strette tra queste grandi società che sono state spesso create e consolidate nel tempo restano inevitabili e si rendono a volte anche necessarie.

Quanto alla durata del mandato degli amministratori, la legge non richiede alcunché, ed il codice MiddleNext non fa alcuna raccomandazione. Il codice AFEM-MEDEF dispone invece che il mandato debba durare non oltre 4 anni. Deve essere assicurata la dispersione dei mandati. Nei casi in cui la designazione o il rinnovo di un amministratore sia all’ordine del giorno dell’AGM, il fascicolo o la notifica di convocazione inviata agli azionisti deve includere i dettagli biografici.

Quanto alle regole interne al consiglio, la legge richiede solo che, “al fine di stabilire un modo per calcolare il quorum e la maggioranza per i membri del consiglio che partecipano all’assemblea per videoconferenza o con mezzi di telecomunicazione, devono essere realizzati dei regolamenti interni volti a disciplinare questi specifici aspetti”<sup>243</sup>. Secondo il Codice AFEP-MEDEF, “i regolamenti interni devono stabilire: i casi di presupposti per l’approvazione di operazioni strategiche da parte del consiglio e le procedure d’informazione del consiglio sulle situazioni finanziarie, i livelli di cash-flow e gli impegni della società; i modi di esercizio del diritto di informazione per gli amministratori e gli obblighi di riservatezza che gravano su essi”. Il Codice MiddleNext dispone: “Si raccomanda che le società si muniscano di regolamenti del consiglio di amministrazione che affrontino almeno i cinque punti seguenti: il ruolo del consiglio di amministrazione, o altrimenti, quali operazioni siano subordinate al prerequisito della autorizzazione del consiglio di amministrazione; i criteri di indipendenza per la definizione degli amministratori non esecutivi; i doveri degli amministratori

<sup>238</sup> GODARD L. e SCHATT A., *Caractéristiques ed fonctionnement des conseils d’administration français: un état des lieux*, Cahier du FARGO n. 1040201, february, 2004.

<sup>239</sup> AFEP MEDEF, *Rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF*, exercice 2008, Paris, November, 2009.

<sup>240</sup> CHANDON J.-L., *Les liens humains et financiers parmi les 500 premières sociétés exerçant en France*, Revue d’Économie Industrielle, 1989, 47(3), pp. 53-65.

<sup>241</sup> AGARDI D. e ALCOUFFE A., *Les réseaux d’entreprises en France et en Allemagne de 1992-2006*, Toulouse: les Cahiers du LIRHE, November, 2007.

<sup>242</sup> KAHN A., *Le capitalisme français reste aux mains d’un club très fermé*, Le Monde, 11 gennaio 2010, p. 1.

<sup>243</sup> Articoli L. 225-37 e L. 225-82 Codice di Commercio.

(deontologia: fedeltà, clausole di non concorrenza, disclosure del conflitto di interessi, riservatezza etc); il funzionamento del consiglio di amministrazione (frequenza, convocazioni, informazione ai membri, uso dei mezzi di videoconferenza e di telecomunicazione) e, in caso di necessità, dei comitati; regole per i compensi agli amministratori.

E' stato osservato<sup>244</sup> che dal 2008 tutte le società dell'SBF 120 hanno adottato un proprio regolamento per il consiglio di amministrazione.

Quanto alla valutazione del board, ancora una volta è nel solo codice AFEP-MEDEF che troviamo delle specifiche disposizioni. Il codice raccomanda la valutazione: affinché venga formalizzata almeno ogni tre anni; affinché sia inserita nella relazione annuale delle valutazioni sulle attività intraprese; affinché sia operata attraverso delle assemblee tra membri del consiglio di amministrazione che non sono dipendenti della società né funzionari, e senza la presenza di funzionari della società. Nel 2009, il 39% delle società dell'SBF 120 hanno operato valutazioni formali dei propri board, i risultati delle quali sono stati resi pubblici nel 70% dei casi. Il 60% delle società del CAC 40 ha fatto altrettanto, rendendo pubblici i risultati nel 91% dei casi. All'altra estremità della scala, nel 2007 solo il 4% delle società piccole non quotate ha fornito valutazioni sui propri consigli di amministrazione<sup>245</sup>.

In materia di comitati concorrono diverse fonti. La legge dispone<sup>246</sup> che solo il comitato di controllo è obbligatorio per le società quotate, e che esso si debba comporre di membri del board, nessun funzionario della società, ed almeno un amministratore indipendente e competente per le materie contabili o finanziarie. Gli obiettivi giuridici sono quelli di assicurare l'efficiente funzionamento del processo di elaborazione delle informazioni finanziarie e delle procedure di controllo interno. Il Codice AFEP-MEDEF raccomanda che si costituiscano tre comitati: quello di controllo, composto per almeno due terzi da amministratori esterni; quello per le nomine, composto da una maggioranza di amministratori indipendenti, senza funzionari della società e associando ai lavori del comitato il presidente del consiglio di amministrazione; e quello per i compensi, ancora una volta composto da una maggioranza di amministratori indipendenti e senza funzionari della società. Il Codice MiddleNext dispone: "Si raccomanda che ciascuna società debba decidere, secondo la propria situazione, di creare o meno uno o più comitati specializzati ad hoc (per i compensi, per le nomine, strategici, ecc.). Relativamente alla fissazione di un comitato di controllo, la società dovrebbe decidere, in conformità alla legge e secondo la propria situazione, di creare un comitato o convocare il consiglio per realizzare gli obiettivi definiti". In pratica, nel 2009<sup>247</sup> è stato rilevato che per le società più grandi, il 97% dell'SBF (ed la totalità del CAC 40) hanno un comitato di controllo composto da una media di quattro membri di cui tre indipendenti; il 95% delle società dell'SBF 250 (ed il 97% di quelle del CAC 40) ha un comitato "combinato" sia per le remunerazioni che per le nomine, composto da una media di 3,8 membri, tre dei quali indipendenti; il 26% delle società dell'SBF (il 50% di quelle del CAC 40) hanno un comitato per le nomine composto di una media di 3,9 membri, almeno due dei quali indipendenti. D'altra parte, si è anche rilevato<sup>248</sup> che solo il 4,7% delle società piccole e non quotate ha costituito un comitato per le nomine,

---

<sup>244</sup> AFEP MEDEF, *Rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF*, exercice 2008, Paris, novembre 2009.

<sup>245</sup> IFGE, *Le gouvernement d'entreprise dans les PME-PMI françaises non cotées: quelques résultats de l'enquête Gouvernance APM*, 2007, [www.ifge-online.org](http://www.ifge-online.org).

<sup>246</sup> Article L.823-19 Codice di Commercio.

<sup>247</sup> AFEP MEDEF, *Rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF*, exercice 2008, Paris, novembre 2009.

<sup>248</sup> IFGE, *Le gouvernement d'entreprise dans les PME-PMI françaises non cotées: quelques résultats de l'enquête Gouvernance APM*, 2007, [www.ifge-online.org](http://www.ifge-online.org).



il 7,6% possiede un comitato di controllo, il 14,1% un comitato per i compensi e il 30,6% ha un comitato strategico.

### **1.5.13 Conclusioni sul sistema francese**

L'evoluzione della *corporate governance* in Francia può essere facilmente confrontata con l'evoluzione che ha caratterizzato la maggior parte dei Paesi occidentali. Ciò perché si è inserita la sua evoluzione nel contesto della lunga storia della governance in Francia. Infatti, infatti, i risultati che possono sembrare comparabili tra Francia e Germania, o tra Francia e Regno Unito, su certi aspetti della governance, sono in realtà abbastanza differenti secondo le culture coinvolte. Si è visto che per certi versi la Francia ha sviluppato la propria governance sul solco della tradizione politica, che ha a lungo privilegiato la centralizzazione del potere e la governance razionale degli ingegneri. I networks commerciali rimangono potenti, in particolare all'interno dei consigli di amministrazione delle società più grandi, rispecchiando la persistenza di una sorta di capitalismo che in passato era strettamente organizzato attorno allo Stato e che rimane abbastanza influente nelle maggiori società. In ogni caso, la globalizzazione delle società e l'influenza della finanza internazionale stanno contribuendo al lento declino di queste prassi. Gli anni ottanta hanno visto l'influenza calante dello Stato, ed una grande separazione delle sfere pubblica e privata a beneficio di quest'ultima. Il management privato è visto adesso in Francia come la forma ideale di pratica politica<sup>249</sup>. Da questo punto di vista, la Francia sta seguendo la tendenza generale della normalizzazione della governance che sottolinea nuove regole di trasparenza, amministrazione esterna, struttura del consiglio di amministrazione e remunerazione dell'amministratore delegato. La convergenza verso un sistema di corporate governance "globalizzata" è chiara e ben accetta. Ciò non significa che l'uso delle stesse norme globalizzate sia recepito in Francia come nel Regno Unito, in Giappone o in Germania. Nonostante gli studi e le riforme sulla corporate governance riguardino essenzialmente le società quotate, la governance sta diventando un argomento sempre più dibattuto in Francia per tutte le società. La normalizzazione delle "buone pratiche" di governance crea gli stessi obblighi per tutti i tipi di società ma i problemi di gestione delle grandi società quotate non sono gli stessi di quelli delle società quotate di medie dimensioni, ed hanno sempre meno in comune con quelle piccole e non quotate. Per le società di media e piccola grandezza alcuni requisiti sono chiaramente inappropriati. Il costo della quotazione è da ricondursi al formalismo delle regole del mercato che, a causa del moltiplicarsi delle norme emanate a protezione degli investitori, sta scoraggiando l'emissione di azioni. Tale costo è stimato essere di €300 000 all'anno per le società quotate, quindi sempre più proibitivo per le piccole società. Di conseguenza, quasi il 20% delle società sono uscite dal mercato quotato a partire dal 2000 e dopo la crisi dei mercati finanziari questa tendenza è andata crescendo. La prossima sfida per una riforma della corporate governance in Francia (e probabilmente in Europa) in questi anni sarà quella di adattare le regole di governance alle differenze tra le società. Alcune decisioni sono già state prese a questo scopo, come la creazione di AlterNext nel 2004, e soprattutto l'accettazione da parte delle pubbliche autorità delle relazioni annuali semplificate nel 2009 per le società quotate su AlterNext. Inoltre, la pubblicazione di un codice di governance adattato alle società di medie dimensioni ha permesso di

---

<sup>249</sup> BROCHET F., *La Grande Rupture*, Paris, Ed. du Toucan, 2009.

semplificare i controlli di governance rendendoli maggiormente efficaci ed adatti a queste tipologie di società.

Nei prossimi anni la corporate governance dovrà affrontare nuove questioni fondamentali che vadano più a fondo dell'organizzazione del consiglio di amministrazione o della remunerazione dell'amministratore delegato.

La prima è il senso di solitudine degli amministratori delegati, specialmente nelle piccole e medie imprese, che potrebbe essere limitato dal consiglio di amministrazione se i consiglieri agissero come partners. Mentre le recenti riforme sottolineano un approccio disciplinare di monitoraggio e controllo degli amministratori delegati, un approccio maggiormente partecipativo del ruolo del board, che costituiva la normalità fino agli anni ottanta<sup>250</sup>, deve essere riscoperto. Ciò dovrebbe portare gli amministratori delegati delle piccole e medie imprese a vivere la corporate governance come un'opportunità anziché come una costrizione.

Una seconda importante tematica è quella relativa alle procedure di successione degli amministratori delegati. Nella maggior parte delle società, comprese quelle quotate, si tratta di un argomento scottante; allo stesso tempo non si può negare che un numero significativo di fallimenti societari sia dovuto alle disposizioni sulla successione predisposte male. Si tratta di un argomento cruciale perché il 60% delle società francesi è in una fase di cambio della guida amministrativa.

Un terzo punto concerne il ruolo effettivo degli azionisti. In Francia, come in molti altri paesi occidentali, gli azionisti sono impreparati all'esercizio corretto delle proprie funzioni. Gli attuali sistemi di corporate governance, specie laddove il capitale è altamente disperso, richiedono azionisti efficienti con maggiore consapevolezza dei propri doveri e responsabilità verso le società. E' significativo che fino al 2009 nessun codice francese sulla governance e nessuna legge avesse definito la responsabilità degli azionisti. La protezione degli investitori ha un senso solo se, parallelamente, il ruolo economico e sociale degli azionisti è esplicito ed incoraggiato in modo migliore. L'attuale situazione crea un rifiuto crescente della retorica orientata al mercato da parte del pubblico che sta domandando alle società di agire più responsabilmente. Il paradosso è che il pubblico non è preoccupato dal fatto che - almeno per le società di grandi dimensioni con azionariato disperso tra il pubblico - esso stesso costituisce gran parte dell'azionariato.

Infine, le questioni sulla governance in Francia sono passate dalla negazione un po' sprezzante di quello che era considerata una "mania americana" a segni di più serio interesse nella corporate governance come questione politica di importanza per il futuro stesso dell'intera società.

## **1.6 PROPRIETA' E CONTROLLO IN SPAGNA**

### **1.6.1 Introduzione**

Esaminiamo la situazione della corporate governance delle società quotate della Spagna e gli sviluppi recenti della corporate governance. Innanzitutto, si inquadra il contesto istituzionale spagnolo; in secondo luogo, i Codici spagnoli di Best Practice e le norme che sono state emanate negli ultimi anni; infine, si descriveranno le procedure di corporate governance delle società quotate spagnole.

### **1.6.2 Il contesto istituzionale della Spagna**

---

<sup>250</sup> GOMEZ P.-Y., *On the discretionary power of top executives*, International Studies of Management&Organization, 2004, 34(2), pp. 37-62.

La letteratura giuridica e finanziaria iniziata dai lavori di alcuni studiosi<sup>251</sup> afferma che il modo in cui funzionano i mercati dei capitali dipende da innumerevoli fattori: usi, regole, leggi e regolamenti, e come essi vengono applicati. L'origine del diritto commerciale/societario del Paese (con radici giuridiche inglesi, francesi, tedesche o scandinave) aiuta a spiegare il diritto nazionale sui creditori, i diritti concernenti gli azionisti e la proprietà privata, e il livello di sviluppo di banche e mercati azionari del Paese<sup>252</sup>. La Spagna appartiene al gruppo dei Paesi con origini francesi nel diritto civile. E' possibile fare riferimento alle ricerche condotte da alcuni studiosi<sup>253</sup> sul finanziamento legale, su quello azionario e su quello mediante ricorso al credito, nonché sulle caratteristiche della struttura proprietaria in Spagna, per trarre alcuni elementi. Inoltre, gli studiosi hanno messo a confronto queste caratteristiche con quelle dei principali Paesi inglesi di common law, tedesco di civil law e francese di civil law, come gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Germania. La Spagna mostra un indice di diritti "anti-amministratori" di 4 su 6, un punteggio più alto dei principali Paesi francesi di civil law (2,33) ma più basso di quello degli Stati Uniti (5) e del Regno Unito (5)<sup>254</sup>. L'indice dei diritti dei creditori era di 2 su 4 per la Spagna, mentre per i principali paesi francesi di civil law ammonta a 1,58 e per i principali paesi inglesi di common law raggiunge il 3,11<sup>255</sup>. Lo stato del diritto era di 7,8 su 10 per la Spagna, un punteggio più alto che nei principali paesi francesi di civil law (6,05) ma più basso di quello degli Stati Uniti (10) e del Regno Unito (8,57). Il rating sugli standard di contabilità per la Spagna era di 64 su 100, più alto che nei principali paesi francesi di civil law (51,17) ma più basso di quello dei principali paesi inglesi di common law (69,62)<sup>256</sup>. Secondo questi punteggi, alla fine dello scorso secolo la Spagna presentava una più alta

<sup>251</sup> LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, 1997, 52, pp. 1131-1150; LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, 1998, 106, pp. 1113-1155.

<sup>252</sup> Non sono solamente le tradizioni legali che possono influenzare la crescita di uno Stato. In LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Trust in large organizations*, American Economic Review, 87(2), pp. 333-339, si afferma che le religioni gerarchiche, inclusi il Cattolicesimo Romano e l'Islam, sono meno favorevoli alla crescita di grandi aziende. Di conseguenza, STULZ R. e WILLIAMSON R., *Culture, openness and finance*, Journal of Finance, 2003, 70(3), pp. 313-349, mostrano che la religione principale di un Paese aiuta a prevedere le variazioni nazionali nei diritti dei creditori. I Paesi cattolici prevedono figure di creditori con diritti più deboli rispetto ad altri Stati, e le imprese nei Paesi cattolici usano di meno il debito a lunga scadenza.

<sup>253</sup> LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, 1997, 52, pp. 1131-1150; LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, 1998, 106, pp. 1113-1155; LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, 1999, 54(2), pp. 471-517.

<sup>254</sup> Risultati analoghi sono mostrati da DAYHA e MCCONNELL, *Does board independence matter in companies with a controlling shareholder?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2009, 21(1), pp.67-68. Anche Dayha e McConnell creano un indice di diritti "anti-amministratori", che è il prodotto delle disposizioni e regole statutarie (anche chiamata protezione *de jure*) e del grado di applicazione di questi statuti (protezione *de facto*). Esso è di 30 per la Spagna, un punteggio che è più alto del corrispondente assegnato, per esempio, all'Italia (10) o per la Francia (22,5), ma più basso di quello degli Stati Uniti (50).

<sup>255</sup> In DJANKOV S., MCLIESH C. e SHLEIFER A., *Private credit in 129 countries*, Journal of Financial Economics, 2007, 87, pp. 299-329, l'indice di diritti dei creditori nel 2003 era di 2,278 per i Paesi inglesi e di 1,313 per i Paesi francesi di civil law.

<sup>256</sup> I risultati di LA PORTA R., DJANKOV S., LÓPEZ DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *The law and economics of self dealing*, Journal of Financial Economics, 2008, 88(3), pp. 430-465, mostrano che anche il bisogno di disclosure è di 0,50 per la Spagna, mentre è rispettivamente di 0,78 e 0,45 per i principali paesi inglesi di common law e per i principali paesi francesi di civil law. Per quanto riguarda l'autorità pubblica, è di 0,33 per la Spagna, valore più basso che nei principali paesi inglesi di common law (0,62) e per i principali paesi francesi di civil law (0,53).

protezione dei diritti degli azionisti e dei creditori così come standard di contabilità più alti rispetto ai principali paesi francesi di civil law, ma aveva punteggi più bassi rispetto ai paesi importanti di common law, cioè Stati Uniti e Regno Unito.

Conseguentemente, lo sviluppo del mercato dei capitali in Spagna è stato tradizionalmente più lento. Nel 1994, il rapporto di società nazionali quotate sul totale delle società presenti nel Paese era considerevolmente più basso in Spagna che nei principali paesi inglesi di common law, così come il rapporto tra offerte pubbliche e totale delle società (secondo i dati del 1996/1997). Tuttavia, questa situazione è cambiata negli ultimi anni e tale cambiamento ha a che fare non solo con lo sviluppo dell'economia spagnola ma anche con le significative modifiche nella legislazione e con gli importanti progressi riguardanti la trasparenza societaria e la protezione degli investitori. Mentre nel 1994 la capitalizzazione del mercato azionario di Madrid Stock Exchange ammontava a 122,312 milioni di euro, essa raggiungeva i valori di 430,653 milioni nel 1999 e di 874,942 milioni nel 2008, e nel dicembre 2009 toccava € 1.107,0006<sup>257</sup>. Una caratteristica che le società spagnole dividono con le altre società dei paesi francesi di civil law è la grande concentrazione proprietaria. E' stato rilevato<sup>258</sup> che nel 1995 i tre più grandi azionisti detenevano il 50% delle azioni societarie in Spagna; mentre lo stesso valore negli USA era del 20% e nel Regno Unito del 19%<sup>259</sup>. D'altra parte, la percentuale di società senza azionista di controllo (intendendo l'azionista che detenga diritti di voto per oltre il 20%) negli Stati Uniti è abbastanza ampia, e raggiungerebbe fino all'80%<sup>260</sup>. Si tratta di risultati confermati da diversi studiosi<sup>261</sup>. E' stato documentato che le società ampiamente diffuse rappresentano solo il 10% del totale sull'intero campione di società quotate sul mercato azionario spagnolo usando la soglia del 10%. La maggioranza dei grandi azionisti sono gruppi familiari (67%) e società finanziarie ampiamente diffuse (15,07%)<sup>262</sup>. Inoltre, sull'intero campione di società quotate sullo Spanish Stock Exchange alla fine del 2002, è stato rilevato<sup>263</sup> che, usando la soglia del 10%, 187,57% delle società erano non ampiamente diffuse; in questo caso, individui e famiglie erano i proprietari maggiori predominanti (50,97% delle società non ampiamente diffuse), seguite dalle società industriali (18,71%). La percentuale di società con un azionista di controllo sembra

---

<sup>257</sup> Bolsa de Madrid, *Statistics section*, 2009, [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es).

<sup>258</sup> LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, *Journal of Finance*, 1999, 54(2), pp. 471-517.

<sup>259</sup> In modo analogo, KIM K., KITSABUNNARAT P. e NOFSINGER J., *Larger shareholders, board independence and minority shareholders rights: evidence from Europe*, *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13, 859-880, utilizzando un campione di paesi europei, hanno sottolineato che la percentuale aggregata di azioni detenute dagli azionisti che possedevano il 5% o più delle imprese era più alto in Spagna che nel Regno Unito.

<sup>260</sup> LA PORTA R., LÓPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, *Journal of Finance*, 1999, 54(2), pp. 471-517.

<sup>261</sup> CRESPI-CLADERA R. e GARCÍA-CESTONA M.A., *Ownership and control of Spanish listed firms*, in F. BARCA e M. BECHT (eds), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2001; FACCIO M. e LANG L., *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics*, 2002, 65, pp. 365-395.

<sup>262</sup> I risultati di VAN DER ELST C., *Shareholder mobility in five European countries*, ECGI Working Paper n.104, 2008, considerando gli anni 1999 e 2007 suggeriscono anche che le famiglie e le società industriali sono il tipo più importante di maggiori azionisti in cinque paesi continentali europei, sebbene vi siano grandi differenze fra tali paesi. In Spagna, Francia e Belgio, famiglie ed individui sono diventati una categoria più importante di grandi azionisti, mentre le società industriali sono indicate come maggiori azionisti in Spagna ed in Italia, ma non in Belgio ed in Francia.

<sup>263</sup> SACRISTÁN-NAVARRO M. e GÓMEZ-ANSÓN S., *Family ownership and pyramids in the Spanish market*, *Family Business Review*, 2007, 20(3), pp. 247-265.

essere aumentata negli ultimi anni<sup>264</sup>. Infatti, nel 2008 la media del flottante delle società quotate era di solo il 34,5% (34,9% nel 2007); nel caso delle più grandi società quotate spagnole (società dell'indice IBEX-35) la media del flottante era del 44,7% nel 2008, mentre nel 2006 ha raggiunto il 49,3%<sup>265</sup>.

Negli ultimi decenni del ventesimo secolo, la Spagna ha subito una notevole ristrutturazione economica basata sulla liberalizzazione e deregolamentazione del settore finanziario e nei mercati dei prodotti chiave. La ristrutturazione del settore pubblico e la privatizzazione delle società possedute dallo Stato sono stati elementi essenziali della riforma. Come parte di questo processo di ristrutturazione economica, il processo di privatizzazione della Spagna ha procurato 38143,38 milioni di euro tra il 1986 ed il 2007, piazzando la Spagna quinta tra i 25 Paesi europei in termini di ricavi dalle privatizzazioni<sup>266</sup>. Uno dei prodotti secondari di questo processo è che la partecipazione del settore pubblico al PIL della Spagna è nettamente scesa negli ultimi dieci anni del secolo scorso, particolarmente dal 1996 in poi. Inoltre, anche la partecipazione dello Stato come azionista nel mercato dei capitali spagnolo è scesa significativamente. Durante gli anni più attivi di privatizzazioni, anche le procedure di privatizzazione di emissioni azionarie hanno contribuito a allargare la percentuale di azioni possedute dalle famiglie e ridotto l'importanza dello Stato come grande azionista delle società quotate. In questo contesto, mentre la partecipazione dello Stato nel mercato azionario spagnolo è decresciuta alla fine dello scorso secolo ed all'inizio del nuovo (dal 16,64% del 1992 allo 0,28% nel 2007), le partecipazioni possedute da individui e famiglie sono rimasti abbastanza stabili nell'intero periodo (dal 24,44% del 1992 al 20,1% del 2007), e dal 1997 al 1999 (gli anni in cui i processi di privatizzazione hanno raggiunto il picco sia in termini di grandezza delle società che nel numero di società privatizzate) la proprietà dello Stato è decresciuta nettamente e quella delle famiglie ha raggiunto il picco. Il processo di privatizzazione ha anche aiutato ad espandere il mercato azionario spagnolo. Mentre la capitalizzazione del mercato "Madrid Stock Exchange" era di 49679,61 milioni di euro nel 1990, essa è raddoppiata fino a 99689,59 milioni nel 1995, ed ha raggiunto i 1107006 milioni nel mese di dicembre del 2009. In effetti, una parte significativa delle più grandi società quotate in Spagna erano originariamente imprese statali (come la "Telefónica", l' "Endesa" e la "Repsol") o erano scaturite dalle fusioni tra società private con altre privatizzate (come la "Banco Bilbao Vizcaya Argentaria" o "BBVA").

Un'altra notevole caratteristica delle società quotate è la presenza di famiglie come maggiori azionisti di controllo. I gruppi familiari possiedono in media il 10,96% delle azioni emesse dalle società quotate<sup>267</sup>. E l'importanza delle famiglie come azionisti di controllo sembra crescente<sup>268</sup>. Considerando sia le partecipazioni dirette che quelle indirette, è stato rilevato<sup>269</sup> che la percentuale di società per le quali l'azionista più grande è un individuo o una famiglia è del 36,92% ed è al di sopra della percentuale

---

<sup>264</sup> VAN DER ELST C., *Shareholder mobility in five European countries*, ECGI Working Paper n.104, 2008.

<sup>265</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales*, Ejercicio 2008, 2008, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

<sup>266</sup> Privatization Barometer, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2008, [www.privatizationbarometer.net](http://www.privatizationbarometer.net).

<sup>267</sup> CRESPI-CLADERA R. e GARCÍA-CESTONA M.A., *Ownership and control of Spanish listed firms*, in F. BARCA e M. BECHT (eds), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2001

<sup>268</sup> SACRISTÁN-NAVARRO M. e GÓMEZ-ANSÓN S., *Family ownership and pyramids in the Spanish market*, *Family Business Review*, 2007, 20(3), pp. 247-265.

<sup>269</sup> SACRISTÁN-NAVARRO M. e GÓMEZ-ANSÓN S., *Family ownership and pyramids in the Spanish market*, *Family Business Review*, 2007, 20(3), pp. 247-265.

delle società in cui il più grande azionista è un'impresa industriale (31,79%). La percentuale di azioni detenute da individui e famiglie come grandi azionisti è in media del 43,92% sul totale del campione considerato, mentre le società industriali raggiungono in media il 45% dei diritti di voto. Tra l'altro, le famiglie tendono ad usare la proprietà azionaria indiretta e le piramidi societarie per indirizzare i propri investimenti e le società a controllo familiare sono di solito gestite da membri della famiglia controllante, con diritti di controllo che superano i diritti all'utile.

Come suggerito da diversi autori, questa allocazione dei diritti di controllo sembra influenzare in gran parte la corporate governance e, di conseguenza, il valore delle imprese e lo sviluppo economico. Ad esempio, è stato affermato<sup>270</sup> che vi sia una stretta correlazione tra la corruzione ed il controllo a base familiare. I Paesi con alta incidenza di controllo familiare su grandi società dimostrano scarso rispetto della normativa fiscale, molta corruzione di funzionari, poca efficienza ed integrità di giudizio, burocrazia inefficiente con poca autonomia e grandi barriere ed ostacoli regolamentari e statutari per entrare a farne parte.

Date queste caratteristiche, si è affermato<sup>271</sup> che, nel caso della Spagna, gli azionisti di controllo possono sottrarre ricchezza agli azionisti di minoranza. A priori, le società spagnole dovrebbero fronteggiare i costi di agency, non tanto in relazione al conflitto di interessi tra amministratori e azionisti quanto al conflitto di interessi tra maggioranza e minoranza azionaria. Ci si aspetta diversi fattori per ridurre questi conflitti di interesse tra maggioranze e minoranze azionarie: per esempio, per esempio, la presenza di un secondo grande azionista in diverse società, un elevato rapporto di cash flow per i diritti di voto o le rare alternative alla regola "un'azione un voto". Altri fattori che possono rafforzare il potere dei grandi azionisti e amministratori di società quotate sono una percentuale significativa di dirigenti riconducibili al grande gruppo azionario o l'esistenza di gruppi prevalentemente familiari.

La prova empirica della relazione tra la concentrazione proprietaria e i risultati d'azienda è mista. Per esempio, per gli Stati Uniti, è stata segnalata<sup>272</sup> una significativa relazione non monotona tra proprietà amministratrice e valore societario, altri<sup>273</sup> hanno parlato di una relazione positiva tra proprietà amministratrice e valore, ed altri ancora<sup>274</sup> hanno trovato una relazione forte tra i titoli posseduti dagli, o associati agli, amministratori ed il valore contabile di mercato. Con riguardo ai paesi europei, è stato anche suggerito<sup>275</sup> che, nel caso del Regno Unito, la proprietà posseduta dai più grandi azionisti comporta una più alta valutazione e redditività societaria, e ancora, si è studiata<sup>276</sup> una relazione cubica (non monotona) tra la proprietà amministratrice ed i

---

<sup>270</sup> MORCK R. e YEUNG B., *Family control and the rent-seeking society*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2004, 28(4), pp. 391-409.

<sup>271</sup> SHLEIFER A. e VISHNY R., *A survey of corporate governance*, *Journal of Finance*, 1997, 52(2), pp. 737-783.

<sup>272</sup> MORCK R., SHLEIFER A. e VISHNY R. W., *Management ownership and market valuation: empirical analysis*, *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, pp. 293-315.

<sup>273</sup> HOLDERNESS C., KROSZNER R. e SHEEHAN D., *Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression*, *Journal of Finance*, 1999, 54, pp. 435-469.

<sup>274</sup> BARCLAY M. J., HOLDERNESS C. G. e PONTIFF J., *Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds*, *Journal of Financial Economics*, 1993, 33, pp. 263-291.

<sup>275</sup> LEECH D. e LEAHY J., *Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies*, *The Economic Journal*, 1991, 101, pp. 1418-1437.

<sup>276</sup> SHORT H. e KEASY K., *Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK*, *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5, pp. 79-101.

risultati aziendali. Concentrando le proprie ricerche sull'Ungheria, alcuni studiosi<sup>277</sup> hanno rilevato che solo quando la concentrazione viene misurata come azionista più grande (e non come somma delle azioni possedute da tutti i grandi azionisti) c'è un effetto positivo sui risultati societari. D'altra parte non sono state trovate<sup>278</sup> differenze significative nel mercato americano agli indici del valore contabile per un campione messo a confronto di società possedute da una maggioranza e di società ampiamente diffuse.

In termini generali, queste ricerche degli anni ottanta e novanta non considerano la struttura proprietaria delle società come endogena. E' stato affermato<sup>279</sup> che la struttura proprietaria di una società - concentrata o diffusa - dovrebbe massimizzare il proprio valore, e non dovrebbe esistere una relazione sistematica e generalizzata tra le differenze nella proprietà e i cambiamenti nel valore societario. Il livello proprietario ottimale delle società dipende probabilmente dalle caratteristiche delle società. In realtà, alcuni fattori che determinano le performance societarie, come le dimensioni dell'impresa e il tipo di attività, possono anche avere effetti significativi sulla struttura proprietaria delle imprese e le società dovrebbero sottoporsi a cambiamenti veloci e drammatici nelle proprie strutture proprietarie, in risposta alla propria redditività. Di conseguenza, diversi studiosi<sup>280</sup> non ritengono che la proprietà societaria influenzi le performance nel caso del mercato statunitense. Per quanto riguarda la Spagna, i risultati pratici sembrano essere però diversi da quando nel paese le società hanno grandi azionisti attivi nella corporate governance<sup>281</sup> e perché il principale conflitto di interessi si trova tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza. Alcuni studiosi<sup>282</sup> hanno affermato che vi è una relazione positiva tra la concentrazione proprietaria delle società ed il valore societario, anche dopo aver tenuto conto dell'endogeneità della proprietà (similmente agli altri paesi europei di civil law). A conclusioni simili sono arrivati coloro che hanno effettuato ricerche su queste stesse dinamiche in Grecia<sup>283</sup> ed Italia<sup>284</sup>.

---

<sup>277</sup> EARLE J., KUCSERA C. e TELEDGY A., *Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash?*, *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13, pp. 254-264.

<sup>278</sup> HOLDERNESS C. G. e SHEEHAN D. P., *The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis*, *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, pp. 317-346.

<sup>279</sup> DEMSETZ H., *The structure of ownership and the theory of the firm*, *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, pp. 375-390.

<sup>280</sup> LODERER C. e MARTIN C., *Executive stock ownership and performance tracking faint traces*, *Journal of Financial Economics*, 1997, 45, pp. 223-255; CHO M. H., *Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis*, *Journal of Financial Economics*, 1998, 47, pp. 103-121; HIMMELBERG C., HUBBARD R. e PALIA D., *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, *Journal of Financial Economics*, 1999, 53, pp. 353-384; DEMSETZ H. e VILLALONGA B., *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance*, 2001, 7, pp. 209-233; PALIA D., *The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution*, *Review of Financial Studies*, 2001, 14, pp. 735-764.

<sup>281</sup> FACCIO M. e LANG L., *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics*, 2002, 65, pp. 365-395.

<sup>282</sup> DE MIGUEL A., PINDADO J. e DE LA TORRE C., *Ownership structure and firm value: new evidence from Spain*, *Strategic Management Journal*, 2004, 25, pp. 1199-1207; ALONSO-BONIS S. e DE ANDRÉS-ALONSO P., *Ownership structure and performance in large Spanish companies. Empirical evidence in the context of an endogenous relation*, *Corporate Ownership and Control*, 2007, 4(4), pp. 206-216; MINGUEZ-VERA A. e MARTÍN-UGEDO J. F., *Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market*, *International Review of Financial Analysis*, 2007, 16(1), pp. 81-98.

<sup>283</sup> KAPOPOULOS P. e LAZARETOU S., *Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms*, *Corporate Governance: An International Review*, 2007, 15(2), pp. 144-158.

<sup>284</sup> PERRINI F., ROSSI G. e ROVETTA B., *Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market*, *Corporate Governance: An International Review*, 2008, 16(4), pp. 312-325.

### 1.6.3 Le riforme spagnole di *corporate governance*

Il primo codice spagnolo di Best Practice è stato emanato il 26 febbraio 1998<sup>285</sup>. Un mandato governativo ha approvato la creazione di un Comitato per elaborare un codice di best practice per le imprese che emettono titoli sulla borsa valori. La creazione di questo Comitato, presieduto dal Professor Dr. M. Olivencia, è stata supportata dall'introduzione di altre riforme tese a modernizzare l'ambiente imprenditoriale in Spagna per mezzo di riforme legali tese alla liberalizzazione dei mercati e attraverso la privatizzazione delle imprese statali.

L'adesione alle raccomandazioni del codice è stata opzionale più che obbligatoria. Come altri codici, esso fissa delle raccomandazioni sulla responsabilità, la struttura e l'organizzazione del consiglio di amministrazione con l'obiettivo di migliorare il suo ruolo di monitoraggio. Alcune delle sue 23 raccomandazioni sono state simili alle linee guida contenute nel Cadbury Report<sup>286</sup>: le linee guida relative alla costituzione di una maggioranza di amministratori non esecutivi, la costituzione di comitati specializzati fatti esclusivamente di amministratori non esecutivi (cioè, quello di controllo, quello per i compensi e quello per le nomine), il bisogno di rendere pubblici i dettagli sui compensi di dirigenti e amministratori, a quelle riferibili al bisogno di rendere i compensi degli amministratori dipendenti dal valore d'impresa o dall'impegno degli amministratori. Dall'altra parte, altre disposizioni erano differenti: quelle che richiedevano un minimo ed un massimo della dimensione del consiglio di amministrazione, rispettivamente, tra cinque a quindici membri, e quelle relative alla fissazione di un'età di pensionamento per gli amministratori.

Aspetti specifici del Codice erano tesi a riflettere le caratteristiche istituzionali delle società spagnole, specialmente quelle concernenti la protezione delle minoranze azionarie. Per esempio, il Codice distingueva fra tre tipi di amministratori: i non esecutivi, rappresentanti i grandi azionisti, gli amministratori indipendenti non esecutivi e gli amministratori esecutivi. La proporzione tra amministratori non esecutivi rappresentanti i grandi azionisti, e amministratori indipendenti non esecutivi all'interno del consiglio di amministrazione, doveva riflettere la proporzione tra le partecipazioni dei grandi investitori e la misura del flottante.

Data l'impostazione del codice, le adesioni sono state in una certa misura meno riuscite di quanto ci si aspettasse. Secondo un questionario somministrato nel 2001 dall'Agenzia di Vigilanza Spagnola, la CNMV<sup>287</sup>, con 67 società (rappresentanti il 73% della capitalizzazione del mercato azionario spagnolo) che hanno preso parte al sondaggio, il tasso medio di conformità ammontava al 77% delle raccomandazioni del codice, ma solo cinque società avevano adottato tutte e 23 le disposizioni. Le linee guida che le società erano più riluttanti ad adottare erano quelle relative alla creazione dei comitati interni al cda composti esclusivamente da amministratori non esecutivi (solo il 45% delle società l'aveva fatto), la pubblicità dei compensi degli amministratori e degli amministratori delegati (solo il 52%), e la fissazione di un'età di pensionamento per l'amministratore delegato ed una procedura formale di elezione degli amministratori

---

<sup>285</sup> Olivencia Report, *Código de Buen Gobierno (Informe Olivencia), El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, CNMV, 1998.

<sup>286</sup> CADBURY A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, Gee Publishing, 1992.

<sup>287</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores.



(52%). Il questionario ha mostrato anche che le società all'interno del campione avevano aumentato la dimensione del proprio consiglio di amministrazione da quando il codice era stato rilasciato per estendere il numero di amministratori non esecutivi piuttosto che ridurre il numero di amministratori interni o esecutivi. Le imprese privatizzate e le società che erano state recentemente rese pubbliche mostravano tassi di conformità al codice più alti, mentre le "vecchie società" - quelle quotate da lungo tempo - erano più riluttanti a cambiare la propria struttura di corporate governance<sup>288</sup>. A seguito degli scandali societari all'inizio del ventunesimo secolo ed il Rapporto Invernale del 2002, il Ministro dell'Economia ha nominato un altro comitato competente ad emanare un secondo codice di best practice: l'Aldama Report, pubblicato nel gennaio del 2003. Le sue raccomandazioni erano simili a quelle della Relazione Olivencia, ma il nuovo documento sottolineava la necessità di regolamentare l'informazione fornita dalle società al mercato; più precisamente, evidenziava il bisogno di controllare le informazioni corporate governance che avrebbero dovuto essere rilasciate dalle società quotate sia sulla Relazione Annuale sulla Corporate governance che sul sito internet.

La relazione Aldama coincideva con un periodo di riforme legislative. Alla fine del 2002, la Legge di riforma del sistema finanziario obbligava le società ad impostare un comitato di controllo composto da una maggioranza di amministratori non esecutivi. Nell'aprile del 2003, la legge spagnola sulle offerte pubbliche di acquisto è stata modificata. La nuova legge richiedeva che l'offerta pubblica venisse lanciata non solo quando una certa soglia di proprietà stava per essere superata dalla società acquirente ma anche quando la società cambiava una percentuale significativa del proprio consiglio di amministrazione. La modifica della legge sull'offerta pubblica di acquisto del 2003 ha anche esteso la possibilità di migliorare l'offerta nel caso di offerte concorrenti.

In aggiunta a queste nuove regole, nel luglio 2003 - seguendo le conclusioni e le raccomandazioni dell'Aldama Report - la legge sulla trasparenza<sup>289</sup> ha riformato il diritto societario spagnolo e stabilito l'obbligo di pubblicare una "Regolamentazione del Consiglio di Amministrazione" e una "Regolamentazione delle assemblee azionarie"; inoltre, queste regole dovevano essere registrate presso l'Agenzia di Vigilanza Spagnola. La legge sulla trasparenza ha anche stabilito il bisogno di pubblicare una Relazione annuale obbligatoria sulla corporate governance dal 2004 in poi e di rendere pubbliche attraverso il sito internet della società le informazioni sulla corporate governance. Questa legge è stata ulteriormente sviluppata da una normativa prevista dal Ministro dell'Economia all'inizio del 2004<sup>290</sup> e da due direttive dell'Agenzia di Vigilanza Spagnola. La direttiva 1 del 2004<sup>291</sup> ha predisposto un questionario con più di settanta domande al quale le società quotate avrebbero dovuto rispondere nella Relazione Annuale sulla Corporate governance. Queste domande si riferivano alla struttura proprietaria delle società, alla struttura dell'amministrazione della società, alle operazioni con parti correlate, ai sistemi di controllo del rischio, all'assemblea generale degli azionisti ed alle misure difensive dalle offerte d'acquisto e dalle scalate societarie. Inoltre, la direttiva 1/2004 stabiliva l'obbligo per le società quotate di dichiarare i propri adempimenti quanto alle raccomandazioni dei due codici di best practice esistenti (i Report Olivencia e Aldama), seguendo la regola anglosassone del "*comply or explain*".

---

<sup>288</sup> FERNÁNDEZ A. I., GÓMEZ S. e FERNÁNDEZ C., *El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español*, Investigaciones Económicas, 1998, 22(3), pp. 501-516.

<sup>289</sup> Ley de Transparencia de las Sociedades Cotizadas, Law 26/2003.

<sup>290</sup> Order ECO/3722/2003, 26 dicembre.

<sup>291</sup> Circular 1/2004, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2004.

La direttiva stabiliva inoltre anche una serie di problemi sui quali le società quotate avrebbero dovuto fornire informazioni sui propri siti internet. Queste problematiche erano relative alla struttura proprietaria delle società, alla struttura della governance societaria, ai diritti degli azionisti e alle informazioni finanziarie. Una seconda direttiva della Comisión Nacional del Mercado de Valores è stata pubblicata nel 2005. Essa faceva riferimento alla Relazione Annuale sulla Corporate governance e alle informazioni che le casse di risparmio dovevano fornire. In aggiunta, una nuova normativa pubblicata nel 2004<sup>292</sup>, che è stata ulteriormente sviluppata dalla Direttiva n.1 del 2005, provvedeva a regolare le informazioni per le operazioni con parti correlate che le società che avevano emesso azioni in circolazione sulle borse valori dovevano fornire.

Il 25 luglio 2005, il Consiglio dei Ministri spagnolo nominava un nuovo gruppo di esperti per armonizzare ed aggiornare le raccomandazioni di best practice delle Relazioni Olivencia e Aldama.

La nuova fonte era anche volta ad incorporare le raccomandazioni della Commissione Europea e di altre Istituzioni internazionali. Dopo diversi mesi di lavoro, il gruppo ha completato i progressi il 19 maggio 2006 ed all'unanimità ha approvato la Relazione intitolata "The Unified Code on Good Corporate governance" (anche chiamato il "Conthe Code"). Dal 2007, le società quotate spagnole sono state costrette ad usare questo Codice Unificato come riferimento nel presentare la Relazione Annuale sulla Corporate governance.

Il Codice Unificato sulla buona corporate governance - simile ai Report Olivencia ed Aldama - si limita alle società le cui azioni sono movimentate sul mercato quotato, essendo volontario il compimento delle sue raccomandazioni. Il nuovo Codice contiene 58 raccomandazioni; una delle sue novità è l'utilizzo di defizioni vincolanti che si riferiscono, tra le altre materie, ai differenti gruppi di amministratori. Per esempio, un amministratore potrebbe essere definito indipendente solo se soddisfa le condizioni minime che il Codice Unificato specifica per consentire a una persona di svolgere i propri doveri in modo obiettivo ed indipendente. Così, con l'entrata del Codice Unificato, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha il diritto di revisionare le qualificazioni di indipendenza di tutti gli amministratori di società quotate classificati come indipendenti. Inoltre, il Decreto Regio 1066/2007 del 27 luglio sul regime giuridico delle offerte pubbliche di acquisto ha anche assegnato un ruolo chiave alla figura degli amministratori indipendenti. Esso ha disposto che gli azionisti dovrebbero poter nominare i membri del consiglio di amministrazione nella categoria indipendente secondo le regole di Corporate governance di cui all'art. 116 della Legge sul mercato dei titoli mobiliari<sup>293</sup>.

Il Codice Unificato di Best Practice include anche le raccomandazioni direttamente e indirettamente riferibili ai compensi degli amministratori. Seguendo la raccomandazione della Commissione Europea dell'Aprile 2009, l'Agenzia di Vigilanza ha proposto nel dicembre 2009 una consultazione pubblica relativa alla proposta di modifica del Codice Unificato di Best Practice nelle parti relative ai compensi degli amministratori. Tale proposta raccomanda, tra le altre misure, che i pagamenti variabili e i pagamenti in stock option dovrebbero essere limitati agli amministratori esecutivi; in secondo luogo, è stato suggerito che la proprietà delle azioni non sia effettiva durante i primi tre anni. In terzo luogo, uno degli elementi più innovativi include nella proposta: le società possono chiedere il rimborso del pagamento variabile "quando la condotta adeguata non è stata tenuta" ed i compensi per la risoluzione anticipata dei contratti non

---

<sup>292</sup> Order EHA/3050/2004.

<sup>293</sup> Legge 24/1988 del 28 luglio.

dovrebbero eccedere la somma equivalente a due anni di remunerazione fissa. Infine, la proposta raccomanda di fissare i criteri non finanziari per promuovere la sostenibilità della società a lungo termine e favorire la creazione di valore; inoltre, uno dei membri del comitato per i compensi e del comitato per le nomine dovrebbe avere esperienza e conoscenza nel campo delle politiche di remunerazione.

#### **1.6.4 La situazione della *governance* societaria**

Tutte le normative viste hanno considerevolmente aumentato il livello di disclosure dell'informazione delle società spagnole ed hanno anche reso la corporate governance parte del programma delle società quotate. Come conseguenza delle riforme legislative, un significativo numero di società quotate ha riformato le proprie regole e la trasparenza quanto all'informazione; per di più, le procedure di corporate governance sono di gran lunga migliorate.

L'ottimizzazione delle pratiche di corporate governance delle società quotate spagnole è stata già notata tramite uno studio<sup>294</sup> delle società dell'indice IBEX-35, che afferma che la Spagna stava mostrando un chiaro miglioramento in tal senso. Le società spagnole sono arrivate seste su dieci paesi inclusi nello studio, sebbene il loro punteggio (12,19) fosse ancora sotto la media europea (12,68). Tuttavia, è degno di nota che la Spagna si sia spostata dalla nona posizione nello studio del 2003 al sesto posto nella classifica del 2005, su di 3,29 punti. In ogni caso, la media voto della corporate governance delle società spagnole rimane stabile negli studi compiuti nel 2007 messi a confronto con il 2005 (in effetti, entrambi gli studi si basano sui dati dell'anno precedente). Anche se il voto medio europeo cresce da 12,68 nella Relazione del 2005 al 13,19 nella Relazione del 2007<sup>295</sup> visto che le società quotate europee sembravano aver migliorato le proprie strutture di corporate governance, non sembra essere anche il caso della Spagna (12,19 nella Relazione del 2005 e 12,22 in quella del 2007). Di conseguenza, le società spagnole sono scese dalla sesta posizione nel 2005 all'ottavo posto nella classifica del 2007. La stessa posizione è stata rilevata per le società spagnole nel 2009<sup>296</sup>. Nell'ultimo studio, il voto per la governance societaria della Spagna (52) rimane al di sotto della media voto delle 371 migliori società europee (56). È stato anche rilevato che la Spagna è la casa di alcune delle società valutate meglio e peggio in Europa. Quindi, alcune delle società spagnole più grandi offrono un modello di comportamento dato che continuano ad aggiornare le proprie pratiche di corporate governance laddove altre sembrano non aver fatto alcun progresso reale nel corso degli ultimi anni.

Come già riferito, la concentrazione proprietaria è particolarmente evidente in Spagna. Ciò può compromettere l'indipendenza e la responsabilità del consiglio di amministrazione e danneggiare l'immagine delle più grandi società spagnole. In effetti, secondo le Relazioni appena viste, uno dei settori principali in cui sono richiesti miglioramenti per le società spagnole è quello relativo alla composizione ed al funzionamento del consiglio di amministrazione. I presidenti e i direttori non esecutivi in Spagna detengono molte più posizioni nel cda che dovunque in Europa; il 60% delle società sovrappone il ruolo del presidente e dell'amministratore delegato e nel 9% dei casi c'è un presidente non executive che ha ricoperto precedentemente la posizione di amministratore delegato. Inoltre, mentre per la media europea la proporzione di

---

<sup>294</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance in Europe: what's the outlook?*, www.heidrick.com, 2005.

<sup>295</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance in Europe: raising the bar*, www.heidrick.com, 2007.

<sup>296</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance Report 2009: boards in turbulent times*, www.heidrick.com, 2009.

amministratori indipendenti (non esecutivi) è del 45%, per la Spagna è del 30% (e nel 2007 era al 40%), una delle medie più basse tra i paesi europei.

Ancora, la media del numero di comitati interni al consiglio di amministrazione in Spagna è solo di 2,3 per società, più bassa della media europea (3). La maggior parte delle società (il 97%) hanno un comitato per i compensi ma è sovrapposto a quello per le nomine e, in ossequio alla legge, in tutte le società spagnole vi sono adesso i comitati di controllo. Un'altra difficoltà è che i consigli di amministrazione spagnoli sono spesso dominati da amministratori di lungo servizio, producendo così da una parte un mantenimento più a lungo dell'incarico (4,7 anni contro la media europea di 3,1) ed una media del tempo nel consiglio di amministrazione alta (6,1 anni rispetto alla media europea di 5,5). Le lunghe permanenze possono causare l'inefficienza del consiglio di amministrazione, consentendo minori opportunità di rivedere la composizione del board sulla base della modifica delle priorità<sup>297</sup>.

Un altro problema che ha raggiunto importanza considerevole a livello mondiale e che potrebbe essere collegata alle pratiche di buona governance è la variegazione del board e, specialmente, l'internazionalizzazione e l'integrazione tra generi diversi. Si tratta di un'area in cui le società spagnole hanno bisogno di migliorare. Anche la diversificazione sembra essere piuttosto bassa tra le società spagnole. In termini di internazionalizzazione, è stato indicato<sup>298</sup> che le società spagnole hanno ancora una bassa percentuale di individui stranieri nei consigli di amministrazione (solo il 10%), restando penultimi, con la maggioranza di amministratori stranieri attribuibile a Francia, Italia o Portogallo. In effetti, il 37% dei cda spagnoli nell'ambito delle società dell'IBEX-35 non hanno amministratori stranieri (rispetto al 46% del 2007<sup>299</sup>). Anche la differenza di genere è bassa in Spagna: le donne costituiscono solo il 6% dei membri del board ed il 43% delle società non ha donne in consiglio di amministrazione (la media europea è del 31%).

Un fatto sorprendente si riferisce ai compensi degli amministratori, tra i più alti in Europa. La media del budget per il cda delle più grandi società spagnole raggiunge il terzo posto, così come la remunerazione media degli amministratori (€ 108000).

E' altrettanto degno di nota menzionare che la frequenza delle assemblee del consiglio di amministrazione è su una curva crescente che sale fino a 11,4 assemblee all'anno dal 10,9 del 2007, piazzando la Spagna sopra la media europea, e che il livello di partecipazione e frequenza è abbastanza alto.

Rispetto alle Relazioni appena viste del 2005, del 2007 e del 2009, le conclusioni delle relazioni della Comisión Nacional del Mercado de Valores per tutte le società quotate spagnole (e non solo quelle più grandi incluse nell'indice IBEX-35) hanno esiti simili sulle pratiche e sull'evoluzione della corporate governance spagnola. Riguardo alla struttura proprietaria delle società, le conclusioni della Relazione della CNMV del 2008<sup>300</sup> riconfermano e rafforzano l'alta concentrazione proprietaria delle società quotate spagnole. Gli azionisti più grandi ed importanti (senza tenere in considerazione gli amministratori) detengono il 35,3% del capitale della società (34,50% nel 2007) e i membri del consiglio di amministrazione il 28,8% del capitale (38,30% nel 2007). Per esempio, nel caso delle 500 più grandi società degli Stati Uniti secondo la rivista

---

<sup>297</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance Report 2009: boards in turbulent times*, [www.heidrick.com](http://www.heidrick.com), 2009.

<sup>298</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance Report 2009: boards in turbulent times*, [www.heidrick.com](http://www.heidrick.com), 2009.

<sup>299</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance in Europe: raising the bar*, [www.heidrick.com](http://www.heidrick.com), 2007.

<sup>300</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales*, Ejercicio 2008, 2008, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

“Fortune”, la media della partecipazione degli amministratori la capitale è tra il 10,6% ed il 12,4%<sup>301</sup>, mentre per la società di medie dimensioni è del 20%<sup>302</sup>. Nel Regno Unito, tale valore è compreso tra il 13,3% e il 16,7%<sup>303</sup>. La presenza dei grandi azionisti fa sì che la media del flottante era del 35% alla fine del 2008, con una crescita dell’1,79% rispetto all’anno precedente.

Per quanto riguarda le caratteristiche del consiglio di amministrazione, la Relazione del CNMV del 2008 ha rivelato una media della dimensione del board di 10,4 amministratori, con alcune società con un board di dimensioni abbastanza grandi. Questo valore di dieci amministratori è simile a quello che era stato rinvenuto da precedenti studi compiuti per altri mercati. Per esempio, è stata individuata<sup>304</sup> una media della dimensione del board di 12 componenti nel mercato statunitense. Risulta molto simile la media europea della dimensione del board, di 11,8 membri<sup>305</sup>. La media del numero delle assemblee del consiglio di amministrazione ogni anno è di 9,6 e indica che essi si riuniscono abbastanza frequentemente, circa una volta al mese.

La composizione dei consigli di amministrazione ha rispecchiato una maggioranza di amministratori esterni (81,10% nel 2007 e 81,50% nel 2008). La proporzione di amministratori indipendenti è rimasta leggermente al di sotto del minimo di un terzo, minimo suggerito dal Codice Unificato (30,2%) ed il numero di società che evitano questa raccomandazione è cresciuto (dal 52,9% nel 2007 al 54,3% nel 2008). Un aspetto negativo da sottolineare delle società spagnole è la scarsa distinzione tra la posizione dell’amministratore delegato ed il presidente del consiglio di amministrazione, con un largo numero di società che non fanno distinzione (57,30% nel 2008).

La scarsa diversificazione di genere delle società dell’Indice IBEX-35 è anche presente tra tutte le società quotate. Le percentuali di amministratrici donna era dell’8,10% nel 2008 (7,50% nel 2007), e oltre il 45% delle società non avevano alcuna donna nel consiglio di amministrazione (circa il 50% nel 2007) sebbene vi sia stato un aumento delle donne amministratrici indipendenti. La tardiva incorporazione delle donne spagnole nel mercato del lavoro oltre a ragioni culturali può fare luce su questa situazione. Con riguardo ai comitati del consiglio di amministrazione, più del 40% delle società (66 società nel 2008 e 69 nel 2007) aveva un comitato esecutivo, mentre in ossequio alla legge tutte le società avevano un comitato di controllo ed almeno il 50% delle società seguiva le raccomandazioni relative alla composizione di quest’ultimo. Nel 2008, quasi tutte le società avevano un comitato per i compensi e uno per le nomine (l’84,1% delle società rispetto al 78% del 2007), e vi era stata un aumento del numero di società che aderivano alle raccomandazioni riguardanti la propria strutturazione (61 società nel 2007 e 71 nel 2008).

---

<sup>301</sup> JENSEN M. C. e WARNER J. B., *The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors*, Journal of Financial Economics, 1998, 20, pp. 3-24; MORCK R., SHLEIFER A. e VISHNY R. W., *Management ownership and market valuation: empirical analysis*, Journal of Financial Economics, 1988, 20, pp. 293-315; CHO M. H., *Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis*, Journal of Financial Economics, 1998, 47, pp. 103-121.

<sup>302</sup> DENIS D. J. e KRUSE T. A., *Managerial discipline and corporate restructuring following performance decline*, Working Paper, Purdue University, W. Lafayette, IN, 1999.

<sup>303</sup> SHORT H. e KEASY K., *Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, 1999, 5, pp. 79-101; FACCIO M. e LASFER M. A., *Managerial ownership, board structure and firm value: the UK evidence*, Working Paper, Università Cattolica di Milano, Milano, 2001.

<sup>304</sup> BARNHART S. W., MARR M. W. e ROSENSTEIN S., *Firm performance and board composition: some new evidence*, Managerial and Decision Economics, 1994, 15, pp. 329-340.

<sup>305</sup> Heidrick & Struggles, *Corporate governance Report 2009: boards in turbulent times*, www.heidrick.com, 2009

Nonostante molte società abbiano limitato i diritti dei propri azionisti richiedendo un numero minimo, o una percentuale, di azioni per partecipare alle assemblee generali degli azionisti, tale numero si è ridotto dal 2004 al 2008 (da 10 a 6 società). Inoltre, il 71,4% delle società che ammesse al voto elettronico o via posta, e quasi tutte le società hanno costituito un "Ufficio Azionisti" con un indirizzo di posta elettronica. Ancora, seguendo la Legge sulla Trasparenza, dalla fine del 2004 tutte le società quotate hanno approvato una "Regolamentazione delle Assemblee Generali degli Azionisti". Questo dato rivela che in termini di diritti degli azionisti, i miglioramenti sono in qualche misura ancora in sospeso. I diritti possono essere limitati mediante gli strumenti anti-scalata. Sebbene adesso non siano comunemente usate, alcune società mantengono certe procedure: per esempio, alcune società ancora limitano la percentuale di voti per gli azionisti più importanti, stabiliscono un più alto quorum per le assemblee generali degli azionisti rispetto a quello richiesto dalla legge, o fissano i requisiti per la maggioranza oltre quelli previsti dalla legge per approvare le stesse materie sia generali che speciali in assemblea.

La Relazione dell'OECD del giugno 2009<sup>306</sup> afferma che l'attuale crisi finanziaria ha rivelato gravi carenze nella governance societaria. Tra le debolezze apparse evidenti, la relazione sottolinea i sistemi di amministrazione del rischio che hanno fallito in molti casi a causa delle procedure di corporate governance piuttosto che per l'inadeguatezza dei soli modelli di elaboratori. Per di più, come affermato nella relazione, la disclosure societaria sui fattori di rischio prevedibili e sui sistemi in vigore per il monitoraggio e la gestione del rischio ha anche lasciato a desiderare. Questo è un problema fondamentale per le società spagnole. Come mostra il Report CNMV del 2008, la maggior parte di società quotate documentano il sistema di amministrazione del rischio in vigore, ma tralasciano solitamente di includere specifiche informazioni sui rischi materiali, le circostanze che li hanno motivati e se i sistemi di controllo del rischio abbiano adeguatamente funzionato. In effetti, solo 40 società hanno documentato i rischi che li hanno riguardati durante il 2008 nella Relazione Annuale sulla Corporate governance. La Relazione OECD sottolinea inoltre l'importante ruolo di monitoraggio degli azionisti sul consiglio di amministrazione. Più precisamente, essa fa notare che difficilmente gli azionisti mettono in discussione il comportamento degli amministratori; inoltre, il documento incoraggia le società ad avere un approccio più competitivo ed a promuovere il ruolo attivo degli azionisti. Nelle società spagnole, la media delle azioni in gioco all'assemblea generale degli azionisti nel 2008 ammontava al 74,3%, ma solo nel 12% delle società si usavano sistemi di voto a distanza. Le società che mostravano un flottante più alto presentavano percentuali più basse di presenza all'assemblea generale degli azionisti. Pertanto, questo è un campo che necessita di essere migliorato.

### **1.6.5 Conclusioni sul sistema spagnolo**

Complessivamente, gli studi effettuati indicano una tendenza positiva in Spagna nelle pratiche di corporate governance ed in alcuni aspetti della trasparenza dell'informazione. In questo senso, i codici di best practice e la nuova legislazione hanno giocato un ruolo significativo. In ogni caso, rispetto alle altre società dell'Europa, quelle spagnole sono ancora in ritardo in diverse materie e certi miglioramenti dovrebbero essere apportati. Tra le sfide esistenti si trova una supervisione davvero indipendente dell'amministrazione da parte del board. Prima di tutto, la separazione tra i ruoli di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione rimane un problema - spesso esacerbato dal fatto che essi sono anche collegati all'azionista di

---

<sup>306</sup> OECD, *The corporate governance lessons from the financial crisis*, Financial Market Trends, vol. 1/2009.

controllo della società - e in secondo luogo, c'è bisogno di ringiovanire i consigli di amministrazione e aggiungervi maggiori diversificazioni inserendo amministratori che abbiano la giusta esperienza e caratura internazionale.

Inoltre, le società spagnole continuano ad essere riluttanti a fornire i dati individuali sulla remunerazione degli amministratori e c'è da tenere in considerazione che i compensi degli amministratori in Spagna sono tra i più alti in Europa. Altre cose che potrebbero essere migliorate sono la proporzione degli amministratori indipendenti, l'attenzione alla diversità di genere, il fatto che ci sono ancora violazioni della regola "un'azione un voto" e l'informazione sui rischi corsi durante l'anno e su come hanno funzionato i sistemi di amministrazione del rischio. Per di più, sono necessari piani di azione maggiormente attivi, regole e consapevolezza per migliorare il ruolo di vigilanza degli azionisti.

## **1.7 PROPRIETA' E CONTROLLO IN GIAPPONE**

### **1.7.1 Introduzione**

Dai primi anni novanta la *corporate governance* in Giappone è in via di trasformazione. Il sistema di governance del dopoguerra, segnato dal bilanciamento tra una serie di *stakeholder* intrecciati - lavoro, amministrazione, capitale, clienti e fornitori, e lo Stato - sta rivelando come gli investitori stranieri premano affinché le imprese adottino pratiche più "angloamericane" ed istituti sui dirigenti aziendali giapponesi e sui modelli decisionali più flessibili e veloci. Appena i pilastri su cui il sistema giapponese era basato - il sistema della banca principale e la finanza basata sulle banche, il sistema di impiego permanente e l'azionariato incrociato - si sono indeboliti, il sistema del dopoguerra è diventato obsoleto, lasciando un vuoto di *corporate governance* che il nuovo sistema deve riempire.

In alcune aree, i cambiamenti sono stati sorprendenti. Gli amministratori hanno spostato la propria attenzione sul fornire un ritorno sugli investimenti azionari agli azionisti. Il vecchio sistema decisionale basato sul consenso ha ceduto il passo ad amministratori delegati forti, nonché maggiore autonomia per divisioni ed unità commerciali.

Nuove norme contabili hanno aumentato la trasparenza dell'informazione ed allentato le reti di azionariato incrociato. Gli investitori stranieri detengono quote consistenti in un numero sempre maggiore di imprese. Per altri versi, comunque, i cambiamenti sono meno evidenti. Gli amministratori indipendenti sono ancora rari. Le remunerazioni per gli amministratori esecutivi restano ad un livello moderato e i dirigenti sono consapevoli del bisogno di bilanciamento tra il proprio compenso e quello degli altri lavoratori. Mentre la ristrutturazione è molto diffusa, le imprese giapponesi devono ancora adottare i valori americani che giustificano il ridimensionamento nell'interesse del valore azionario. Inoltre, anche a partire dal 2010, la menzione della parola "*corporate governance*" in una stanza piena di dirigenti aziendali giapponesi suonerebbe come un boccone amaro circa la possibilità che il Giappone debba abbandonare i valori e le pratiche giapponesi che sono stati tanto efficaci nel guidare il "miracolo economico" del periodo post guerra per diventare più simile a quelli americani.

### **1.7.2 Il sistema finanziario dominato dalle Banche**

Una delle caratteristiche centrali del sistema finanziario del dopoguerra è stato il sistema della banca principale<sup>307</sup>. Durante il dopoguerra, le imprese erano strettamente dipendenti dai prestiti bancari per finanziare la loro rapida crescita. La banca principale coordinava le attività di finanziamento di un'impresa e la seguiva con attenzione per assicurarsi che avesse la capacità gestionale di crescere, di continuare a procurarsi servizi finanziari e saldare i propri debiti. Le banche principali furono in grado di fare ciò in parte attraverso l'utilizzo delle enormi riserve nascoste accumulate all'interno del loro portafoglio titoli. Nel primo dopoguerra, le banche acquistarono azioni nelle imprese per consolidare i rapporti bancari in corso; sebbene queste azioni fossero salite notevolmente di prezzo, le norme contabili permisero alle banche di continuare a riportarle al valore iniziale, dando loro un cuscino enorme di guadagni non dichiarati.

### 1.7.3 Incroci azionari

Quella degli incroci azionari è un'altra caratteristica chiave del sistema del dopoguerra. Esso si riferisce a due tipi di relazioni - lo scambio diretto di quote azionarie quando l'impresa A detiene azioni nell'impresa B e viceversa, così come le relazioni indirette, quando le imprese sono collegate attraverso una terza parte<sup>308</sup>. A seguito degli incroci azionari, società ed istituzioni finanziarie costituirono gli azionisti di maggioranza in molte imprese: alla fine degli anni ottanta, le istituzioni finanziarie detenevano oltre il 40% di azioni di società quotate, mentre le società industriali detenevano circa il 24%<sup>309</sup>. Azionisti societari e finanziari iniziarono ad avere interessi commerciali anche oltre i propri investimenti azionari. Per esempio, i clienti detenevano partecipazioni nei loro fornitori; gruppi di imprese affiliate, come le ferrovie, i grandi magazzini e le imprese di intrattenimento detenevano le une azioni delle altre; le società di assicurazione sulla vita detenevano azioni in imprese ai lavoratori delle quali avevano venduto polizze di assicurazione sulla vita; le banche detenevano azioni in imprese che dipendevano dai propri servizi. Poiché l'azionariato supportava le relazioni commerciali e forniva un contesto per relazioni obbligatorie di lungo termine, era estremamente improbabile che le istituzioni finanziarie e le società cedessero tali azioni, e divennero così note come "azionisti stabili".

Ciò non significa che gli azionisti non si preoccupassero del valore del loro investimento. Piuttosto, gli azionisti iniziarono a considerare il valore del proprio investimento non solo basato sul valore della quota azionaria, ma anche sul valore dell'intera relazione commerciale in corso.

### 1.7.4 Il sistema di impiego permanente e le norme della collettività

E' impossibile discutere del sistema di corporate governance giapponese del dopoguerra senza fare riferimento all'impiego permanente, il sistema attraverso il quale i lavoratori di grandi imprese si sono assicurati un lavoro fino alla pensione. Questo sistema sorse nel dopoguerra attraverso un implicito accordo in cui il management scambiò l'impiego a tempo indeterminato in cambio di pace e cooperazione<sup>310</sup>.

L'impegno del *management* a garantire il posto di lavoro divenne una norma profondamente radicata. Distinzioni tra il management ed il lavoro, e tra i dirigenti e i

---

<sup>307</sup> HOSHI T. e KASHYAP A., *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.

<sup>308</sup> OKABE M., *Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2002.

<sup>309</sup> Tokyo Stock Exchange, *Fact Book*, Tokyo, 2003.

<sup>310</sup> GORDON A., *The Evolution of Labor Relations in Japan*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1985; KUME I., *Disparaged Success: Labor Politics in Postwar Japan*, Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998.



lavoratori sono state ridotte, così come il distacco tra i ranghi dei dirigenti aziendali e quelli degli altri impiegati. Prese forma un forte senso di società come comunità, in cui gli azionisti avevano un ruolo secondario<sup>311</sup>. Questa prospettiva è stata riassunta da Nozawa Shohei, il presidente della fallita “Assicurazioni Yamaichi”, che scoppiò in lacrime in una conferenza stampa, per poi spiegare: “Non ho potuto fare a meno di piangere quando ho pensato al futuro dei nostri 7600 impiegati e delle loro famiglie”<sup>312</sup>. Queste norme sulla società come comunità si estesero alle ditte ed i suoi clienti, fornitori ed alle altre terze parti commerciali. Era considerato senza cuore per una impresa tagliare una relazione di lunga data con un fornitore, o per una banca non aiutare un cliente in difficoltà. Un compito fondamentale del management era quello di bilanciare le obbligazioni tra impiegati, fornitori, clienti e altri *stakeholder* ed allocare pezzi della torta economica (che, durante il dopoguerra era in crescita) tra tutti questi stakeholder.

### 1.7.5 Consiglio di amministrazione e processi decisionali

Nel sistema del dopoguerra, le imprese avevano una serie precisa di pratiche di processi decisionali e strutture del consiglio di amministrazione. I Consigli di amministrazione erano tendenzialmente numerosi - per esempio, nel 1990 il *board* della SONY aveva 36 consiglieri di amministrazione mentre quello della Nippon Steel ne aveva 42. I membri del cda avevano in genere responsabilità operative e fuori dal cda gli amministratori erano rari e lontani dall’essere indipendenti. Gli amministratori esterni erano spesso “amakudari” - funzionari governativi “mandati dal cielo” nella traduzione letterale dal giapponese, per fornire un canale tra la società ed un Ministro e per trascorrere qualche anno prima del pensionamento integrando i propri magri stipendi governativi con i tassi di gran lunga più remunerativi del settore privato. Altri membri esterni al consiglio erano spesso amministratori esecutivi di banche, società clienti o società madre, inviati a controllare il funzionamento, consolidare buone relazioni o guidare la svolta di una società in crisi.

Una delle ragioni per cui i consigli erano numerosi era che la qualifica di consigliere di amministrazione costituiva l’ultimo gradino del sistema di impiego a tempo indeterminato. Un impiegato diligente e fedele poteva aspirare a diventare membro del board, anche se la posizione del presidente (*shachó*) era irraggiungibile. In assenza di grosse negligenze o comportamenti criminali, il presidente poteva aspirare ad essere promosso presidente onorario, o *kaichó*, e successivamente consulente aziendale (ottenendo una macchina aziendale, un ufficio ed altre prerogative).

Il codice di commercio giapponese richiedeva inoltre alle imprese di avere *kansayaku*, o sindaci, il cui ruolo era quello di controllare la conformità del cda alla legge, di valutare l’andamento degli affari e la revisione contabile.

Alle grandi imprese fu richiesto di avere almeno tre *kansayaku*, uno dei quali doveva essere esterno (questi *kansayaku* esterni non potevano essere definiti indipendenti perché l’incarico era riservato ad ex dipendenti, a condizione che non avessero lavorato per l’azienda per cinque anni). Sebbene secondo la legge erano gli azionisti a nominare i *kansayaku*, in realtà essi erano al servizio del presidente. Nonostante i *kansayaku* riferissero i loro rilievi all’assemblea annuale degli azionisti, non avevano alcun potere di voto alle assemblee del consiglio di amministrazione né il potere di nomina o revoca del presidente.

---

<sup>311</sup> DORE R., *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, New York: Oxford University Press, 2000.

<sup>312</sup> YAMAMOTO Y., *Yamaichi president remains anguished*, Nikkei Weekly, 1 marzo 1999, p.1.

### 1.7.6 Il Codice di Commercio

Il sistema dei *kansayaku* ha una leggera somiglianza al sistema tedesco del consiglio di sorveglianza. Non è una coincidenza: il primo codice di commercio giapponese, promulgato nel 1899, venne redatto da un tedesco basato sul codice di commercio tedesco<sup>313</sup>. L'attuale codice di commercio è in gran parte il prodotto di una revisione iniziata nel 1949 sotto l'occupazione americana, che rimodellò il codice basandolo sul codice dell'Illinois (i redattori del codice erano avvocati dell'Illinois e laureati dell'Università di Chicago)<sup>314</sup>. L'influenza americana è evidente per la grande enfasi data ai diritti degli azionisti; per esempio, il principio “un'azione un voto”.

Per certi versi, le tutele degli azionisti nel codice di commercio sono state tenute in gran considerazione soprattutto per quanto riguarda i casi della loro violazione. Durante il dopoguerra, *gadflies*<sup>315</sup> di mestiere conosciuti come *sókaiya* accettavano denaro dalle società in cambio della rinuncia a porre quesiti imbarazzanti alle assemblee degli azionisti, e per impedire che altri azionisti facessero altrettanto. Le imprese rispondevano ai *sókaiya* pagandoli (nella metà degli anni novanta, molte società estremamente ben considerate furono scoperte a pagare il prezzo del silenzio ai *sókaiya*) e tenendo le assemblee generali nello stesso giorno vicino alla fine di giugno, di modo che i *sókaiya* non potessero essere presenti a tutte le assemblee. Tale giorno, conosciuto in giapponese come lo *shúchúbi*, era un gran giorno per la polizia, che era solita inviare agenti per evitare la violenza all'uscita di questi incontri tra amministratori, azionisti e gruppi criminali. Sebbene l'influenza dei *sókaiya* diminuì lungo gli anni novanta, essa persiste ancora nell'antipatia ai soci da parte dei dirigenti aziendali. È facile simpatizzare con i dirigenti aziendali, il cui antagonismo nei confronti degli azionisti è stato tinto da una storica associazione tra attivisti azionisti e crimine organizzato.

### 1.7.7 Lo Stato e la Guida amministrativa

Un altro pilastro del sistema di *corporate governance* giapponese nel dopoguerra era lo Stato, che faceva da guida e forniva una rete protettiva per società ed istituzioni finanziarie. Le istituzioni finanziarie erano protette dal “sistema del convoglio” curato dal Ministero delle Finanze, che frenava ogni istituzione finanziaria dal distaccarsi eccessivamente dalle altre e forniva un sistema di supporto per i rendimenti scarsi<sup>316</sup>. I ministeri del governo vigilarono anche sulle società, spesso attraverso i funzionari in pensione posti nei consigli di amministrazione. Questo sistema di guida amministrativa limitò gli spazi di libertà delle imprese nel creare strategie innovative e che potessero distinguersi, ma almeno in teoria ridusse il rischio limitando le loro azioni a quelle approvate dai burocrati. In pratica, il rischio era spesso aumentato, poiché le istituzioni finanziarie in particolare ignorarono i principi di base del rischio gestionale nelle loro attività di prestito in forza della convinzione che il “convoglio” li avrebbe protetti. Questo sistema incoraggiò anche il fenomeno delle società “*zombie*” - società in

---

<sup>313</sup> MILHAUPT C. J., e WEST M. D., *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan*, New York: Oxford University Press, 2004.

<sup>314</sup> MILHAUPT C. J., e WEST M. D., *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan*, New York: Oxford University Press, 2004.

<sup>315</sup> *Gadfly*, letteralmente tafano (si tratta di un insetto molesto), è stato usato come termine gergale per indicare la figura di colui il quale, possessore di titoli in diverse società, partecipa alle riunioni annuali e affronta con durezza la dirigenza ponendo spesso domande imbarazzanti.

<sup>316</sup> HOSHI T. e KASHYAP A., *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.

perpetuo dissesto, tenute a galla da ripetuti aumenti di capitale e piani di ristrutturazione del debito<sup>317</sup>.

### 1.7.8 Il sistema del dopoguerra come sistema efficace di *Corporate governance*

I ricercatori negli anni ottanta e novanta fornirono la prova convincente che il sistema del dopoguerra di istituzioni interconnesse di banche, azionariato incrociato, impiego a tempo indeterminato, e la mano-guida dello Stato costituiva un sistema efficace di governance<sup>318</sup>. Per esempio risultò che le banche principali monitoravano le imprese<sup>319</sup>, intervenendo per rimuovere amministratori delegati improduttivi<sup>320</sup>, fornendo la liquidità in tempo di crisi finanziarie<sup>321</sup> e determinando svolte e riforme strutturali<sup>322</sup>. Alcuni esperti americani<sup>323</sup> di management hanno sostenuto che il sistema giapponese di corporate governance era superiore a quello degli Stati Uniti, da quando il capitale a lungo termine delle banche e la prospettiva di lungo termine dell'azionariato stabile aveva generato un obiettivo a lungo termine. Altri studiosi mostrarono come il sistema giapponese fornisse flessibilità per le imprese negli spostamenti e nel fissare nuovi obiettivi senza il ridimensionamento di massa e le interruzioni del sistema americano<sup>324</sup>.

### 1.7.9 Cultura o istituzioni?

Si è tentati di sostenere che il sistema del dopoguerra avesse profonde radici culturali. Gli stessi amministratori giapponesi spesso riferiscono i propri comportamenti e le prassi gestionali delle loro imprese a quanto definito dalla cultura giapponese. Le relazioni obbligatorie tra ditte, lavoratori a tempo indeterminato, promozioni sulla base dell'anzianità e la rappresentanza esterna limitata al board degli amministratori evocano tutte norme culturali giapponesi per le relazioni interpersonali. La netta discontinuità tra i sistemi ante e dopoguerra, comunque, mostra piccoli segni dell'influenza culturale. Il sistema giapponese anteguerra era caratterizzato da mercati azionari attivi e da una forte propensione al finanziamento azionario<sup>325</sup>. Gli amministratori indipendenti, che rappresentavano gli interessi della maggioranza di gran parte dell'azionariato, erano comuni<sup>326</sup>. Le assunzioni a tempo indeterminato era raro nei primi anni dell'industrializzazione giapponese, e ci fu un progressivo adattamento, dovuto prima alla carenza di lavoro intorno al periodo della prima guerra mondiale e dopo ai disordini

---

<sup>317</sup> CABALLERO R. J., HOSHI T. e KASHYAP A. K., *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, *American Economic Review*, 2008, 98, 1943-1977.

<sup>318</sup> AOKI M., *Toward an economic model of the Japanese firm*, *Journal of Economic Literature*, 1990, 28, p. 1-27.

<sup>319</sup> SHEARD P., *The main bank system and corporate monitoring and control in Japan*, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1989, 11, pp. 399-422.

<sup>320</sup> KAPLAN S. N., *Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States*, *Journal of Political Economy*, 1994, 102(3), pp. 510-546.

<sup>321</sup> HOSHI T., KASHYAP A. e SCHARFSTEIN D., *The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan*, *Journal of Financial Economics*, 1990, 27, pp. 67-68.

<sup>322</sup> HOSHI T. e KASHYAP A., *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.

<sup>323</sup> PORTER M. E., *Capital disadvantage: America's failing capital investment system*, *Harvard Business Review*, Sett./Ott. 1992, pp. 65-83; THUROW L., *Head to Head: The Coming Economic Battle Among Japan, Europe, and America*, New York: Morrow, 1992.

<sup>324</sup> DORE R., *Flexible Rigidities: Industrial Policy and Structural Adjustment in the Japanese Economy 1970-80*, London: The Athlone Press, 1986.

<sup>325</sup> HOSHI T. e KASHYAP A., *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.

<sup>326</sup> RAMSEYER R. e MIWA Y., *The value of prominent directors: corporate governance and bank access in transitional Japan*, *Journal of Legal Studies*, 2002, 31(2), pp. 273-300.

sul lavoro dopo la seconda guerra mondiale<sup>327</sup>. Nonostante il sistema del dopoguerra non derivi naturalmente dalla cultura giapponese ma piuttosto provenga da condizioni specifiche della mobilitazione del periodo della guerra, la devastazione del dopoguerra, l'occupazione e i disordini, è indiscutibile che nel tempo i giapponesi iniziarono a vedere questo sistema come culturalmente compatibile e ad attribuirgli profonde radici tradizionali. L'associazione tra il sistema del dopoguerra e la cultura giapponese, più o meno corretta, ha portato ad una grande riluttanza al cambiamento e costituisce probabilmente un fattore nella notevole inerzia dell'economia a fronte dello scoppio della bolla economica e della stagnazione economica degli anni novanta.

#### **1.7.10 Falle nel sistema del dopoguerra**

A partire dalla metà degli anni ottanta, il sistema del dopoguerra è stato travolto da una serie di shock, che col tempo portarono alle pressioni per una riforma della corporate governance. Alcune delle più importanti sono l'allontanamento dal sistema della banca centrale, lo svolgimento degli incroci azionari, l'aumento di azionisti stranieri, e la crisi finanziaria degli anni novanta.

#### **1.7.11 La debolezza del sistema della banca principale**

Durante la metà degli anni ottanta, le imprese più grandi e solvibili iniziarono ad allontanarsi dal sistema della banca centrale. Le norme sono state liberalizzate per consentire alle imprese di accedere ai mercati dei capitali internazionali e le imprese si spostarono dalle banche al finanziamento diretto attraverso il mercato dei capitali. Il debito bancario come percentuale sul totale delle attività di imprese manifatturiere scese dal 34,7% del 1980 al 12,6% del 1997<sup>328</sup>. Non appena le imprese divennero meno dipendenti dalle banche principali, le banche persero gradualmente la loro funzione di governance. Alla ricerca di un rimpiazzo per il business perso, le banche estesero via via i prestiti a mutuatari più piccoli e più propensi al rischio, piantando i semi della bolla economica della fine degli anni ottanta e lo scoppio della bolla dei primi anni novanta.

#### **1.7.12 Scioglimento delle partecipazioni incrociate**

Il diminuire dell'influenza della banca principale fu accompagnato da uno scioglimento degli incroci azionari. Questi decrebbero dal 18,3% nel 1987 al 10,5% nel 1999 e il rapporto con le partecipazioni azionarie stabili scese dal 45,8% al 37,8% durante lo stesso periodo<sup>329</sup>. Le istituzioni finanziarie vendettero azioni per recuperare i guadagni non realizzati dalle azioni che erano aumentate di valore in lunghi anni di partecipazione azionaria stabile, perdendo così le riserve nascoste che avevano utilizzato in passato per le fasi di salvataggio delle società in crisi. Una revisione delle norme contabili richiese di portare nuovamente le partecipazioni al valore di mercato, con ciò significando che queste erano adesso una nuova fonte di rischio e non potevano essere viste semplicemente come uno strumento per mantenere relazioni commerciali di

---

<sup>327</sup> GORDON A., *The Evolution of Labor Relations in Japan*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1985;

<sup>328</sup> HOSHI T. e KASHYAP A., *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, MA: The MIT Press, 2001, p. 247.

<sup>329</sup> NIPPON LIFE INSURANCE (NLI) RESEARCH INSTITUTE, *Mochiai jokyō chosa: 99 nendo han (A survey of cross shareholding: Fiscal year 1999 September)*, 2000; OKABE M., *Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2002.

lunga durata<sup>330</sup>. Ciò non significa che tutte le partecipazioni incrociate furono sciolte: imprese e banche presero a negoziare i prezzi delle azioni molto accuratamente per prevenire un crollo drastico del prezzo dei titoli e per tenerli fuori dalla portata di potenziali scalatori.

### **1.7.13 Aumento degli investimenti sul mercato estero**

Gli investitori stranieri acquistarono molte delle partecipazioni azionarie incrociate possedute e poi cedute dalle istituzioni finanziarie. Il declino della partecipazione delle istituzioni finanziarie durante gli anni novanta (dal 45,2% di pacchetto azionario del 1990 al 34,1% del 2002) è quasi esattamente specchiato dall'incremento in partecipazioni da parte degli stranieri dal 4,2% al 16,5% durante lo stesso periodo<sup>331</sup>. L'acquisto di azioni giapponesi da parte degli stranieri fu parte di un fenomeno mondiale, poiché gli investitori istituzionali, specialmente quelli americani ed inglesi, iniziarono a variare gli acquisti in titoli internazionali. Tra il 1990 ed il 1998 gli americani, per esempio, incrementarono le proprie partecipazioni in azioni estere da 197,3 milioni di dollari a 1,4 trilioni di dollari<sup>332</sup>. Gli investitori stranieri erano in gran parte investitori istituzionali, in Giappone più per un proprio ritorno economico che per sostenere un ampio numero di attività commerciali. Questi spinsero per una riforma della corporate governance in Giappone, chiedendo maggiore trasparenza, grande attenzione al rientro sugli investimenti ed una migliore comunicazione con gli azionisti. Nel 2001, l'ICGN (International Corporate governance Network), un gruppo di investitori istituzionali globali, tenne il proprio incontro annuale a Tokyo per portare il proprio messaggio di richiesta di una riforma della governance societaria direttamente al mercato giapponese.

### **1.7.14 Crisi finanziaria**

Un altro impulso per la riforma è stata la crisi finanziaria degli anni novanta. Dopo lo scoppio della bolla speculativa nei primi anni novanta, l'economia iniziò a rimbalzare dalla crisi, a promesse di crescita, per poi tornare alla crisi. Fallimenti senza precedenti di imprese e istituzioni finanziarie e squallidi comportamenti eticamente decadenti di imprese famose e precedentemente rispettabili condusse i leader commerciali ed i funzionari governativi a pensare ad una riforma.

Alcuni dei primi sforzi di riforma della corporate governance ebbero origine tra i leader commerciali. Un'iniziativa particolarmente significativa iniziò come un gruppo di studio sulla corporate governance all'inizio del 1994, condotta da Nakamura Kaneo, successivamente presidente della Banca Industriale del Giappone, e coinvolse gli amministratori delegati di alcune delle più importanti imprese del Giappone. Questo sforzo portò avanti l'istituzione del "Forum della Corporate governance Giapponese", il quale redasse un manifesto dei Principi della Corporate governance pubblicato in lingua inglese e giapponese<sup>333</sup>.

Anche se la relazione tra la crisi degli anni novanta e la riforma della corporate governance è importante, non dovrebbe essere eccessivamente enfatizzata. Nel settore finanziario, dove la crisi fu maggiormente acuta, ci furono poche spinte per una riforma della governance societaria sia da parte degli amministratori delegati che da parte dei

---

<sup>330</sup> OKABE M., *Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2002.

<sup>331</sup> Tokyo Stock Exchange, *Fact Book*, Tokyo, 2003.

<sup>332</sup> STEINMETZ G., *Rising US investment in European equities galvanizes old world*, Wall Street Journal, 4 agosto 1999, p.1.

<sup>333</sup> Japan Corporate Governance Forum, *Corporate governance principles: Japanese view*, 1998.

funzionari governativi<sup>334</sup>. Anche tra gli amministratori societari vi fu un serrato dibattito sull'opportunità di una riforma della corporate governance come risposta alla crisi. Mentre i leader commerciali come Miyauchi Yoshihiko della "Orix and Idei Nobuyuki of Sony" propose di adottare le prassi anglo-americane, altre figure leader, e su tutti Okuda Hiroshi, presidente della "Toyota and Mitarai Fujio", presidente di "Canon", sostenne che le imprese giapponesi non dovessero abbandonare il sistema nazionale (in particolare, il sistema del consiglio di amministrazione controllato dall'interno e il sistema di impiego a tempo indeterminato).

#### **1.7.15 Un vuoto di corporate governance**

Vi è poco consenso sul fatto che sia stata la debolezza del sistema di corporate governance giapponese a causare la crisi degli anni novanta. E' fuor di dubbio, in ogni caso, che dalla fine degli anni novanta il sistema si era fortemente indebolito, tanto da parlarsi di un vero e proprio vuoto di governance societaria. Il sistema della banca centrale non funzionava più, poiché le grandi imprese potevano procurarsi il capitale dovunque e il sistema bancario era troppo impegnato a sopravvivere per fornire una maggiore vigilanza. Mentre rimasero gli incroci azionari, il cambio delle regole contabili obbligò le imprese e le istituzioni finanziarie a considerare il valore di mercato dei titoli e trattarli come investimenti finanziari. Gli investitori stranieri, fortemente impegnati nelle prassi di governance anglo americane, dominarono le borse valori giapponesi. Il Governo si era anche ritirato dal business della politica commerciale e ridotto, se non eliminato, le nomine degli "amakudari" nei consigli di amministrazione per i funzionari governativi in pensione. Il contesto commerciale era cambiato da un netto percorso di recupero rispetto alle nazioni occidentali industrializzate ad un percorso di decisioni incerte e rischiose di investimenti in nuove tecnologie e nuovi mercati. Un nuovo sistema di corporate governance era necessario per rispondere a questa nuova struttura di assetti proprietari e contesto commerciale. Ancora gli investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione e i fondi comuni di investimento erano rimasti silenziosi ed inattivi.

#### **1.7.16 Le riforme di corporate governance degli anni novanta e del duemila**

In questo contesto, erano necessarie nuove istituzioni e nuove pratiche per governare le imprese giapponesi. Nonostante l'emersione di queste nuove istituzioni sia stata lenta e segnata da un dibattito acceso e da resistenze, gli anni novanta hanno segnato un periodo di transizione nella *corporate governance* giapponese.

Gli anni novanta sono stati un periodo particolarmente attivo per la revisione delle leggi relative alla *corporate governance*, in particolare, quelle sulla contabilità ed il Codice Commerciale. La revisione delle norme contabili è stata particolarmente importante per la sua centralità nell'indebolire la partecipazioni incrociate. Queste revisioni sono state parte del Big Bang, una serie di riforme nelle pratiche finanziarie annunciate nel 1996 e congegnate sia come antidoto alla crisi finanziaria sia come mossa politica per assicurare il ruolo di Tokyo come centro finanziario globale. Diverse modifiche hanno avuto particolari conseguenze per la corporate governance . Nel 2001, le imprese hanno dovuto riportare le partecipazioni incrociate al valore di mercato<sup>335</sup>, con ciò conseguendo che non avrebbero più potuto mantenere partecipazioni incrociate sui propri registri contabili senza preoccupazione per le conseguenze finanziarie, dal momento che avrebbero dovuto riportare le azioni detenute a scopo di investimento al

---

<sup>334</sup> Nakamura, presidente della Banca Industriale del Giappone, fu un'eccezione.

<sup>335</sup> OKABE M., *Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System*, Cheltenham, Uk and Northampton, MA, USA: Edwar Elgar, 2002, p.33.

valore di mercato all'inizio del 2000. Nel 1999, le imprese hanno dovuto comunicarsi i risultati dei bilanci consolidati, e le regole per i bilanci consolidati sono state irrigidite di modo che le imprese dovevano includere nei bilanci consolidati non solo le società sussidiarie nelle quali detenevano partecipazioni di controllo, ma anche quelle sulle quali esercitavano un controllo di fatto, per esempio, attraverso un distacco di gestione. Lungo gli anni novanta, furono apportate diverse modifiche al Codice Commerciale, inclusa la liberalizzazione delle *stock option* e l'acquisto di azioni proprie, e nel 2002 è stata approvata la più significativa revisione sin dal primo dopoguerra. Questa revisione includeva disposizioni per uno dei problemi più discussi nella corporate governance giapponese, gli amministratori indipendenti. Essa permise alle imprese di scegliere tra quello che viene comunemente definito come il consiglio di amministrazione del modello americano, con tre comitati - di nomina, per le remunerazioni e di controllo - che vengono diretti da amministratori esterni (definiti come amministratori che non sono assunti dalla società o da una sua controllata né lo sono mai stati). Le imprese che adottavano un consiglio di amministrazione con il sistema dei comitati non dovevano dotarsi del *kansayaku*, il collegio sindacale che era prima richiesto per tutte le società.

### 1.7.17 Difesa dalle scalate

Intorno al 2005 un'ondata di tentativi di scalata sia da parte di investitori giapponesi che stranieri fece crescere la paura di scalate ostili. Per esempio, nel 2005, Livedoor, una società giapponese, tentò una scalata ostile della Nippon Broadcasting System (NBS). Per difendersi, la NBS emise warrants per la Fuji Television, con cui aveva una partecipazione incrociata. Il tribunale si pronunciò contro i warrant, ma Livedoor alla fine ha rinunciato alla scalata con un accordo con la NBS e la Fuji<sup>336</sup>. Un Fondo americano, la Steel Partners, lanciò un'offerta ostile su più società, inclusa la "Sotoh and Bulldog Sauce", anche se nessuna andò in porto<sup>337</sup>.

Nel 2006, il Corporate Value Study Group del Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria<sup>338</sup> ha raccolto le linee guida per l'implementazione delle difese dalle offerte ostili, proponendo che le imprese giapponesi necessitino di propri meccanismi per difendere se stessi dalle offerte ostili così che non reagiscano frettolosamente e in modo inappropriato<sup>339</sup>. Il METI ha evidenziato le misure che potrebbero adottarsi nel diritto vivente giapponese, inclusi dei progetti sui diritti. Dal 2008, il 23,8% delle società quotate sulla First Section della Borsa Valori di Tokyo hanno adottato una sorta di misure difensive<sup>340</sup>.

### 1.7.18 Cambiamento delle pratiche commerciali e Catalogo Giapponese sulla Corporate governance

---

<sup>336</sup> DOOLEY G., *Streamlining the market for corporate control: a takeovers panel for Japan?*, 2008, in NOTTAGE L. E ALTRI (eds), *Corporate Governance in the 21st*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 155-177.

<sup>337</sup> KAMIYA M. e ITO T., *Corporate governance at the coalface: comparing Japan's complex case law on hostile takeovers and defensive measures*, in NOTTAGE L. E ALTRI (eds), *Corporate Governance in the 21st*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 178-196.

<sup>338</sup> Ministry of Economics, Trade and Industry (METI).

<sup>339</sup> Ministry of Economics, Trade and Industry (METI), *Kigyo kachi hokokusho 2006: kigyo shakai niokeru koseina ruuru no teichaku ni mukete (Report on corporate value 2006: toward the establishment of fair rules in corporate society)*.

<sup>340</sup> Tokyo Stock Exchange, *Tosho jojo cooporeeto gabanansu hakusho*, 2009 (*White paper on listed companies' corporate governance*).

Poiché le riforme giuridiche hanno dato alle imprese giapponesi una considerevole flessibilità nelle loro pratiche di corporate governance, al fine di valutare l'entità e la qualità della riforma di governance societaria è necessario guardare ai cambiamenti al livello delle imprese. Esaminiamo alcuni dei maggiori cambiamenti nelle pratiche commerciali basati sui dati raccolti dal Japan Corporate governance Research Institute nella sua ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone nel 2009<sup>341</sup>. Dal 2002, questa indagine è stata inviata annualmente alle società quotate nella prima sezione della Tokyo Stock Exchange. Sulla base dell'indagine, è stato creato un indice della Corporate governance giapponese per ogni società, in un range da 0 a 100 punti. La ricerca assegna un indice generale ad ogni società sottoposta alla ricerca, e valuta anche la corporate governance dell'impresa in termini di altre variabili: obiettivi societari e responsabilità dell'amministratore delegato; struttura e funzioni del consiglio di amministrazione; sistema di amministrazione; trasparenza e comunicazione con gli azionisti. Sulla base della ricerca, basata su 215 imprese societarie (su 1697 società quotate) prese in considerazione nel 2009, si sviluppano i paragrafi che seguono.

### **1.7.19 Riforma del Consiglio di Amministrazione**

Probabilmente il primo indicatore usato a livello mondiale per misurare la corporate governance è l'indipendenza degli amministratori del board. In Giappone, gran parte del dibattito sulla riforma della corporate governance ha discusso se le società giapponesi abbiano bisogno di amministratori indipendenti, ed un certo numero di amministratori esecutivi ha criticato i consigli di amministrazioni indipendenti come una pratica "americana" inappropriata per il Giappone.

La ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone indica che l'opinione contraria ai consigli di amministrazione indipendenti è molto diffusa e la riforma del board sta procedendo a rilento. La ricerca ha domandato alle società il numero e il contesto degli amministratori indipendenti e la procedura con cui essi sono nominati e remunerati. Nel 2009 le società che hanno risposto hanno ricevuto una media di 39,7% su un totale di 25 punti assegnati alla struttura e alle funzioni del consiglio di amministrazione. Nel 2004 la percentuale era il 26,6%, e ciò indica che anche se ci sono stati sostanziali miglioramenti nella struttura e nelle funzioni del *board*, le resistenze ad una indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione resta forte. Un esame più ampio delle società quotate offre la prova di questa resistenza: uno studio del Tokyo Stock Exchange ha rilevato che solo il 44,1% delle società quotate avevano uno o più amministratori esterni, e che le società con uno o più amministratori esterni ne hanno in media solo al 1,76<sup>342</sup>.

Molte società hanno tentato di aumentare la vigilanza indipendente aumentando l'indipendenza dei *kansayaku* richiesta dal Codice Commerciale per le imprese che non avevano adottato la struttura dei comitati. Alcune società hanno nominato *kansayaku* con una sostanziosa esperienza commerciale ed indipendenza di giudizio, nonostante non fosse affatto chiaro quanto fosse diffusa questa pratica, e se il ruolo del *kansayaku*, con potere limitato e senza diritto di voto nel consiglio di amministrazione, abbia dato a persone pur indipendenti e ben qualificate il potere e le risorse di vigilare sull'amministratore delegato e sul consiglio di amministrazione.

Un'altra tendenza è stata la riduzione della dimensione dei consigli di amministrazione rimuovendo la maggior parte degli amministratori esecutivi. La "Sony" ha dato inizio a

---

<sup>341</sup> Japan Corporate Governance Research Institute, 2009 *JCGR corporate governance survey report*.

<sup>342</sup> Tokyo Stock Exchange, *Tosho jojo cooporeeto gabanansu hakusho*, 2009 (*White paper on listed companies' corporate governance*), p.18.



questa prassi, che ha denominato “sistema dei dirigenti” o sistema “*shikko yakuin*”, nel 1997, quando ha ridotto il proprio consiglio di amministrazione da 38 a 10 membri. Questo sistema prometteva di aumentare la velocità e flessibilità dei modelli decisionali. Dal 2009, il 46,2% delle società quotate ha adottato il sistema *shikko yakuin*<sup>343</sup>. Nonostante molte società avessero spiegato l’adozione di tale sistema in termini di miglioramento della *governance* attraverso la separazione delle funzioni di esecuzione e di monitoraggio del management, il suo utilizzo è stato raramente accompagnato dall’aumento degli amministratori indipendenti, e così, questo sistema è stato quello in cui i membri interni hanno vigilato sugli altri membri interni.

### **1.7.20 Disclosure e trasparenza**

Di tutte le riforme di corporate governance, miglioramenti nella *disclosure* e nella trasparenza sono stati forse i più completi. Nel 2000, il presidente della Shoei Co. aveva respinto l’azionista e attivista Yoshiaki Murakami dicendo “Sono il Presidente, non ho bisogno di parlare con tutti gli investitori”<sup>344</sup>. Dal 2005, è stato difficile immaginare un presidente di un’azienda leader con questa opinione (o almeno che fosse disposto a esprimere a voce questa opinione a dei giornalisti). Le società hanno creato dipartimenti di relazioni con gli investitori e gli amministratori delegati hanno speso una percentuale sempre maggiore del loro tempo parlando agli investitori, soprattutto a quelli stranieri. Uno studio di come gli amministratori delegati spendessero il proprio tempo, sponsorizzato dalla Associazione giapponese degli Amministratori Societari, rilevò che dagli anni ottanta gli amministratori delegati avevano aumentato la quantità di tempo trascorso a parlare agli investitori ed agli analisti<sup>345</sup>.

I risultati della ricerca sull’Indice di Corporate governance in Giappone del 2009 evidenziano questa tendenza. L’Indice di Corporate governance in Giappone assegna 20 punti alle relazioni con gli investitori e alla disclosure, e, in media, le società raggiungono il 67,8% di questi punti. C’è una sostanziale crescita dalla percentuale del 52% del 2004: ciò suggerisce che mentre le società stavano dando una ben più grande attenzione alle relazioni con gli investitori ed alla disclosure piuttosto che all’indipendenza del board, avevano ancora molta strada da fare per migliorare la trasparenza.

### **1.7.21 Controllo interno e sistemi di amministrazione**

Le riforme di governance sono state dichiarate anche rispetto al controllo interno ed ai sistemi di amministrazione del rischio. Le imprese societarie sottoposte all’indagine hanno ottenuto una media del 64,2% su un totale di 26 punti assegnati alle imprese per il sistema di controllo interno e quello di amministrazione del rischio (tenendo in considerazione l’esistenza di obiettivi finanziari per le società controllate, la struttura del sistema di controllo interno, ed il ruolo dell’amministratore delegato nel sovrintendere questi sistemi). C’è stata una crescita dal 59,3% del 2004. L’attenzione crescente per questi sistemi è in parte una risposta alle crisi degli anni novanta e dei primi anni del nuovo millennio, incluse le forti perdite della “Sumitomo Corporation” e della “Daiwa Bank” dovute a professionisti disonesti, insabbiamenti di negligenze della

---

<sup>343</sup> Tokyo Stock Exchange, *Tosho jojo cooporeeto gabanansu hakusho*, 2009 (*White paper on listed companies’ corporate governance*), p.18.

<sup>344</sup> MCINTYRE D., *Challenging Japan’s cozy corporate culture*, 7 febbraio 2000, disponibile su <http://www.timeasia.com>.

<sup>345</sup> Japan Association of Corporate Directors, *Nihongata CEO no jikan no tsukaikata ni kansuru chosa (A survey of how japanese-style CEOs use their time)*, News Release, Novembre 2004, Tokyo, disponibile in [http://www.jacd.jp/press/041101\\_01press.pdf](http://www.jacd.jp/press/041101_01press.pdf).

“Mitsubishi Motors”, vendite di latte andato a male della “Snow Brand”, e l’inadeguato mantenimento e monitoraggio delle centrali nucleari della “Tokyo Electric Power”.

### **1.7.22 Impegno al valore azionario**

Durante gli anni novanta e i primi anni del millennio, gli atteggiamenti dei dirigenti aziendali si sono trasformati radicalmente, non appena essi hanno iniziato a considerare gli azionisti meno come elementi criminali e più come degli importanti sostenitori. Questo non vuol dire che gli amministratori giapponesi siano giunti ad aderire al pensiero inculcato nelle scuole commerciali americane che l’unico obiettivo della società sia la massimizzazione del valore azionario.

Mentre poche imprese sono state molto esplicite nel fissare il valore azionario come uno dei propri obiettivi principali, molti altri hanno preso una posizione più debole, portando gli azionisti da ultimi della lista di stakeholder maggiormente vicini, se non allo stesso livello, allo status di lavoratori e clienti<sup>346</sup>. La ricerca sull’Indice di Corporate governance in Giappone valuta la misura in cui gli obiettivi societari sono allineati allo share

holder value, ed il grado in cui l’amministratore delegato assume responsabilità personale per raggiungere tali obiettivi. Nel 2009 la percentuale di raggiungimento degli obiettivi è stata del 37,9%, una diminuzione reale dal 42,5% del 2004. Ciò è particolarmente sorprendente poiché il tasso di raggiungimento obiettivi per le altre componenti è aumentato, e suggerisce che le società siano ancora vacillanti sulla necessità che di dare priorità agli azionisti piuttosto che agli stakeholders, e che l’amministratore delegato abbia una responsabilità personale per i risultati d’impresa.

Nel 2004 la ricerca sull’Indice di Corporate governance in Giappone ha chiesto agli amministratori delegati di elencare i propri stakeholder maggiormente importanti. Il 34% circa ha posto gli azionisti al primo posto, il 35% circa al secondo (il 55% ha messo i clienti al primo posto ed il 31% ha messo i clienti al secondo). Quando è stato loro chiesto se fossero d’accordo con l’idea che l’obiettivo d’impresa è la massimizzazione del valore azionario, il 36% si è dichiarato d’accordo, mentre il 44% ha risposto che dovrebbe esserlo in teoria, ma ciò non era adatto al Giappone.

Mentre i dirigenti giapponesi sono rimasti vaghi sugli azionisti, essi sono stati molto più chiari sul fatto che l’obiettivo della società dovrebbero essere i profitti piuttosto che la crescita a tutti i costi. Secondo una ricerca condotta dal Ministero delle Finanze nel 1999, il 22,5% delle 1207 imprese considerate ha risposto di avere già utilizzato l’indice di redditività del capitale proprio (il c.d. ROE<sup>347</sup>) per misurare i risultati aziendali, il 26,5% ha detto che era necessario iniziare ad utilizzarlo, ed il 33,6% ha risposto che era probabilmente importante utilizzarlo<sup>348</sup>.

### **1.7.23 Le società al vaglio delle proprie pratiche di gestione societaria**

La ricerca sull’Indice di Corporate governance in Giappone ha fornito anche alcuni elementi su quali siano le società che stanno riformando la propria corporate governance. In generale, le grandi imprese sono state propense a rispondere alla ricerca

---

<sup>346</sup> LEARNMOUNT S., *Corporate Governance: What can be learned from Japan?*, Oxford: Oxford University Press, 2002.

<sup>347</sup> ROE: *Return on equity*.

<sup>348</sup> Ministry of Finance, *Waga kuni kigyō no finansu shitemu to cooporeeto gabanansu ni kansuru ankeeto chosa kekka (Results of survey on the Japanese financial system and corporate governance)*, Tokyo, 1999.

sull'Indice di Corporate governance in Giappone - in media, gli intervistati sono stati quasi il doppio delle dimensioni di una società media in attività e fatturato quotata sul Tokyo Stock Exchange. Le società intervistate sono più alti per rendimento delle attività, redditività delle vendite e ritorno su azioni ordinarie. Se consideriamo che le società intervistate sono più interessate alla corporate governance della maggior parte delle società quotate, possiamo concludere che l'interesse alla corporate governance tende ad essere concentrato nelle società più grandi e dai risultati migliori.

Le società intervistate dalla ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone sono state raggruppate in due categorie: grandi imprese, con livelli di una deviazione standard o più sopra la media, ed imprese con livelli di una deviazione standard o più sotto la media fissata dalla ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone. Le ricerche, condotte annualmente dal 2002 al 2009, indicano che le imprese societarie nel gruppo delle grandi imprese tendono ad ingrandirsi e ad avere una percentuale più grande di proprietà straniera rispetto ad altre società. Quindi è chiaro che le società più grandi con alti livelli di proprietà posseduta da investitori stranieri stanno riformando la propria corporate governance .

Un elemento interessante è la comparsa di un buon numero di società giapponesi di grandi dimensioni e "tradizionali" tra quelle con alti livelli secondo i parametri della ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone. Nel 2009, la Toshiba aveva l'indice più alto. Altre aziende che si sono classificate tra le prime 50 percentualmente nei vari anni in cui l'indagine è stata compiuta sono la "Mitsubishi Electric", la "Nippon Steel" e la "Hitachi". Nella metà degli anni novanta, i sostenitori della riforma della corporate governance tendevano ad essere imprese che erano considerate fuori dal circuito commerciale più importante a causa dell'elevata presenza di partecipazioni di investitori stranieri nel proprio capitale, di amministratori delegati giovani ed innovativi, o culture societarie non tradizionali (la "Sony" e la "Hoya" furono alcune tra le società leader della riforma societaria). Dal 2009, è stato chiaro che la riforma della governance societaria è divenuta una preoccupazione crescente per una lunga serie di società. Anche nel 2009, comunque, la media dell'indice di corporate governance giapponese per le società intervistate era solo di 50,7 su 100 punti (ed è probabile che considerando le società che non hanno risposto, con il loro scarso interesse verso la corporate governance , tale valore si abbasserebbe ulteriormente). Ciò indica che la riforma della corporate governance ha ancora molta strada da fare.

#### **1.7.24 Prospettive future per la corporate governance in Giappone**

Negli ultimi due decenni in Giappone il dibattito sulla corporate governance ha visto una divisione tra due visioni estreme: se passare al sistema americano o mantenere il sistema di governance giapponese del dopoguerra. Ancora, come si è detto, mantenere il sistema di governance "tradizionale" del dopoguerra non è più un'opzione, da quando è stato indebolito dall'abbandono del ruolo della banca principale, dallo scioglimento degli incroci azionari, dalle modifiche alle regole contabili e dall'aumento di investimenti da parte degli stranieri. Né, comunque, ci sono grandi segnali di convergenza verso il modello americano. Mentre la struttura normativa e regolamentare, le prassi commerciali, e i comportamenti degli amministratori nei riguardi della corporate governance sono cambiati considerevolmente durante gli anni novanta, l'intensa opposizione agli amministratori indipendenti e le opinioni contrastanti sugli azionisti tra i leader societari giapponesi rende improbabile l'adozione del sistema angloamericano. Inoltre, i maggiori cambiamenti nel sistema giapponese sono improbabili a meno che non si risvegli l'attivismo degli azionisti tra gli investitori istituzionali nazionali.

Non è abbastanza semplice dire che l'emergente sistema giapponese sarà un ibrido di pratiche angloamericane e del sistema del dopoguerra, considerato che ci sono molte forme che un tale ibrido potrebbe assumere. Una possibilità è che emergano due settori della corporate governance : uno occupato da società con alta percentuale di partecipazione al capitale di stranieri, che sembreranno molto angloamericane, ed un'altra di società "tradizionaliste" che manterrà molto del sistema del dopoguerra. Un'altra possibilità è che il consenso di un nuovo modello emerga appena le società adotteranno il sistema dello shareholder value integrandolo con il già esistente modello della società-comunità, considerando gli azionisti come uno stakeholder apprezzato, e bilanciando i rientri a lungo termine per gli azionisti con i lavoratori e la comunità.

Gli elementi di questo nuovo modello è probabile includeranno pochi amministratori indipendenti, anche se non la maggioranza, ed una maggiore disponibilità dei dirigenti aziendali a considerare le decisioni del consiglio di amministrazione dalla prospettiva degli azionisti (anche se non è chiaro che ciò non potrebbe mai sostituire un vero e proprio monitoraggio indipendente). Il nuovo modello probabilmente potrebbe includere grande attenzione al rispetto ed alla gestione del rischio, sebbene, ancora, non è che chiaro che questi sistemi possano funzionare effettivamente in assenza di un consiglio di amministrazione indipendente.

Un elemento che difficilmente può cambiare in modo significativo è la remunerazione dell'amministratore delegato. Mentre i dirigenti americani ed europei sono stati criticati per gli eccessivi compensi, gli stipendi degli amministratori delegati in Giappone sono rimasti relativamente modesti. Le norme sociali sui livelli di paga rimangono rigide, e gli amministratori delegati di diverse società sembrano credere che pretendere compensi troppo alti sarebbe non etico e demotivante per i lavoratori. La remunerazione relativamente modesta degli amministratori delegati può anche semplicemente riflettere la grande natura collettiva dell'amministrazione giapponese, ed il fatto che gli a.d. non meritano né credito né colpe sproporzionate per le proprie prestazioni.

#### **1.7.25 Tendenze in seguito alla crisi finanziaria globale**

La crisi finanziaria globale del 2008/2009 ha colpito duramente il Giappone. Mentre il settore bancario è andato abbastanza illeso, le società giapponesi hanno sofferto immensamente il rallentamento nel business globale. Nel 2009, il Giappone ha conosciuto il livello più basso di crescita del PIL (meno 5%) dal dopoguerra. La crisi finanziaria, spesso denominata in Giappone "Lehman Shock", ha rafforzato le posizioni degli avversari dello stile di corporate governance angloamericano. Non ha aiutato il fatto che la banca più afflitta dalla crisi finanziaria, la Shinsei Bank, avesse sulla carta almeno uno dei più indipendenti consigli di amministrazione tra tutte le società ed istituzioni finanziarie giapponesi. La crisi finanziaria, oltre ai fallimenti di spicco dei fondi di private equity come la Steel Partners, nelle loro offerte pubbliche di acquisto ed altri tentativi di utilizzare l'attivismo degli azionisti per influenzare la politica delle società giapponesi, ha calmato la voce degli investitori stranieri, che erano precedentemente stati i principali sostenitori della riforma della corporate governance . Eppure, appena gli stranieri si stavano ritirando, le pressioni per la riforma della governance è andata crescendo in Giappone. Nel 2010, il Tokyo Stock Exchange ha introdotto il requisito che ogni società quotata abbia almeno un amministratore indipendente, con caratteristiche di indipendenza abbastanza rigide. Anche il governo giapponese ha promosso la riforma della corporate governance , ed in particolare l'adozione degli amministratori indipendenti. Nel 2009, il Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria ha diffuso una relazione del Corporate Governance Study Group, raccomandando che le società avessero almeno un amministratore indipendente,

ed introducendo una definizione più stringente dell'indipendenza<sup>349</sup>. Nel 2009, l'Agenzia dei Servizi Finanziari ha pubblicato una relazione del Financial System's Council Study Group sull'Internazionalizzazione dei mercati finanziari e dei capitali giapponesi, che raccomandava che le società nominassero uno o più amministratori esterni<sup>350</sup>. Il Partito Democratico del Giappone, che è salito al potere nel 2009, ha incluso nel proprio manifesto politico anche riferimenti all'importanza del rafforzamento della corporate governance<sup>351</sup>. Anche se le proposte sono state vaghe, c'erano indicazioni che il partito volesse promuovere una "legge sulle società pubbliche" che richiedesse un numero minimo di amministratori indipendenti (tanto quanto un terzo) e la rappresentanza dei lavoratori nel consiglio di amministrazione.

Questi cambiamenti nella politica suggeriscono che il governo giapponese si sta sempre più convincendo della stretta connessione tra buona governance, ed in particolare amministrazione indipendente, e vitalità economica. Finora gli investitori istituzionali giapponesi hanno continuato a mantenere un basso profilo e rimanere virtualmente silenziosi sui problemi della corporate governance. Una continua eccezione è il la Pension Fund Association, che gestisce circa ottanta miliardi di dollari di denaro delle pensioni societarie, ed è stata una voce in difesa della riforma. Esso ha adottato le linee guida per l'esercizio dei diritti di voto contro le società dalle prestazioni negative, e nel 2004 ha creato un fondo per la corporate governance, investendo in società la cui governance aderiva maggiormente agli standards americani.

La forma finale della corporate governance giapponese dipenderà anche dalla relazione che può essere stabilita tra corporate governance e performance. Questo punto è ancora un nodo del problema. I risultati della ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone tra il 2002 e il 2009 indica che essi sono in chiara connessione. Le società che hanno raggiunto punteggi alti nella ricerca sull'Indice di Corporate governance in Giappone, in altre parole, società che hanno adottato pratiche più angloamericane in termini di indipendenza del consiglio di amministrazione, disclosure e trasparenza, e responsabilità nei confronti degli azionisti, tendono ad avere prestazioni migliori, come risulta dai rendimenti sulle attività, sul patrimonio e sulle azioni ordinarie. Non è chiaro comunque se ciò avvenga perché società meglio gestite ottengono migliori risultati, o se perché le società che ottengono migliori risultati hanno maggiori probabilità di riforma delle proprie pratiche di governance. Visto che la riforma della governance in Giappone è abbastanza recente, ci vorranno diversi anni prima che la direzione intrapresa divenga chiara.

### **1.7.26 Conclusioni sul sistema giapponese**

Dagli anni novanta, il sistema giapponese di corporate governance ha sperimentato significativi cambiamenti in risposta alla prolungata crisi economica, un incremento degli investimenti stranieri, e slancio globale per la riforma della corporate governance. Forse la più importante spinta al cambiamento, comunque, è stata la trasformazione del sistema finanziario e la struttura della proprietà societaria, ed i cambiamenti nel contesto commerciale. Il declino del sistema della banca centrale e della guida amministrativa, una fiducia crescente nei mercati dei capitali, e la fine dell'obiettivo strategico nazionale di rincorrere i paesi occidentali, hanno portato ad un vuoto di governance. Molte società

---

<sup>349</sup> Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), *Kigyo tochi kenkyuukai hokokusho (The corporate governance study group report)*, 2009.

<sup>350</sup> Financial Services Agency, *Wagakuni kinyu shihon no kokusaika ni kansuru sutadi guruupu hokoku: Jojo kaisha nado no coporeito gabanansu no kyoka ni mukete (Report by the financial systems council's study group on the internalization of Japanese financial and capital markets)*, 2009.

<sup>351</sup> The Democratic Party of Japan, *Manifesto 2009*, 2009.

giapponesi, ma non tutte, hanno cercato nuove pratiche di governance per riempire questo vuoto ed assicurarsi che l'economia giapponese fosse in grado di riavviare il suo percorso storico di crescita e vitalità, affrontando le nuove sfide della globalizzazione, l'invecchiamento della popolazione, e la crescente incertezza nelle tecnologie e nei mercati.

Il processo di riforma è apparso essere abbastanza lento, a causa della diffusa discussione e disputa riguardante la forma appropriata di governance per il Giappone. Molto di questo discorso è rimasto solo a livello teorico. La corporate governance, comunque, non è solo un argomento accademico, ma un problema di ordine pratico, oltre che un mezzo per assicurare una crescita sostenibile delle società e dell'economia. E' necessaria maggiore ricerca sulle relazioni tra governance e strategia societaria da una parte e risultati d'azienda dall'altra.

## **1.8 PROPRIETA' E CONTROLLO IN CINA**

### **1.8.1 Introduzione**

Lo sviluppo della governance societaria in Cina sta entrando in una nuova fase in cui gli effettivi meccanismi e prassi di governance sono diventate presupposto necessario per la ricerca di una prosperità duratura attraverso un'economia di mercato aperto che possa competere a livello mondiale. Mentre la Corporate governance cinese avrebbe potuto essere considerata un argomento oscuro e nelle mani di pochi accademici ed operatori pratici, adesso costituisce una parte molto importante del linguaggio finanziario per diversi gruppi di stakeholders, inclusi investitori, managers, amministratori societari, così come per organizzazioni governative e non governative. La Cina non può rinviare oltre, è questo il momento in cui deve sostenere il suo momento di crescita economia, sviluppare credibilità e le diverse forme di organizzazioni commerciali che implementano la propria corporate governance.

Affinché il modello cinese di corporate governance, versione riadattata di quello angloamericano, funzioni effettivamente, è necessario che si sviluppino e funzionino effettivamente anche il mercato formale e sostanziale oltre che le istituzioni sociali<sup>352</sup>. Mentre si è continuato ad introdurre ed utilizzare in Cina un impressionante numero di pratiche e meccanismi di corporate governance, esistono alcuni problemi sistematici e correlati che richiedono l'introduzione di un sistema pienamente efficace di governance societaria.

Tra questi problemi, per esempio, vi sono: l'attuale problema familiare delle conseguenze gestionali per il dominio da parte di proprietà statali nelle quotate, nelle maggiori banche e nelle imprese non quotate; il controllo degli insider; regime di pubblicità e informazione societaria, nonché di monitoraggio, povero; l'esercizio effettivo dei diritti e la tutela dei soci; l'effettività del consiglio di amministrazione; e la ricorrente debolezza nonché l'applicazione non uniforme di leggi e regolamenti. Ci sono anche lotte più importanti come il ruolo di governance societaria dell'organizzazione del Partito Comunista, e problemi di regulators sovrapposti, trasparenza, compensi degli amministratori, e il procedere dello sviluppo di un mercato che funzioni correttamente e delle istituzioni sociali, oltre che una cultura societaria compatibile con un sistema di corporate governance moderno, che il governo cinese sta cercando di costruire. Lo sviluppo della CG in Cina può servire in molti modi da collegamento e guida per sviluppare altre aree chiave nel contesto economico e

---

<sup>352</sup> TAM ON KIT, *The development of Corporate Governance in China*, Cheltenham, Regno Unito e Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 1999.

regolamentare. Ad esempio, negli ultimi anni la quotazione delle maggiori imprese di proprietà statale e delle banche nei mercati azionari esteri ha fornito la spinta necessaria ad assicurare i cambiamenti di governance e amministrazione che le Autorità cinesi troverebbero convenienti a proprio vantaggio perché gli investitori ed i legislatori stranieri domanderanno il rispetto degli standard internazionali di livello.

In questa fase la Cina sta passando da un quadro generico introduttivo di norme e regolamenti formali, alla creazione di istituti comprensibili per far funzionare il sistema nell'interesse di tutte le categorie di stakeholders. Lo sviluppo iniziale della corporate governance si è limitato a fissare quanto necessario ad un contesto formale per le società quotate. Dopo circa vent'anni di sviluppo, c'è adesso un bisogno urgente di riformare il sistema finanziario del paese, e dare risposta alla crescente domanda dei settori nazionali e societari per accedere al mercato dei capitali ed investire più efficacemente, oltre che dare risposte al settore pubblico il quale necessita di essere dotato di istituzioni e strumenti che rendano possibile l'esercizio del controllo indiretto sull'economia. Il governo cinese ha deciso di cambiare linea d'intervento, passando dalla consueta gestione di routine di imprese di proprietà statale, al controllo ed alla guida di quelle industrie ritenute strategiche a livello nazionale, promuovendo un gruppo selezionato di imprese su larga scala, posseduto direttamente dal governo centrale, per renderle industrie leader, tanto per dimensioni quanto per la posizione di monopolio naturale o regolamentato. Per raggiungere questi obiettivi, le banche di proprietà statale costituiranno una chiave strategica per consentire al governo di esercitare discrezionalmente iniziative macroeconomiche per orientare il percorso di crescita dell'economia cinese. L'espansione di massa di prestiti bancari nel breve periodo come risposta cinese alla crisi finanziaria globale nel 2009 è stata una precisa conferma del modus operandi del governo cinese. Questo, l'esperienza degli scandali finanziari e la ristrutturazione delle banche cinesi di proprietà statale nel separare i prestiti in sospeso<sup>353</sup>, ha evidenziato l'importanza di una buona corporate governance per assicurare che l'industria bancaria possa fornire dei risultati.

### ***1.8.2 Corporate governance e sviluppo dell'economia finanziaria cinese***

Dal 2009, 60 anni dopo l'istituzione della Repubblica Popolare Cinese, la Cina ha iniziato a diventare un'economia significativa a livello mondiale per dimensioni, per la sua continua crescita, e per la sua condizione di Paese esportatore più forte al mondo. Questi risultati sono chiaramente il prodotto del successo del Paese nella riforma economica e nell'apertura ai mercati mondiali. Rimangono tuttavia seri problemi che possono minacciare la stabilità e sostenibilità di questi eccezionali risultati se non saranno affrontati e risolti compiutamente. Una delle battaglie maggiori è il ritmo e la qualità dello sviluppo finanziario del Paese. E' convinimento diffuso che un mercato dei capitali che funzioni adeguatamente e una corporate governance efficace a livello industriale si rafforzano a vicenda. Guardando in prospettiva macroeconomia all'attuale fase di riforma e modernizzazione della Cina, si ritiene che l'implementazione del sistema economico possa dare spinta al miglioramento del sistema di corporate governance. Per un lungo periodo, il ritmo e la portata delle riforme del sistema finanziario cinese sono rimaste indietro altri settori dell'economia. Con la rapida trasformazione in un sistema economico orientato al mercato con un livello molto alto di investimenti e scambi commerciali, il bisogno di velocizzare lo sviluppo finanziario è urgente perché la Cina non può permettersi di essere un semplice astante nel processo di globalizzazione dove volumi massicci di flussi economici transfrontalieri, beni, servizi e

---

<sup>353</sup> *Non-performing loans.*

fondi di investimento devono essere efficienti ed ordinati. Dalla prospettiva economica nazionale cinese, le ragioni per un più rapido ritmo di crescita dello sviluppo finanziario sono sempre più impellenti. Nonostante i risparmi delle famiglie restino rilevanti, sono stati superati dai risparmi aziendali. I risparmi delle famiglie hanno tradizionalmente costituito una risorsa di fondi poco costosa e semplice per le banche cinesi, sotto la forma di depositi bancari caratterizzati da un tasso di interesse basso, che ha permesso a sua volta alle banche cinesi di fare affidamento sui differenziali di interesse come ulteriore forma di entrata. E' stato osservato che c'è bisogno di affrontare la mancanza di canali di investimento finanziario alternativi per la maggior parte delle famiglie, diversi dai depositi bancari a basso rendimento o dagli investimenti nel più volatile mercato dei capitali. Il crescente risparmio aziendale, principalmente sotto forma di utili non distribuiti, ha procurato un ulteriore stimolo ad un'ampia e profonda riforma del sistema finanziario cinese ed alla creazione di diverse varietà di prodotti finanziari e servizi per società e famiglie che consentissero di ottenere migliori rendimenti ai loro investimenti. Lo sviluppo finanziario può essere definito come quell'insieme di "fattori, politiche ed istituzioni che consentono un'efficace intermediazione finanziaria, il funzionamento dei mercati finanziari, ed un ampio accesso al mercato dei capitali ed ai servizi finanziari"<sup>354</sup>. Nel tentativo di misurare lo sviluppo finanziario di un Paese, il World Economic Forum individua alcuni criteri chiave per il necessario contesto istituzionale e commerciale, che sono:

- liberalizzazione dei capitali;
- liberalizzazione del settore finanziario nazionale;
- entità dei compensi basati su incentivi;
- efficienza del consiglio di amministrazione;
- fiducia negli amministratori professionisti;
- robustezza delle misure di controllo e monitoraggio;
- protezione degli interessi delle minoranze;
- regolamentazione degli scambi di strumenti finanziari;
- diritti di proprietà;
- indipendenza di giudizio.

La maggior parte di questi elementi appartengono anche alla serie dei meccanismi essenziali di governance interna ed esterna richiesti per un efficace sistema di governance societaria. Chiaramente, poiché il sistema finanziario di un paese deve fornire servizi sempre più specializzati per investitori e risparmiatori per gestire i loro capitali nella maniera più efficiente ed ottimizzare le loro posizioni economiche, lo sviluppo di questi elementi essenziali equivale allo sviluppo di una sistema efficace di corporate governance . Mentre diversi progressi sono stati raggiunti nel rafforzamento dei diritti proprietari, stabilendo regole per lo scambio dei titoli, e rafforzando la disclosure nelle società per azioni quotate, resta molto da realizzare in queste ed altre aree-chiave. Il sistema bancario cinese, dominato dalla proprietà statale, è stato tradizionalmente pensato per servire il settore dell'industria statale, risultando così una serie di problemi correlati che sono ben conosciuti. Le pratiche di corporate governance nelle istituzioni finanziarie cinesi non hanno tenuto il passo del ricco settore delle tecniche di amministrazione e degli strumenti che sono stati introdotti negli anni recenti. Data la ancora travolgente maggioranza azionaria dello Stato nelle quattro maggiori banche cinesi, non è forse sorprendente che la maggior parte dei problemi di corporate governance in Cina riguardino il settore bancario. In ogni caso, visto il ruolo centrale del settore bancario, e il potenziale rischio sistemico che i fallimenti delle banche

---

<sup>354</sup> World Economic Forum, *The Financial Development Report 2009*, 2009.



potrebbero arrecare all'economia, l'importanza di avere un efficace corporate governance è sempre più urgente e rilevante. Con il sistema di scambio a tasso fisso e il crescente sistema di scambio in valuta estera, la risultante espansione monetaria richiede certamente un'amministrazione monetaria prudente basata su un efficiente sistema bancario e finanziario. La continua iniezione di liquidità creata dalla crescente riserva in valuta estera può alimentare l'inflazione dei prezzi delle attività nel settore immobiliare e nel mercato azionario, producendo una seria distorsione nella composizione del credito bancario e nell'allocazione delle risorse in generale. Sfortunatamente, dato lo stato dello sviluppo finanziario in Cina, la possibilità per gli interventi della banca centrale di sterilizzare una tale espansione di liquidità è abbastanza limitata<sup>355</sup>. Il bisogno del sistema finanziario cinese di incrementare la capacità di trattare adeguatamente queste sollecitazioni sistemiche è urgente. C'è dunque un altro fattore che preme per un progresso dello sviluppo della corporate governance .

Il secondo più importante pilastro nello sviluppo di un sistema finanziario moderno in Cina è il mercato azionario, attraverso il quale le imprese di proprietà statale hanno subito una trasformazione dalla quotazione aperta al pubblico ad una parziale privatizzazione, inizialmente per aumentare il capitale di finanziamento e rivitalizzare la capacità di investimento, ma più di recente e in modo più significativo come mezzo di istituzione di una riforma della Corporate governance . La capitalizzazione del mercato azionario cinese come percentuale del PIL ha sperimentato della significativa volatilità negli ultimi vent'anni. Particolarmente degno di nota è che la proporzione di azioni negoziabili resta circa un terzo della capitalizzazione azionaria per la maggior parte degli anni fino al 2009, quando la riforma della partecipazione azionaria avviata nel 2006 ha iniziato lentamente introdurre nel commercio degli altri due terzi di azioni emesse che erano formalmente non negoziabili e detenute dallo stato ed altre organizzazioni statali nella forma di azioni "persona giuridica". La dominante partecipazione non negoziabile dello stato era una dei principali problemi sottolineati per lo sviluppo della Corporate governance nelle più moderne forme di organizzazioni d'affari in Cina, le società per azioni quotate. La predominanza dello stato come proprietario diretto o indiretto dei due terzi di azioni emesse in oltre l'80% delle società quotate del Paese ha aggravato i problemi di governance che una società per azioni deve generalmente affrontare. Il fatto che le azioni possedute dallo Stato e dalle organizzazioni statali non potessero essere negoziate, insieme all'ampiamente riconosciuto problema dei controlli interni in molte di queste società<sup>356</sup>, hanno insieme finito con il generare una serie di prassi e risultati assimilabili specificamente ai problemi di corporate governance in Cina. Negli ultimi anni ha avuto sviluppo un ricco corpus di letteratura basata su studi empirici che verificavano e testavano le caratteristiche della governance e della proprietà societaria, e i loro possibili impatti sui risultati aziendali delle società cinesi<sup>357</sup>. Nel 2009, la Cina aveva oltre 1700 società

---

<sup>355</sup> WU XIAOLING, *Deputy Governor*, People's Bank of China, 2007, Conversation notes by the author (Tam) with Mdm Wu in Beijing, 26 September 2007.

<sup>356</sup> Shanghai Stock Exchange (SSE) 2006, *Corporate Governance Annual Report*, available at [www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn).

<sup>357</sup> XU X. N. e WANG Y., *Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies*, China Economic Review, 1999, 10(1), pp. 75-98; QI D., WU W. e ZHANG H., *Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies*, Pacific-Basin Finance Journal, 2000, 8(5), pp. 587-610; SUN Q., TONG J. e altri, *How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience*, Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29, pp. 1-27; WEI Z. e VARELA O., *State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms*, Global Finance Journal, 2003, 14(1), pp. 65-

quotate nelle due borse valori, con 120 milioni di azionisti. Questi due mercati hanno vissuto diversi scandali e fallimenti della corporate governance, nelle grandi e piccole società, attraverso gli anni. Questi problemi hanno costituito l'anello debole del sistema finanziario cinese, cui una governance societaria efficiente darebbe vitalità e robustezza. Il futuro dello sviluppo del mercato cinese dei capitali si sta muovendo oltre all'apertura verso il mondo, in quanto le sue dimensioni hanno rapidamente raggiunto un livello adeguato alla posizione economica globale della Cina. In questo contesto, le autorità cinesi adesso hanno chiaro che il loro compito principale è integrare all'interno del mercato dei capitali cinese e dell'ambiente d'affari le forme più avanzate al mondo di istituzioni finanziarie, prodotti e meccanismi del mercato per migliorare l'efficacia e i criteri operativi del sistema di mercato dei capitali del Paese<sup>358</sup>. Nell'ambiente di riforma economica della Cina, dove la costruzione delle istituzioni del mercato e le prassi del ruolo della legge sono in varia misura ancora in corso, l'efficacia del sistema finanziario è inseparabile dai progressi in altre aree chiave incluse le riforme nella finanza pubblica e societaria, il sistema legale e il regime di regole che governa l'entrata nel mercato e le operazioni di entrambi i partecipanti interni ed esteri. Sia nei finanziamenti diretti che nell'intermediazione finanziaria, è stata giudicata insoddisfacente l'efficacia del sistema finanziario in Cina, dominato dallo Stato. Indipendentemente dal ritmo al quale il governo Cinese liberalizzerà i controlli valutari sui propri conti in capitale, non ci sono dubbi che per sviluppare pienamente il sistema bancario, i mercati di borsa e le società quotate, gli standard e le performance degli accordi e prassi di corporate governance devono essere innalzati.

### 1.8.3 Quadro istituzionale e sfide

All'inizio del processo, il governo cinese ha adottato un approccio dall'alto verso il basso per sviluppare la *corporate governance*<sup>359</sup>. Lo scorso decennio indica che il funzionamento della regolamentazione e di agenzie governative come la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) e la *State-owned Assets Supervision and Administration* (SASAC) si è trasformato in strumentale nella promozione dello sviluppo delle effettive pratiche di corporate governance tra imprese societarie cinesi e imprese di proprietà statale. Infatti, senza la spinta della regolamentazione, i considerevoli progressi nella creazione di molte delle condizioni necessarie per tali pratiche di lavoro sarebbero stati insostenibili.

Una considerevole parte della letteratura basata sulla *agency theory* ha esaminato una moltitudine di problemi derivanti dal conflitto di interessi tra azionisti ed amministratori di società, sebbene la teoria di *agency* dominante nelle ricerche di corporate governance è sempre stata messa in discussione<sup>360</sup>. Con la prevalenza di blockholder in Europa ed Asia, il problema della protezione delle minoranze azionarie ha attratto sempre più l'attenzione dei ricercatori<sup>361</sup>. La recente teoria finanziaria<sup>362</sup> si è spostata ed ha esteso

---

82; CHONG V.K. e EGGLETON I.R.C., *The impact of reliance on incentive-based compensation schemes, information asymmetry and organisational commitment on managerial performance*, Management Accounting Research, 2007, 18(3), pp. 312-342.

<sup>358</sup> QI BIN, *Report on China's capital market*, 21st Century Business Herald, 13 November 2009.

<sup>359</sup> TAM ON KIT, *The development of Corporate Governance in China*, Cheltenham, Regno Unito e Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 1999.

<sup>360</sup> JUDGE W. Q., *Thomas Kuhn and corporate governance research*, Corporate Governance: An International Review, 2009, 18(2), pp. 85-86.

<sup>361</sup> SHLEIFER A. e VISHNY R., *A survey of Corporate Governance*, Journal of Finance, 1997, 52, pp. 737-783.

la prospettiva d'analisi dalla teoria dell'agente dominante basata sul conflitto tra azionisti e managers alla crescente preoccupazione della diminuzione e sottrazione degli interessi degli azionisti di minoranza a favore degli azionisti di controllo nelle grandi società. Per i Paesi con una scarsa protezione dell'investitore, la concentrazione della proprietà è vista come un meccanismo di governance interno per sostituire l'inadeguatezza della governance esterna delle istituzioni.

Nell'Asia orientale, dove la protezione degli investitori è generalmente riconosciuta come debole, la concentrazione della proprietà familiare è supportata in vario modo da incroci di proprietà azionarie, piramidi societarie e società finanziarie, ed è una strategia comune adottata dai fondatori di una società in sostituzione della protezione legale degli investitori<sup>363</sup>. In Cina, dove c'è un'alta concentrazione della proprietà statale, i maggiori problemi di governance ruotano generalmente attorno al problema della proprietà statale, il controllo dei membri interni e la carente applicazione di leggi e regolamenti. Infatti, la proprietà dello Stato di imprese cinesi e i connessi problemi di governance hanno sempre più attratto l'attenzione degli studiosi per alcuni anni<sup>364</sup>. Il governo cinese ha trasformato migliaia di imprese statali negli ultimi venti anni, con il ritiro o la privatizzazione. Comunque, è unanimemente stato riconosciuto che la riforma non ha portato ai risultati desiderati. Basandosi su uno studio internazionale dell'OCSE di corporate governance nelle imprese statali, vengono identificati due problemi comuni per lo Stato nello svolgimento delle sue responsabilità dovute alla proprietà: indebite intrusioni e interferenze di matrice politica; o proprietà totalmente passive o riservate. Le dimostrazioni date dalla letteratura in tema indicano che la Cina soffre in particolare del primo problema. Per esempio, si è trovato che oltre un quarto degli amministratori delegati in un campione di 790 società in parte privatizzate di recente sono precedenti o attuali burocrati governativi<sup>365</sup>. Comunque, con il pervasivo problema del controllo degli insider<sup>366</sup> che è spesso intrecciato con la collusione dei funzionari governativi, il secondo problema si è manifestato nella forma dell'assenza dello Stato quale vero proprietario, fenomeno ampiamente discusso in Cina durante gli anni novanta. Per capire meglio il significato delle pietre miliari nello sviluppo della corporate governance cinese, si devono illustrare la logica e le implicazioni in termini di chiave

---

<sup>362</sup> LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, 1999, 54, pp. 471-517; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, 2000, 58, pp. 3-28.

<sup>363</sup> BEBCHUCK L.A., KRAAKMAN R.H. e TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights*, 2000, in Morck R., *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press; CLAESSENS S., DJANKOV S. e LANG L. H. P., *The separation of ownership and control in East Asian Corporation*, Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1-2), pp. 81-112.

<sup>364</sup> JEFFERSON W., HU A., GUAN X. e YU X., *Ownership, performance and innovation in China's large - and medium - size industrial enterprise sector*, China Economic Review, 2003, 10(1), pp. 75-89; HAN D., WANG F. e YUE H., *Board structure, political influence and firm performance: an empirical study on publicly listed firms in China*, Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics, 2004, 11(1); BAI C., LIU Q., LU J., SONG F. e ZHANG J., *Corporate governance and market valuation in China*, Journal of Comparative Economics, 2004, 32(4), pp. 519-616; TIAN L. e ESTRIN S., *Retained state share holding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value?*, Journal of Comparative Economics, 2008, 36(1), pp. 74-89.

<sup>365</sup> FAN J. P. H., WONG T. J. e ZHANG T., *Politically connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms*, Journal of Financial Economics, 2007, 84, pp. 330-357.

<sup>366</sup> QIAN Y., *Reforming corporate governance and finance in China*, 1995, in M. AOKI e H. KIM, *Corporate Governance in Transition Economies: Insider Control and the Role of Banks*, Washington, DC: The World Bank; LEE K. e HAHN D., *From insider-outsider collusion to insider control in China's SOE's*, Working Paper Series n. 44, 2001, Institute of Economic Research, Seoul National University.

dei problemi di governance coinvolti. E per capire la rilevanza di alcuni di questi problemi è anche necessario discutere delle sfide per le banche commerciali di proprietà statale.

Adottando una corporate governance moderna come mezzo per migliorare le performance delle imprese statali, le autorità cinesi affermano di conseguenza il loro convincimento che le imprese statali possano operare efficacemente e restando competitive<sup>367</sup>. In ogni caso, vari studiosi sostengono che solo la completa ristrutturazione della proprietà statale e la privatizzazione possano davvero trasformare le imprese statali in enti d'affari efficienti, perché la diluizione della proprietà statale è stata giudicata di impatto limitato<sup>368</sup>. Letteratura recente mostra che le performance delle società cinesi parzialmente privatizzate sono di solito peggiorate negli anni successivi alla privatizzazione, e che una governance povera è il fattore maggiormente determinante<sup>369</sup>. Una teoria alternativa propone che le imprese statali possano ottenere performance efficaci a patto che siano adottati ed effettivamente implementati una moderna corporate governance e moderne procedure gestionali<sup>370</sup>. Si è sostenuto<sup>371</sup> che l'effetto della proprietà statale sul valore societario è a forma di U così che al di là di una certa soglia, il governo può realmente migliorare il valore societario. Questo risultato è stato attribuito alle conseguenze della concentrazione proprietaria e della predilezione per il governo. Nonostante l'aziendalizzazione e la privatizzazione nella riforma delle imprese cinesi, chiaramente il Governo cinese ritiene che lo Stato abbia ancora un ruolo nel mantenere la proprietà statale delle imprese. Infatti, in una nuova mossa politica, dal 2002 il governo cinese ha iniziato a consolidare e fondere le più grandi imprese statali del paese in gruppi di imprese centrali, di dimensioni enormi, ed in settori industriali designati. Allo stesso tempo il governo ha anche deciso di imporre meccanismi di moderna corporate governance in queste imprese per esercitare i diritti di proprietà statale più efficacemente e raggiungere migliori performance aziendali. Il Presidente della State-owned Assets Supervision and Administration, Li Rongrong, ha dichiarato che il perfezionamento della corporate governance costituisce il nucleo ed il più difficile problema nella riforma del sistema delle imprese statali<sup>372</sup>.

#### **1.8.4 Istituzioni e fonti regolamentari nella corporate governance**

Quando la CSRC è stata fondata nel 1992 e la legge societaria è stata approvata dal *National People's Congress* nel 1993, la maggior parte delle imprese statali in Cina erano ancora all'inizio dell'aziendalizzazione e del lungo processo di modernizzazione e parziale privatizzazione. Sia le teorie che le pratiche di corporate governance erano abbastanza sconosciute al nuovo ed emergente settore societario. Il nodo del dibattito politico e della discussione accademica in Cina era allo stesso tempo sui problemi del ritiro delle imprese dalle responsabilità del welfare sociale ereditato dal previsto modello socialista, e fare chiarezza sui diritti di proprietà e le responsabilità tra

---

<sup>367</sup> LI Y., FENG Y. e LIU Y., *An empirical study of SOE's market orientation in transitional China*, Asia Pacific Journal of Management, 2006, 23(1), pp. 93-113.

<sup>368</sup> TENEV S., ZHANG C. e BREFORT L., *Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets*, 2002, Washington DC: World Bank.

<sup>369</sup> ALLEN F., QIAN J. e QIAN M., *Law, finance and economic growth in China*, Journal of Financial Economics, 2005, 77(1), pp. 56-116.

<sup>370</sup> LIU G. S. e SUN P., *The class of shareholdings and its impacts on corporate performance: a case of state shareholding composition in Chinese public corporations*, Corporate Governance: An International Review, 2005, 13(1), pp. 46-59.

<sup>371</sup> TIAN L. e ESTRIN S., *Retained state share holding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value?*, Journal of Comparative Economics, 2008, 36(1), pp. 74-89.

<sup>372</sup> RONGRONG L., *State owned asset supervision and administration commission*, Shanghai Securities Daily, 19 dicembre 2009.

management d'impresa e ministri del governo. Contemporaneamente, un crescente numero di studi empirici iniziò a studiare i possibili collegamenti tra tipi di proprietà, in particolare le proprietà in mano allo Stato, e performance aziendali<sup>373</sup>. Basti ricordare che il graduale approccio ad una riforma orientata al mercato, basata sull'apertura dell'economia cinese ha continuato ad essere il principio guida. In termini di sviluppo della corporate governance, il governo cinese ha mantenuto il suo approccio proattivo e dall'alto verso il basso per introdurre regole e strutture formali di governance e aumentarne l'impiego.

### **1.8.5 Fonti legislative**

La fine degli anni novanta ha portato un'ondata di nuove misure regolamentari e importanti leggi in tema di valori (1998) e contabilità (1999) che hanno provveduto e formalizzato alcune componenti chiave aggiuntive delle fondamenta giuridiche per lo sviluppo di un settore societario e un mercato finanziario moderni. Le regole sulla quotazione del Mercato di Shangai sono chiaramente un'importante parte per la costruzione di una effettiva corporate governance. Infatti la borsa valori di Shangai ha anche preso parte attiva nella promozione di una migliore corporate governance pubblicando un report annuale sulla Corporate governance cinese dal 2002.

Un'altra misura amministrativa spesso trascurata che ha avuto abbastanza impatto sul modo di condurre la governance societaria cinese è costituita dalle "Norme amministrative per la registrazione del rappresentante legale dell'impresa" promulgata dall'Ufficio statale dell'industria e dell'amministrazione del commercio nel 1998. Tali norme hanno stabilito che la posizione del presidente del board è di rappresentante legale dell'impresa societaria, così creando involontariamente la condizione di un leader societario potente con la potenziale capacità di intervenire nell'amministrazione societaria. E' comunemente riconosciuto in Cina che i presidenti del board utilizzino spesso tale capacità. Comunque, non si sa molto circa la portata e l'impatto di ciò, e vi è scarsa ricerca accademica su questa importante area delle dinamiche e dei processi dell'amministrazione societaria.

### **1.8.6 Il Codice di *Corporate governance* e il ruolo del consiglio di amministrazione e degli amministratori indipendenti**

Nuove misure normative dirette specificamente allo sviluppo della corporate governance sono state introdotte dalla CSRC tra il 2000 e il 2002. Le più significative in questo contesto sono state il Codice di Corporate governance per società quotate introdotto insieme dalla CSRC e dalla SETC (State Economic and Trade Commission) nel 2002, e il requisito introdotto dalla CSRC dal 2001 per società quotate di avere amministratori indipendenti nel board nella misura di un terzo dei membri del consiglio di amministrazione entro il 2003. Unitamente queste due iniziative hanno impostato un corso di procedure più sistematico e integrato per rendere effettiva una riforma della Corporate governance per le società cinesi.

La CRSC ha anche dato l'avvio ad altre due misure per irrobustire e supportare tali cambiamenti: "Opinioni sul rafforzamento del lavoro del monitoraggio e sulla regolamentazione delle società quotate" (2000) e, dato l'importante ruolo dei presidenti del board nella struttura societaria della Cina e nelle prassi governative, il documento sull' "Implementazione del sistema di discussione/intervista con i presidenti dei consigli di amministrazione di società quotate" (2001). Infatti, l'interesse della ricerca per le varie relazioni e l'impatto degli amministratori indipendenti e della struttura del

---

<sup>373</sup> WEI Z. B., VARELA O., D'SOUZA J. e HASSAN M. K., *The financial and operating performance of China's newly privatized firms*, Financial Management, 2003, 32(2), pp. 107-126.

consiglio di amministrazione è cresciuta via via con la pubblicazione di diversi studi, sia dentro che fuori dal contesto Cinese<sup>374</sup>. Nel 2002, la China Banking Regulatory Commission (CBRC) ha anche pubblicato due documenti simili sulle guide linea della corporate governance e sugli amministratori indipendenti per le banche in forma azionaria, ampliando così l'attenzione all'importante settore bancario. Nel 2005 la CBRC ha annunciato anche le guide linea per gli amministratori del board ed un codice di condotta per le banche commerciali. Un anno dopo, la CSRC ha annunciato il Codice di Corporate governance per le società di gestione di fondi di investimento parallelamente alle modifiche alla legge sui valori mobiliari.

### **1.8.7 SASAC (*State-owned Assets Supervision and Administration*) e governo dell'impresa centrale**

Durante questo periodo un'altra importante istituzione, la SASAC, è stata fondata nel 2000. Ad essa è affidata la responsabilità di esercitare i diritti della proprietà per conto dello Stato, sulle imprese possedute dallo Stato più grandi del Paese, i gruppi centrali di impresa. Il primo predecessore della SASAC era stato inizialmente fondato come un Ufficio di Amministrazione del Patrimonio Statale (Bureau of State Assets Administration) sotto il Ministro delle Finanze nel 1998 con un limitato potere di supervisione. Dal 2004, la SASAC ha iniziato il proprio adattamento strategico di imprese centrali tramite scissioni e fusioni per velocizzare la creazione, desiderata dal governo, del profilo e della struttura dell'economia nazionale attraverso il rafforzamento dell'influenza e del controllo sulle imprese centrali. Con una mossa significativa ma largamente trascurata allo stesso tempo, nel 2004 la SASAC ha annunciato la sua prima lista di nuclei commerciali per 49 imprese centrali in Novembre. Definire un nucleo d'affari è importante perché c'è bisogno di assicurare che queste imprese strategiche forniscano i risultati del mercato per aiutare a raggiungere gli obiettivi di sviluppo nazionali. Egualmente importante è la preoccupazione governativa circa la tendenza delle tante imprese centrali a divagare nei redditizi affari di sviluppo della proprietà, il che diverge dalla loro missione di divenire efficienti e globalmente competitive nei settori commerciali designati. Ponendo in essere sviluppi di proprietà rischiose ma altamente redditizie, insieme ai vantaggi di un accesso agevole al credito bancario, le imprese statali non soltanto distorceranno l'allocazione delle risorse ma possono nascondere performance povere nei settori strategici per i quali ricevono risorse considerevoli e supporto normativo. Da una prospettiva di corporate governance, profitti facili possono dissimulare fallimenti governativi. Comunque, la definizione di settori strategici per questi enormi gruppi è stata altamente controversa e politica a causa della moltitudine di parti con interessi in gioco. Uno dei più potenti "stakeholder" in questo contesto, oltre alle imprese interessate, è il livello di governo locale, che riceve una parte sostanziale del proprio bilancio in entrata dalle attività di sviluppo della proprietà nella propria giurisdizione.

E' interessante notare che solo due imprese centrali sono state autorizzate nella lista di sviluppo della proprietà come settori strategici nel primo elenco di 49 imprese centrali. In ogni caso, nel giro di un anno la lista di imprese della SASAC che ha avuto uno sviluppo proprietario come settore strategico è cresciuta rapidamente fino a 13. Alla fine

---

<sup>374</sup> CHEN G., FIRTH M., GAO D. N. e RUI O. M., *Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China*, Journal of Corporate Finance, 2006, 12, pp. 424-448; CLARKE D. C., *The independent director in Chinese corporate governance*, Delaware Journal of Corporate Law, 2006, 31(1), 125-228; LIN X. e ZHANG Y., *Bank ownership reform and bank performance in China*, Journal of Banking & Finance, 2009, 33(1), pp.20-29; LO W. C. e NG M. C. M., *Banking reform and corporate governance*, Chinese Economy, 2009, 42(5), pp. 21-39.

del 2009 il numero è cresciuto fino a 16 su un totale di 128 imprese centrali. Si può ipotizzare che la SASAC sia stata messa sotto pressione da una varietà di parti interessati e questo abbia reso il suo compito difficile da svolgersi. Ciò perché in realtà la SASAC è una delle tante agenzie ministeriali di livello governativo, e la logica economica del produrre profitto delle imprese statali come entità da condursi in modo commerciale era dopo tutto non in contrasto con la retorica ufficiale, anche se è certamente stato messo in discussione che così tante imprese controllate e supportate dallo Stato dovrebbero essere tutte messe in competizione in questo settore. La designazione formale dei settori strategici, comunque, non significa che le imprese che non abbiano sviluppo della proprietà nei loro settori strategici non si impegneranno in essa. Nel suo ultimo tentativo la SASAC ha annunciato il 23 marzo 2010 che quelle imprese che non abbiano quotato lo sviluppo proprietario nei propri settori strategici dovranno provvedere piani per ritirarsi da tali attività.

### **1.8.8 Diritti degli azionisti**

Con il numero di azionisti nazionali e di società cinesi quotate in borsa in aumento, il governo nazionale e la CSRC hanno introdotto una serie di regole e misure volte a migliorare i diritti degli azionisti e l'esercizio effettivo di tali diritti. Ce ne sono due particolarmente significative. Una è la "Revisione del Diritto Societario" del 2005; l'altra era la decisione del governo sulla riforma della struttura azionaria per trasformare le azioni non negoziabili delle società quotate, che rappresentava circa i due terzi del totale delle azioni, in azioni negoziabili. La Revisione del Diritto Societario ammodernava e introduce nuove disposizioni tese a dare maggiore protezione agli azionisti di minoranza. Per esempio, essa introduce la nozione di doveri fiduciari, l'opzione del voto per delega e un sistema di voto cumulativo per l'elezione del consiglio di amministrazione. Essa attribuisce inoltre agli azionisti di minoranza il diritto di esaminare la contabilità finanziaria della società e di richiedere ad una società di acquistare le proprie azioni ad un prezzo ragionevole in varie circostanze. Gli amministratori devono astenersi dal votare in materie in cui vi sia conflitto di interessi. Le "Norme sul rafforzamento della protezione dei diritti dell'azionariato diffuso" introdotte dalla CSRC nel 2004 sono volte a prevedere requisiti societari più specifici per irrobustire la protezione dei diritti degli azionisti. La decisione di introdurre gradualmente nella riforma la conversione delle azioni non negoziabili in negoziabili non è significativa solo per sbloccare i due terzi delle azioni emesse nei mercati azionari della Cina, ma può anche nel tempo diminuire la posizione dominante dello Stato come proprietario di società quotate. La questione della compensazione per gli attuali titolari di azioni negoziabili in questa riforma<sup>375</sup> sembra essere stata risolta in modo soddisfacente. Di più, in seguito alla riforma, alcuni dei problemi di corporate governance dovuti alla proprietà dominante dello Stato come il controllo degli insider e il monitoraggio non effettivo possono essere alleviati attraverso una catena di agenzie governative indipendenti. Può crearsi l'aspettativa di un mercato azionario maggiormente liquido, così creando le condizioni per un mercato del controllo societario attivo attraverso fusioni e acquisizioni, soddisfacendo un importante requisito primario per l'effettivo funzionamento di una moderna organizzazione di corporate governance che la Cina sta adattandosi a sviluppare.

### **1.8.9 Indennità agli amministratori basati sulle prestazioni**

---

<sup>375</sup> YEH Y., SHU P., LEE T. e SU Y., *Non-tradable share reform and corporate governance in the Chinese stock market*, Corporate Governance: An International Review, 2009, 17(4), pp. 457-475.

La tradizionale *agency theory* richiede remunerazioni agli amministratori basate sulle performance per meglio allineare gli interessi di managers e azionisti. Dopo diverso dibattito sulla materia tra i policy maker e gli accademici in Cina dalla metà degli anni novanta, la CSRC nel 2005 era in grado di annunciare misure che permettessero l'utilizzo di azioni o stock option come incentivi per gli amministratori maggiori (e cioè le "Norme amministrative sugli incentivi azionari nelle società quotate" in versione non definitiva). Per le imprese centrali, la SASAC per prima introdusse nel 2004 dei metodi temporanei di calcolo per salvaguardare il valore patrimoniale dello Stato e la crescita in questi gruppi di grandi dimensioni. Cinque anni più tardi, nel 2009, la SASAC annunciava le "Regole transitorie per la valutazione delle prestazioni delle persone responsabili per le imprese centrali", con valutazioni delle performance basate esclusivamente sugli affari strategici previsti, usando un metodo di calcolo degli indicatori delle performance maggiormente sofisticato. Dalla prospettiva dello sviluppo della corporate governance ciò rappresenta un passo significativo e miglioramento dei metodi di calcolo transitori adottati dalla SASAC nel 2000 e nel 2004, perché per la prima volta esso collega incentivi ed indennità ad una serie di indicatori delle prestazioni determinati con maggiore obiettività ed a responsabilità esattamente individuate. Ciò consolida anche l'intenzione politica di incoraggiare gli amministratori a puntare sugli obiettivi commerciali strategici.

#### **1.8.10 Legge sui diritti reali: controllo interno**

La tanto attesa legge sui diritti reali è stata infine emanata nel 2007. Con essa si provvede a fornire una intelaiatura di base per la protezione dei diritti reali che è comunemente considerata una pietra miliare per l'effettivo funzionamento di mercati competitivi. L'importanza e la rilevanza di questa legge per costruire la corporate governance cinese non è quindi da sottovalutare. In ogni caso, alcuni studiosi considerano la legge meramente quale consolidamento e concretizzazione della normativa già esistente<sup>376</sup>. Si è anche affermato che i diritti reali siano realmente non ancora pacifici in Cina<sup>377</sup>. Un altro sviluppo correlato è stata l'introduzione delle "Norme basilari sul controllo interno dell'impresa" nel 2008, che rappresenta un tentativo importante di rendere operativa una struttura sistematica di amministrazione e pratiche di gestione amministrativa che possano contribuire all'irrobustimento di meccanismi più trasparenti e di quelli di responsabilità per migliorare la gestione del rischio e i risultati delle prestazioni.

Enti come la CSRC sembrano in grado di continuare a produrre norme formali e meccanismi pratici di promozione per pratiche e risultati di una efficace corporate governance. Per esempio, la CSRC ha sfruttato ampiamente il proprio potere investigativo per richiedere informazioni e imporre il monitoraggio e il controllo delle prassi gestorie sia di società che di istituzioni finanziarie. Adesso, la Commissione pubblica regolarmente elenchi di società, dirigenti e amministratori che sono stati indagati e multati dalla CSRC. Dettagli dei loro delitti come insufficienza a fornire una corretta informazione aziendale, e le irregolarità amministrative (che vanno dall'avvertimento alla multa) sono minuziosi e resi pubblicamente disponibili sui siti internet della CSRC. Agenzie multilaterali come la International Finance Corporation, l'OCSE, l'Asian Development così come alcuni investitori stranieri sono stati anche attivi nel fornire input per aiutare a sviluppare le pratiche di una buona governance societaria in Cina. Gli sforzi incessanti di tali organizzazioni promette bene per il futuro

---

<sup>376</sup> REHM G. M. e JULIUS H., *The new chinese property rights law: an evaluation from a continental European perspective*, Columbia Journal of Asian Law, 2009, 22, pp. 177 - 234.

<sup>377</sup> MERTHA A. C., *The evolution of property rights in China*, Orbis, 2009, 53(2), pp. 233-249.



sviluppo della corporate governance nel Paese, sebbene rimangano ancora molti problemi.

### **1.8.11 Le sfide della regolamentazione dell'amministrazione**

In Cina esistono diverse organizzazioni governative sovrapposte che esercitano direttamente ed indirettamente poteri regolamentari e amministrativi sulle società, particolarmente quelle statali. Le seguenti organizzazioni chiave a livello nazionale hanno vari obiettivi e gradi di responsabilità sulle società quotate in borsa, sulle società statali e istituzioni finanziarie nel determinare le regole, le procedure e le pratiche di corporate governance :

- *China Securities Regulatory Commission (CSRC)*
- *China Banking Regulatory Commission (CBRC)*
- *China Insurance Regulatory Commission (CIRC)*
- *State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC)*
- *Central Huijin Holding Ltd*
- Partito Comunista Cinese
- Banca Popolare della Cina
- Ministero del Commercio
- *State Administration for Industry and Commerce*
- Ministero delle Finanze
- Borsa valori di Shanghai e Borsa Valori di Shenzhen.

Tra questi organismi nazionali, la maggior parte dispongono di parte dei rami dell'amministrazione locale che sono delegati ad implementare e rafforzare il monitoraggio e le funzioni di controllo spesso con diversi gradi di rigore e capacità. C'è bisogno di chiarificare, snellire e riconfigurare i ruoli e le responsabilità di varie agenzie governative e ministeri di modo che si possano stabilire chiaramente le responsabilità ed effettivamente attuata l'applicazione delle norme.

Per esempio, se la SASAC agisse come proprietaria delle imprese statali, il governo cinese le permetterebbe di esercitare i comuni diritti degli azionisti, compreso quello di avere un potere adeguato nella nomina dell'amministratore delegato e degli amministratori del consiglio? Le varie forme di monitoraggio e il potere di supervisione sulle imprese statali dovrebbe essere snellito e gestito da una organizzazione principale? O come ha suggerito una indagine del 2005 dell'OCSE sulla corporate governance delle imprese statali, come potrebbe la SASAC essere "l'ente che agisce come fiduciaria del popolo cinese" e impegnata a realizzare le priorità che comprendono sfide difficili come "limitare i comportamenti irregolari dello Stato come azionista"?

In realtà, l'attuale ruolo della SASAC è abbastanza diverso da quello che potrebbe idealmente cercare di avere o da come era inizialmente inteso dal governo. Nei confronti di uno dei principali ruoli governativi relativi alla nomina, remunerazione e licenziamento dei top manager, amministratori e direttori di imprese centrali e delle loro sussidiarie, incluse le società quotate in borsa, le decisioni finali su queste materie restano ancora saldamente all'organizzazione del Partito Comunista Cinese. Il Partito dovrebbe avere oltre 90 milioni di membri che includono la maggior parte dell'élite, tanto da potersi presumere che esso è in grado di creare un gruppo di talenti abbastanza ampio da poter imitare presumibilmente una forma di competizione di mercato interno per produrre soggetti qualificati nel miglior modo possibile per qualsivoglia posizione. Comunque, senza mercati realmente aperti e competitivi per talenti manageriali, sarà difficile per il tipo di modello di corporate governance che la Cina sta costruendo funzionare effettivamente. Nell'ambito delle società cinesi, oltre al ruolo del Partito Comunista Cinese, il consiglio di sorveglianza fin dalla sua istituzione nei primi anni

novanta ha anche aumentato la complessa doppiezza degli accordi di governo poco trasparenti. Il consiglio di sorveglianza è risultato comunque essere generalmente inefficace<sup>378</sup> sebbene siano stati suggeriti alcuni modi<sup>379</sup> per migliorare la sua funzione di trasparenza della governance.

### **1.8.12 Corporate governance bancaria**

L'attenzione del settore bancario al servizio del settore "proprietà statale" ha fatto sì che la corporate governance e la gestione del rischio potessero essere gravemente minate e indebolite. Nelle banche cinesi a proprietà statale, la corporate governance e l'amministrazione sono infatti più intrecciate che in altri tipi di organizzazioni commerciali. Mentre la gestione del rischio di credito è comunemente considerata come l'area più importante del management bancario cinese, negli ambienti cinesi rischio di impresa e rischio derivante dal credito sono spesso strettamente connessi. Il rischio da investimento ha di solito molte sfaccettature e non si presta alla sofisticata modellazione quantitativa applicata di routine alla gestione dei crediti ed al rischio di mercato, per esempio. Il rischio derivante da operazioni di investimento infatti è spesso il risultato di una corporate governance povera nelle banche cinesi. Mentre il ruolo della corporate governance di riduzione dei costi del debito finanziario è ampiamente riconosciuto, vi è anche prova che una buona corporate governance può servire quale organizzazione strumentale a facilitare l'accesso al prestito bancario in Cina<sup>380</sup>.

Una delle caratteristiche più evidenti del malessere del sistema bancario della Cina per molti anni è stata l'enorme proporzione di prestiti non-performing nelle quattro maggiori banche cinesi - Banca della Cina, Banca Costruzioni della Cina, La Banca Industriale e Commerciale della Cina e la Banca Agricola della Cina. Il fatto che i top leader delle banche cinesi di proprietà statale siano anche funzionari governativi ha fornito una grande base per il governo per mantenere la propria capacità di manipolare le variazioni di volume del credito bancario e la direzione del prestito a sostegno delle iniziative politiche. Gli innumerevoli scandali noti al pubblico e che hanno coinvolto esponenti bancari dai direttori di filiali di zone di basso livello fino ai leader di banche statali mette in luce il risultato di un ambiente in cui gli obiettivi commerciali sono spesso subordinati agli imperativi della politica<sup>381</sup>. I rischi operativi di tali reati possono rendere inefficaci le pratiche di gestione del rischio nei risultati delle performance delle banche. In questo senso, sono essenziali strutture di governance ben funzionanti supportate da un'efficace gestione del rischio.

Il fatto che il governo sia proprietario con disponibilità a esercitare regolarmente influenza sulle operazioni finanziarie delle banche, mentre è allo stesso tempo il loro controllore, ha certamente complicato lo sviluppo del processo di corporate governance in queste strutture finanziarie. Il risultato è che le quattro banche commerciali cinesi possedute dallo Stato sono ritenute essere meno redditizie e meno efficienti, ed hanno un valore strutturale minore di altri tipi di banche<sup>382</sup>. Si ritiene inoltre che siano anche

---

<sup>378</sup> TAM O. K. e HU H.W., *Supervisory board in Chinese corporate governance*, in R. ASH e L.S. HO, *China, Hong Kong and the World Economy*, 2006, London, Palgrave Macmillan.

<sup>379</sup> TAM ON KIT, *The development of Corporate Governance in China*, Cheltenham, Regno Unito e Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 1999.

<sup>380</sup> FIRTH M., LIN C., LIU P. e WONG S. M. L., *Inside the black box: bank credit allocation in China's private sector*, *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33, pp.1144-1155.

<sup>381</sup> TAM O. K. e YU C. P., *Risk management in Chinese banks*, paper prepared for the *Second International Forum on China Accounting and Finance*, Accounting Society of China and the Accounting and Finance Academy of Nanjing University, 23-24 November 2009.

<sup>382</sup> LIN X. e ZHANG Y., *Bank ownership reform and bank performance in China*, *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1), pp.20-29

meno prudenti nella concessione dei prestiti<sup>383</sup>. Per rimediare all'indebolimento della governance delle banche cinesi di proprietà statale, alcuni osservatori hanno sottolineato il potenziale contributo positivo degli investitori stranieri che dovrebbero contribuire ad introdurre migliori pratiche di governance. Vi è stato chi ha sostenuto che lo sviluppo maggiormente significativo nelle banche cinesi prima della crisi finanziaria globale del 2008/2009 sia stata la dispersione della proprietà, che era mirata al miglioramento della corporate governance e delle performance. Secondo altri<sup>384</sup> il passo fondamentali nella riforma del sistema bancario cinese consisterebbe nella quotazione delle banche stesse sui mercati quotati sia interni che esteri, perché esse non sono esclusivamente un'attività di raccolta fondi.

Dal 1999, al fine di rispondere alle sfide poste dall'entrata della Cina nella WTO, le banche commerciali di proprietà statale, oltre alle banche commerciali per azioni e le banche commerciali cittadine, iniziarono a velocizzare la riforma del sistema azionario e la quotazione in borsa. Investitori stranieri strategici in possesso di azionariato disperso a breve termine vennero introdotti nelle Banche cinesi. L'introduzione di investitori stranieri strategici doveva promuovere il valore delle banche commerciali della Cina in due modi: da una parte, aiutando ad aumentare la fiducia dei mercati dei capitali internazionali nelle banche cinesi, che di conseguenza fa aumentare il volume di titoli richiesti e aumenta il prezzo dei titoli stessi; dall'altra parte, investitori stranieri possono promuovere il valore delle banche commerciali cinesi introducendo nuove tecnologie e ed esperienza gestionale, lo sviluppo di commerci stranieri, la riduzione dei rischi e la crescita dell'intero marchio globale di immagine delle banche commerciali cinesi. Questi risultati attesi sono coerenti con quelli degli studiosi<sup>385</sup> sull'impatto di corporate governance degli scambi incrociati di titoli quotati sulle borse valori straniere.

In ogni caso, taluno<sup>386</sup> si interroga sul reale impatto che gli investitori stranieri possono avere avuto, ed osserva che essi non hanno molto potere di intervenire sulla governance, ne influenza formale sull'amministrazione bancaria ne in tema di decisioni da prendere. Il loro investimento sarebbe essenzialmente un investimento economico a medio termine, con assistenza tecnica e pratica, e dunque si sostiene che i nuovi standard della Cina e le nuove regolamentazioni siano state migliorate selettivamente, con il risultato che le più grandi banche rimangono sotto stretto controllo statale per servire come strumenti politici di sviluppo.

La letteratura esistente in tema di corporate governance di solito separa società non finanziarie e società finanziarie e presta attenzione a scoprire le relazioni tra alcune caratteristiche di governance e il comportamento di amministratori/dirigenti e/o risultati d'impresa basati su dati aziendali. Data la situazione della Cina, e la prevalente dipendenza delle finanze societarie dal credito bancario, c'è il bisogno di un contesto analitico maggiormente integrato che tenga in conto anche collegamenti organici tra società finanziarie e non, in termini di pratiche di governance e risultati d'azienda, specialmente quando il comun denominatore è la proprietà statale.

---

<sup>383</sup> JIA C., *The effect of ownership on the Prudential behaviour of banks - the case of China*, Journal of Banking & Finance, 2009, 33, pp.77-87.

<sup>384</sup> KWAN C. H., *Reform of China's state owned banks a success*, Nomura Journal of Capital Markets, 2009, 1(4), pp. 1-6.

<sup>385</sup> FERRIS S. P., KIM K. A. e NORONHA G., *The effect of crosslisting on corporate governance: a review of the International evidence*, Corporate Governance: An International Review, 2009, 17(3), pp. 338-352.

<sup>386</sup> KUDRNA Z., *Banking reform in China: driven by International standards and Chinese specifics*, in *Transformation, Integration and Globalisation Economic Research (TIGER)*, Working Paper Series n. 109, Warsaw, 2007.

### 1.8.13 Conclusioni sul sistema cinese

Come in altri settori della riforma economica in Cina, lo sviluppo della corporate governance è stato uno sviluppo graduale, ricerca e sperimentazione di idee e modalità dall'estero e all'interno per creare un proprio sistema e utile all'aspirazione nazionale di una crescita economica e della modernizzazione. Mentre le riforme rurali e la liberalizzazione delle quote di produzione centralizzata e dei prezzi sono spesso guidati dall'apparente logica delle forze del mercato, per esempio, l'approccio della Cina in questa importante area di sviluppo della corporate governance è condotto primariamente dai policy makers e regolatori per attendere alla costruzione di moderni settori societari e finanziari. Da quando il governo cinese ha iniziato il suo approccio dall'alto verso il basso allo sviluppo della corporate governance nei primi anni novanta, c'è stato un considerevole progresso nella creazione dei tanti elementi chiave e dei meccanismi di cui c'era bisogno. L'ondata di leggi e regolamenti introdotta dalla metà degli anni novanta giocherà il ruolo di stabilire dispositivi efficaci di corporate governance mentre il Paese subisce ulteriori riforme per creare più delle istituzioni economiche e sociali e la cultura commerciale per far funzionare efficacemente tali dispositivi. Tentativi del Governo di rimuovere alcuni degli ostacoli come l'iniziativa di consentire che la gran parte delle azioni non negoziabili di proprietà statale divenissero negoziabili rappresenta un riconoscimento da parte delle autorità cinesi dell'importanza dello sviluppo di una corporate governance e il segnale di una posizione più attiva nel far funzionare meglio la piattaforma di corporate governance già costituita.

Chiaramente ci sono ancora notevoli sfide per costruire un sistema di corporate governance davvero funzionante in Cina. Oltre alla crescita economica rapida e costante in Cina, negli anni recenti sono diventanti comuni anche le notizie di scandali societari e di reati particolarmente ai livelli più alti. Alcuni di questi scandali hanno coinvolto i leader delle imprese d'affari più grandi del Paese incluse le maggiori banche di proprietà statale. Questi sono certamente sintomi di inadeguatezza e fallimenti dei dispositivi nazionali di corporate governance. Come osservato dal rapporto IFC<sup>387</sup> del 2005, parte del problema è che, anche con società impegnate in una buona governance, gli esiti risultano spesso fallimentari o non soddisfacenti rispetto alle best practices che ci si attende siano messe in atto, a causa dell'assenza di tradizioni commerciali profondamente radicate e cultura societaria in Cina. Inoltre, l'efficacia e la professionalità della moltitudine di regolatori è discutibile<sup>388</sup>, e deve essere affrontata la tradizionale problematica di chi controlla i controllori. Comunque, la Cina non ha mostrato il fenomeno rilevato in altri Paesi in via di sviluppo in cui meccanismi formali di governance vengono previsti solo per i collegi elettorali esterni per ottenere legittimità e non messi in atto<sup>389</sup>. Infatti dato che la corporate governance potrebbe essere un istituto specifico<sup>390</sup>, il suo sviluppo in Cina richiederà una continua vigilanza e perseveranza da parte di tutti gli stakeholder per modellare il sistema e farlo funzionare. Dalla prospettiva della ricerca che può offrire nuovi modi di pensare e spunti in problemi teorici ed empirici di corporate governance in generale e sull'esperienza di sviluppo della Cina in particolare, vi sono opportunità eccellenti. Per esempio, mentre le

---

<sup>387</sup> International Finance Corporation (IFC), *Step by Step Corporate Governance Models in China: the Experience of the International Finance Corporation*, 2005, Washington, DC: International Finance Corporation.

<sup>388</sup> CAI H. W., *Bonding, law enforcement and corporate governance in China*, Stanford Journal of Law, Business and Finance, 2007, 13, pp. 82-120.

<sup>389</sup> WANYAMA S., BURTON B. e HELLIAR C., *Frameworks underpinning corporate governance: evidence on Ugandan perceptions*, Corporate Governance: An International Review, 2009, 17(2), pp. 159-175.

<sup>390</sup> YOSHIKAWA T. e RASHEED A. A., *Convergence of corporate governance: critical review and future directions*, Corporate Governance: An International Review, 2009, 17(3), pp. 388-404.

imprese statali ancora dominano le leve dei settori industriali strategici in Cina, il settore del business dei privati, che è al novanta per cento di proprietà delle famiglie<sup>391</sup>, sta assumendo rilievo nella crescita economica della Cina. Nel 2009, le imprese dei privati hanno creato 11,4 milioni di nuovi posti di lavoro contribuendo ad oltre il novanta per cento dell'intero nuovo impiego urbano. Infatti, le imprese private hanno assunto oltre 72 milioni di persone nel 2007, superando i 61 milioni assunti dalle imprese statali. Alla fine del 2008, le imprese controllate dalle famiglie risultavano costituire il 31 per cento delle società quotate in borsa della Cina<sup>392</sup>. Le imprese familiari sono prevalenti non solo in Asia, ma rivali in numero alle imprese largamente diffuse e alle altre imprese non familiari in Europa, Medio Oriente ed America<sup>393</sup>. Mentre le imprese familiari stanno ottenendo importanza crescente nell'economia cinese, lo sviluppo della loro corporate governance è spesso trascurato e non ben compreso o approfondito. Data la potenziale crescita della Cina, sarà molto rilevante studiare cosa farebbe funzionare meglio la governance societaria nell'economia più grande ed in veloce espansione a livello mondiale.

## CAPITOLO 2 - CONTENDIBILITA' DEL CONTROLLO SOCIETARIO

### 2.1 Il mercato del controllo societario e le offerte pubbliche di acquisto

Il mercato del controllo societario in Italia non è attivo e sviluppato; la minaccia di scalata ostile per le società italiane è pressoché inesistente. Il TUF (artt. 101bis - 112) ha predisposto una regolamentazione più simile a quelle operanti in altri Paesi europei, come Francia e Gran Bretagna, tesa ad incoraggiare lo sviluppo del mercato del controllo societario. I suoi elementi chiave sono: l'offerta pubblica di acquisto totalitaria obbligatoria; l'offerta pubblica di acquisto residuale; la *passivity rule* (che non si applica se la società offerente non è soggetta alla stessa regola; inoltre, dal 2010, le società non sono più tenute ad applicare la *passivity rule*, potendo esimersi mediante una espressa previsione statutaria, e questa previsione tesa a favorire la contendibilità del controllo societario ha dimostrato di essere assolutamente rilevante in casi come quello Telecom Italia - Olivetti del 1999<sup>394</sup>).

---

<sup>391</sup> ZHANG H. Y., MING L. Z. e LIANG C. Y., *Development Report of Chinese Private Enterprises 2001*, Beijing: Chinese Academy of Social Sciences Press, 2002.

<sup>392</sup> ZHOU J., TAM O. K. e ZHAO C., *Do family managers outperform non family managers? Evidence from Chinese public family firms*, 2010, paper presented at the *Corporate Governance and the Global Financial Crisis Conference*, Wharton Business School, 23 settembre 2010.

<sup>393</sup> CLAESSENS S., DJANKOV S. e LANG L. H. P., *The separation of ownership and control in East Asian Corporation*, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1-2), pp. 81-112; FACCIO M. e LANG L. H. P., *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3), pp. 365-395; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. e SHLEIFER A., *Corporate Ownership around the world*, *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517, 1999.

<sup>394</sup> SPAVENTA L., *La disciplina dell'OPA in Italia: i risultati di un test*, *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, 1(2), pp. 245-254.

La nozione di trasferimento del controllo solleva una serie di problemi di diversa natura, tanto da potersi parlare di “trasferimenti” del controllo. Si ritiene utile, oggi che la disciplina sull’offerta pubblica di acquisto, pur non unitaria, è materia d’interesse comune e non di pochi ordinamenti più evoluti, procedere a una ricerca unitaria e di confronto tra modelli societari, industriali ed economici in competizione. Diversamente da precedenti ricostruzioni<sup>395</sup>, oggi chi analizza la realtà degli scambi commerciali, in particolare quelli che si realizzano sui mercati finanziari<sup>396</sup>, non può sottrarsi all’individuazione di un “terreno giuridico comune” sulla base del quale individuare i “diritti” globali degli *shareholders*, degli *stakeholders* e delle componenti che contribuiscono al sistema di *Welfare* della società o con questa si relazionano.

## 2.2 La *Corporate governance* come somma delle variabili di stabilità e contendibilità del controllo societario

“*Corporate governance is the system by which businesses are directed and controlled*”<sup>397</sup>. Le strutture proprietarie e i processi decisionali delle società influiscono, quindi, sulla direzione e sul controllo<sup>398</sup> della società. Questo lavoro si limita allo studio delle s.p.a., che operano sui mercati finanziari, raccolgono i capitali del pubblico mondiale dei risparmiatori, e costituiscono lo *standard* giuridico della media e grande impresa aperta al capitale di rischio. La *public corporation d'affari* intesa nel senso modernoprobabilmente “nacque” negli Stati Uniti, secondo taluno<sup>399</sup> all’epoca delle costruzioni delle prime autostrade. Le imprese su larga scala ebbero bisogno di raccogliere capitale dall’azionariato disperso, che domandava investimenti alternativi a quelli tradizionali. La combinazione di grandi imprese, amministrazione qualificata deputata a gestire, e azionariato disperso spostò il controllo societario dagli azionisti agli amministratori<sup>400</sup>. Il *background* in cui iniziarono a muoversi quelle imprese societarie era contraddistinto da necessità diverse dalle attuali. Per alcune si trattava di reperire capitale; per altre, di consentire agli eredi dei vecchi proprietari di incassare dei guadagni affidando la gestione a *managers* competenti; per altre ancora, di dotare gli eredi delle grandi imprese di una via di uscita, che poteva essere costituita solo da un’offerta ad un vasto pubblico frazionato di acquirenti; ancora, per altre si trattava di reperire i capitali necessari alle operazioni di fusione<sup>401</sup>. Le dinamiche che si svilupparono aprirono le porte a un vero e proprio mercato dei capitali societari, dove gli acquirenti divennero azionisti diffusi<sup>402</sup> e garantirono al sistema economico un

---

<sup>395</sup> STELLA RICHTER M. jr, “*Trasferimento del controllo*” e rapporti tra soci, Milano, Giuffrè, 1996, p.33.

<sup>396</sup> In passato molte delle ricerche e degli studi in tema di mercato societario sono state condizionate dalla convinzione che il mercato dei capitali sia “efficiente e saggio”. Vedi GILSON e KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, vol. 70 (1984), 549 ss.

<sup>397</sup> Committee on the Financial Aspects of *Corporate Governance*, Report with Code of Best Practice, Londra, Gee Publishing, 1992, par. 2.5, in <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

<sup>398</sup> Non deve dimenticarsi la tradizionale distinzione “controllo di diritto/controllo di fatto”, che alcuni autori chiamano “maggioranza”. Laddove si voglia distinguere le espressioni, si tenga presente che il controllo implica la maggioranza relativa, mentre per maggioranza s’intende quella assoluta: V. STELLA RICHTER M. jr, “*Trasferimento del controllo*” e rapporti tra soci, Milano, Giuffrè, 1996, p.1. Non sempre, però, maggioranza assoluta o maggioranza relativa significano controllo, v. SPOLIDORO M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. Soc.*, 1995, p.457 ss., p.468 ss.

<sup>399</sup> CHANDLER A. D. JR., *The Visible Hand - The Managerial Revolution in American Business*, 1977

<sup>400</sup> ROE M. J., *Strong managers, weak owners. The political roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994, p.4.

<sup>401</sup> BERLE A. E MEANS A., *The modern Corporation and Private Property*, 1933

<sup>402</sup> BERLE A. E MEANS A., *The modern Corporation and Private Property*, 1933: Le stock companies erano caratterizzate dall’azionariato diffuso e già agli inizi degli anni trenta la letteratura mise in evidenza le condizioni degli *shareholders* operanti sul mercato americano: “il voto degli azionisti diminuisce

continuo *cash flow* per le attività industriali. Ecco perché è dagli studi del mercato statunitense che ebbe inizio quella serie di regole volte a disciplinare il mercato societario anche sotto il versante dei diritti e doveri che rilevano nelle occasioni di cambio del controllo<sup>403</sup>. Ecco perché gran parte degli studi sul tema appartiene alla letteratura straniera e non alla nostra cultura giuridica<sup>404</sup>.

L'Italia si è avvicinata alla materia in ritardo, ancora nei primi anni novanta le nozioni di "acquisizioni di società", "pacchetti azionari di riferimento", erano di scarso interesse scientifico, né la giurisprudenza aveva avuto modo di trattare le problematiche principali<sup>405</sup>. Le proprietà azionarie in Italia erano caratterizzate da partecipazione azionaria non diffusa e consolidati gruppi di maggioranza<sup>406</sup>, generalmente a base familiare<sup>407</sup>. L'unica attenzione prestata dai giuristi era stata rivolta ai modi contrattuali<sup>408</sup> con cui avveniva il trasferimento della partecipazione azionaria di controllo<sup>409</sup>. Lo strumento negoziale doveva essere mezzo idoneo a garantire all'acquirente "*la consistenza patrimoniale della società compravenduta*"<sup>410</sup>. La circolazione delle azioni e il continuo mutamento della compagine sociale sono, evidentemente, fenomeni caratteristici della s.p.a. ad azionariato diffuso, specie di quelle quotate<sup>411</sup>. Anche in Italia, così come nei principali mercati europei, e in molti altri in rapida crescita, la velocità di circolazione delle azioni, ed evidentemente, le

---

*d'importanza al crescere del numero degli azionisti in ogni società, si riduce di fatto a essere insignificante appena le società divengono grandi".*

<sup>403</sup> Le considerazioni sul "trasferimento del controllo" in questo lavoro attengono l'interesse specifico della società e delle sue componenti, non quello generale dell'economia. Studiare il trasferimento implica l'allontanarsi dalla prospettiva dell'interesse generale al buon andamento del mercato, accettando che quest'ultimo si realizza come effetto di un'efficace disciplina di regolamentazione del trasferimento del controllo. BEHERENS P., *Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen*, in *RabelsZ.*, 1976, p.233 ss.

<sup>404</sup> Anche la Germania, con una configurazione di assetti proprietari simile alla nostra, pur se caratterizzato da un ruolo gradualmente più forte degli investitori istituzionali, mancò di riflessioni sui problemi relativi al tema dell'acquisto del controllo e dell'abuso a danno dei soci di minoranza, come alcuni autori non mancarono di sottolineare. Vedi: WIEDEMANN H., in *Minderheitenschutz und Aktienhandel*, Stuttgart, 1968, pp.51 e 53; WIEDEMANN H., in *Gesellschaftsrecht*, I, München, 1980, p. 451.

<sup>405</sup> AMATUCCI C., *Il controllo societario nella legislazione speciale*, in "1989" *Riv. dir. Pub. e scienze politiche*, 1995, p. 267 ss., a p. 304 ss., sottolinea come manchi ogni tentativo di elaborazione della posizione del socio di controllo, comprendente l'insieme dei diritti, poteri e obblighi.

<sup>406</sup> PREITE D., *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1992, p.292.

<sup>407</sup> *La struttura economica e industriale poggia(va) su famiglie proprietarie delle maggiori imprese, mediante gruppi di società e con il supporto di banche d'affari*. AA.VV., *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, a cura di F. Barca, Roma, 1997.

<sup>408</sup> Trib. Milano, 30 ottobre 1991, in *Giur. Comm.*, 1993, II, p.434 ss, con nota di ROMAGNOLI G., *Cessione di partecipazioni nelle società di capitali: annotazioni sulla tutela dell'acquirente*; Cass., 29 agosto 1991, n. 9227, in *Società*, 1992, p.763 ss., con commento di CARBONE V., e in *Riv. dir. comm.*, 1994, II, p.379 ss., con nota di PETRUCCI A. M., *Cessioni di pacchetti azionari e dolo del venditore*; Cass., 3 dicembre 1991, n.12921, in *N. Giur. civ. comm.*, 1992, p. 784 ss., e Trib. Milano, 9 novembre 1992, in *Giur. it.*, 1993, I, 2, c. 677 ss.; ROLLI R., *Cessione di partecipazioni societarie e tutela del compratore: aliud pro alio datum?*, in *Contratto e impresa*, 1994, p.183 ss.

<sup>409</sup> ZANELLI E., *Rapporti tra proprietà e gestione nelle clausole dei contratti di acquisizione*, par.1, p.248, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F. e De Andrè M., Giuffrè, Milano, 1990, sottolineava, seppur rimanendo nell'ottica del diritto contrattuale, che le clausole stipulate in occasione di una cessione del controllo dovrebbero tenere maggiormente conto di ulteriori situazioni giuridiche in rilievo, per le quali invece nulla si disponeva.

<sup>410</sup> BONELLI F., *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, par. I, p. 5, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli F. e De Andrè M., Giuffrè, Milano, 1990.

<sup>411</sup> MUCCIARELLI F. M., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, Giuffrè, Milano, 1994.

occasioni di trasferimento del controllo societario, sono gradualmente aumentati<sup>412</sup>. Le ragioni di tale sviluppo poggiano soprattutto sulla nascita e crescita di quella che è chiamata “economia globale”, e di contesti commerciali globali<sup>413</sup>.

E’ nata per questo motivo l’offerta pubblica di acquisto (OPA)<sup>414</sup>, cioè una tecnica che consente di acquistare con un’unica operazione sul mercato finanziario un quantitativo rilevante di azioni o altri valori mobiliari di ugual specie, in mano ad un pubblico diffuso e frazionato, ed emessi da un medesimo soggetto, che è in genere una società emittente<sup>415</sup>.

Il “legislatore” ha deciso di tutelare giuridicamente ed economicamente le posizioni di tutti i soggetti direttamente coinvolti da uno scambio del controllo, nell’ottica di una regolamentazione del mercato<sup>416</sup>. I mercati sono in continua relazione tra loro, e gli scambi impongono un confronto tra normative diverse<sup>417</sup>. La prospettiva moderna, più garantista e rigorosa, è di tenere in considerazione anche le posizioni di chi è, a vario titolo, coinvolto o portatore d’interessi in tali occasioni. Da questa consapevolezza si deve partire per capire cos’è oggi il trasferimento del controllo<sup>418</sup>. Inizialmente vi erano due interpretazioni: una prima riteneva che l’azione rappresentasse solo e sempre una partecipazione sociale, somma delle posizioni giuridiche spettanti al socio<sup>419</sup>; una seconda attribuiva un significato “qualitativamente” diverso al pacchetto totalitario, di maggioranza o di controllo, rispetto alla considerazione delle singole azioni componenti il pacchetto. La contrattazione privata costituiva la tecnica dominante nella cessione del controllo<sup>420</sup>. Il maggior valore economico della partecipazione di controllo era solo oggetto di valutazione in sede contrattuale per acquirente e cessionario. La differenza

---

<sup>412</sup> Certa dottrina ha parlato di carattere internazionale del trasferimento di partecipazioni azionarie, considerata l’apertura graduale dei mercati alle contrattazioni transnazionali e all’entrata di capitali esteri nelle strutture proprietarie nazionali. GALGANO F., *Della qualificazione come internazionale del contratto di compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni azionarie*, Milano, 1990, p.1 ss.

<sup>413</sup> SCOGNAMIGLIO CA., Introduzione a AA.VV., *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, 1990.

<sup>414</sup> Le OPA hanno rappresentato una «*innovazione in senso shumpeteriano, giacché hanno profondamente modificato il panorama economico contemporaneo*». Vedi NAPOLEONI, *Il pensiero economico del 900*, Einaudi, 1963, 50 ss.; SHUMPETER, *Teoria dello sviluppo economico*, Trad. it. Sansoni, 1971, 76.

<sup>415</sup> WEIGMANN R., *Il mercato del controllo societario*, in *Trattato delle Società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, tomo X, vol. II, p.317.

<sup>416</sup> GERVEN V., *Common Legal Framework for Takeover bids in Europe*, Volume I, Cambridge University Press, 2008; GERVEN V., *Common Legal Framework for Takeover bids in Europe*, Volume II, Cambridge University Press, 2010; RIESENFELD S., *The influence of German Legal Theory on American Law: The Heritage of Savigny and his Disciples*, in *Am. J. Comp. L.*, 37, 1989, pp.1 ss.; HOEFELICH M., *Savigny and his Anglo- American Disciples*, in *Am. J. Comp. L.*, 37, 1989, pp. 17 ss.

<sup>417</sup> SACCO R., *La comparaison juridique au service de la connaissance du droit*, Paris, 1991, p.113 ss.

<sup>418</sup> Ai fini di questo lavoro non interessano né i trasferimenti *mortis causa* (MENGONI L., *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza tra gli eredi dell’azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 428 ss.; MENGONI L., *Ancora sulla divisione del pacchetto azionario di maggioranza tra gli eredi dell’azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 645 ss.; SIMONETTO E., *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 685 ss.; ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, nel *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. II, tomo 1, Torino, 1991, p. 101 ss.), né i profili “esterni” relativi al diritto *antitrust*, né i profili di privatizzazione o nazionalizzazione delle società, né, almeno direttamente, il fenomeno delle concentrazioni.

<sup>419</sup> D’ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, pp. 11 ss.; SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 386; ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, nel *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, vol. XVI, Torino, 1985, p. 283.

<sup>420</sup> In Italia il trasferimento del controllo non era ambito di applicazione di norme che valutassero le posizioni dei soci di maggioranza e di minoranza fino all’entrata in vigore della legge 18 febbraio 1992, n.149, di “*Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*”.



fondamentale tra la prospettiva italiana e quella straniera<sup>421</sup> consisteva in ciò: la prima si fermava a valutare l'interesse economico dell'acquirente alla bontà dell'operazione d'investimento, trascurando la posizione dell'azionariato diffuso - peraltro, non consistente nella gran parte dei casi - e la tutela di questo; la seconda aveva invece consapevolezza del valore del controllo, e legava il maggior valore alla capacità di incidere direttamente sulle scelte gestionali in ragione dell'influenza esercitata sugli amministratori e sugli organi manageriali dell'impresa societaria<sup>422</sup>. La prassi ha fatto sì che anche il diritto prendesse consapevolezza del meccanismo di forza intrinseca in mano al pacchetto di maggioranza, sulla scorta delle considerazioni giuridiche e tutele attuate in altri ordinamenti (anglosassone ed americano su tutti) a favore dell'intera proprietà anziché del solo acquirente nelle occasioni di trasferimento del controllo.

L'analisi che segue parte da un presupposto: il sistema di gestione e direzione dell'impresa, la *governance* di una struttura societaria, ruota intorno ai meccanismi di realizzazione dell'interesse sociale concretizzati dalla relazione dialettica proprietà/controllo<sup>423</sup>. Tale relazione individua nel "corpus" di diritti, doveri, e relazioni tra proprietà e *management*, le variabili che possono influire sulla stabilità o contendibilità della stessa struttura societaria. D'altra parte, un buon sistema di *Corporate governance* non può prescindere dal "ragionevole" equilibrio giuridico tra le posizioni in gioco: non solo quelle anzidette, ma anche quelle delle minoranze azionarie, degli *stakeholders* e dei terzi in rapporti con la *company*.

Il modello di analisi non può dunque limitarsi a una visione "binaria" della problematica (*ownership/management*), ma deve tenere in conto le parti altre che contribuiscono alla "salute" dell'impresa societaria e alla certezza dei rapporti giuridici in gioco.

### 2.3 Il mercato del controllo societario

Lo strumento dell'offerta pubblica di acquisto è caratterizzato dall'apposizione di una condizione da parte dell'offerente, con la quale questi subordina la validità dell'offerta al raggiungimento di un quantitativo prestabilito di strumenti per i quali avanza

---

<sup>421</sup> GILSON R., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Mineola, New York, 1986; WERNER W., *Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote in Aktienrecht*, Berlino-New York, 1989; LÜTTMANN R., *Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften*, Baden-Baden, 1992.

<sup>422</sup> Tanto più che il beneficio indubbio della separazione tra proprietà e controllo (BERLE A. e MEANS A., *The modern Corporation and Private Property*, 1933) permette a coloro che non abbiano le competenze necessarie a dirigere l'impresa, ma posseggano i capitali, di affidare a *managers* competenti (ma senza risorse economiche) la direzione strategica dell'impresa societaria: ROE M. J., *Strong managers, weak owners. The political roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994.

<sup>423</sup> Secondo autorevole dottrina, ampiamente condivisa, lasciare ai managers la gestione dell'impresa, riservandosi la possibilità di diversificare il ventaglio delle proprie scelte di investimento, è una scelta esplicita del risparmiatore ed investitore "medio" del mercato, che gli consente di evitare i "costi" legati alla vigilanza assidua che questi dovrebbero mantenere in caso contrario. Vedi SILVA, *Qualcosa di nuovo nella teoria dell'impresa?*, in *Economia Politica*, 1985, 95 ss.; PROCACCIA, *The Corporate Code as a Standard Form Contract: General Theoretical Remarks and Implications for German Law*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1990, 169 ss.; BRATTON, *The «Nexus of Contracts» Corporation: A Critical Appraisal*, in *Cornell Law Review*, vol. 74 (1989), 407 ss.; BRATTON, *The new Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, in *Stanford Law Review*. Vol. 41, (1989), 1471 ss.; BEBCHUCK, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, in *Harvard Law Review*, vol. 108 (1989), 1820 ss.; per una critica BRUDNEY, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, in *Columbia Law Review*, vol. 85 (1985), 1403 ss. Sottolineano che non si può arrivare al punto di escludere una sovrapposizione tra titolarità dell'impresa e gestione nell'interpretazione del concetto "separazione tra proprietà e controllo", sia ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, p. 7 ss.; ed anche IRELAND P., *Company Law and the myth of shareholder ownership*, in *Modern Law Review*, 1999, p. 32 ss.

l'offerta. Questa caratteristica ha condizionato il nome dello strumento stesso all'estero, dove è conosciuta con il nome di *tender offer*, *contrazione di offer to buy conditioned on a receipt of sufficient tenders*<sup>424</sup>. La prima legge sulle offerte pubbliche di acquisto nacque in Italia nel 1992<sup>425</sup>, punto di partenza dei successivi sviluppi normativi sulla problematica *de quo*. Essa si occupava di società quotate, escludendo dunque s.r.l. e società non quotate, da una parte; dall'altra mancava ancora di individuare pienamente la natura del problema, consistente nella contrapposizione tra una "maggioranza" di controllo e una "minoranza" di proprietà azionaria, ancora nella prospettiva unicamente economica dello scambio del controllo. Tramite l'offerta pubblica, l'offerente si propone di acquistare la partecipazione rilevante al capitale dell'emittente, evitando anche che l'acquisto del grande quantitativo porti il prezzo dei titoli di suo interesse a lievitare<sup>426</sup>. Lo scopo dell'offerta non è l'operazione d'investimento<sup>427</sup>, bensì il controllo della società c.d. bersaglio, o *target*<sup>428</sup>.

Si è soliti distinguere<sup>429</sup> tra offerte amichevoli (o concordate) e ostili (o aggressive)<sup>430</sup>, facendo riferimento alla presenza od assenza di un - celato o esplicito - accordo o benessere da parte degli amministratori in carica nella società target con l'offerente<sup>431</sup>. Vi è quindi un conflitto di interessi tra amministratori (che vogliono conservare il posto) e società (e soci), che potrebbero avere maggior beneficio da un cambio del controllo. Questo conflitto d'interessi caratterizza totalmente la dinamica del mercato del controllo societario: l'offerta pubblica è deputata a risolvere questo conflitto, consentendo al soggetto interessato al controllo di rivolgersi direttamente agli azionisti, di offrire loro un premio in caso di accettazione dell'offerta, di esprimere nell'assemblea il proprio potere con i voti "conquistati" mediante l'offerta che abbia riscosso successo. L'attenzione della disciplina si rivolge chiaramente alla presenza del conflitto di interesse ed a sanare gli squilibri che e i pregiudizi che offerente ed azionisti potrebbero subire laddove non vi fosse una adeguata regolamentazione della dinamica delle offerte ostili. Non per questo deve pensarsi che la realtà porti sempre e naturalmente a offerte ostili: anzi, statisticamente sono di gran lunga più frequenti i casi di offerte

---

<sup>424</sup> CONARD, KNAUSS, SIEGEL, *Enterprise Organisation*, The Foundation Press, Inc., 1977, 911 ss.

<sup>425</sup> Legge 18 febbraio 1992, n.149, di "Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli".

<sup>426</sup> In Spagna, il Real Decreto 25.01.1984, n. 279/1984, sostituito dal R.D. 26.7.1991, n° 1197/1991, dichiarava nel preambolo di ricomprendere "aquellas operaciones singulares, derivadas de ofertas y demandas excepcionales que tienen o pueden tener repercusiones relevantes en las participaciones relativas de la sociedad emisora de los títulos-valores y en la posición del acquirente de dichos títulos" (citazione tratta da LÓPEZ ANTÓN, *Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1985, 203 ss., 204).

<sup>427</sup> Come per le *offre de placement* francesi; v. MARCHETTI, *La nuova disciplina francese delle offerte pubbliche*, in *Riv. soc.*, 1979, 1031 ss., 1034.

<sup>428</sup> In realtà, l'obiettivo potrebbe anche essere il "consolidamento" del controllo, come nei casi di offerta lanciata per passare da un controllo di fatto ad un controllo di diritto, o da questo al controllo totalitario: v. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, 1 ss., 2.

<sup>429</sup> BASALDUA, *Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d'acquisition*, in *Revue pratique des sociétés*, 1990, 234 ss., 238, n.11.

<sup>430</sup> La distinzione non è sempre valida, poiché non sempre si tratta di accordo spontaneo tra amministratori ed offerente, bensì di convenienza del board: si parla in gergo di "Bear Hug". V. GARCIA DE ENTERRIA, *El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las OPAs*, in *Revista de Derecho bancario y bursátil*, 1992, 665 ss., 684 s.

<sup>431</sup> Prassi vorrebbe che il nuovo proprietario, nel caso di successo della scalata o dell'offerta, una volta giunto al controllo della target provveda a sostituire gli amministratori con dei nuovi e più "fedeli" managers a tutela dei propri interessi, nonché maggiormente "influenzabili" dalla nuova proprietà di maggioranza.

“amichevoli”<sup>432</sup>, anche perché i benefici di queste, come vedremo, sono di (quasi) tutte le parti in gioco<sup>433</sup>.

Ancora, si è soliti fare una distinzione tra le offerte pubbliche di acquisto<sup>434</sup> (OPA) e le offerte pubbliche di scambio<sup>435</sup> (OPS). Nelle prime il pagamento dei titoli avviene in denaro, nelle seconde si offrono titoli dell’offerente o di una terza società in permuta. Vi sono anche casi di offerte miste di acquisto e scambio<sup>436</sup>.

## 2.4 Evoluzione del mercato

Le offerte pubbliche di acquisto “nascono” nel mercato londinese negli anni ’50, diffondendosi poco dopo negli States<sup>437</sup>. Un passaggio importante consiste nel fatto che questo strumento dava possibilità non subito intuitive: quelle di arrivare al comando di una società, senza doversi accordare con il management della target, cosa che è invece richiesta per fusioni e acquisti d’azienda! Certamente, esistevano le c.d. *proxy fight*<sup>438</sup>, cioè le battaglie per le deleghe di voto in assemblea, finalizzate alla dismissione della dirigenza “ostile”; ma le *offer bids* si prestavano a essere strumento molto meno dispendioso e più efficace per chi disponeva di capitali sufficienti, mentre le *proxy fight* spesso non raggiungevano l’obiettivo<sup>439</sup>. Pur se lentamente e inizialmente con diversi insuccessi<sup>440</sup>, le *bids* presero piede<sup>441</sup> e proprio in USA divennero il simbolo di una finanza aggressiva, in cui era immagine comune<sup>442</sup> che la società ad alta capitalizzazione azionaria<sup>443</sup> fosse fagocitata dalla grande *corporation*. Questa situazione muta nei primi anni ’80, quando si inizia a finanziare le operazioni di *takeover* con *junk bonds*, “obbligazioni di scarto”, scarsamente garantite nel rimborso

---

<sup>432</sup> LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A proposal for Legislation*, in *Columbia Law Review*, vol. 83 (1983), 249 ss., 310; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO - VELASQUEZ, *Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1991, 1, 423 ss., 427 s. e ivi n.5; Lord ALEXANDER OF WEEDON, *Takeovers: The Regulatory Scene*, in *The Journal of Business Law*, 1990, 203 ss., 211.

<sup>433</sup> La più evidente, è la possibilità per l’offerente di mantenere l’offerta entro parametri economici più contenuti: GILSON, *A structural approach to Corporations: the case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stanford Law Review*, vol. 33 (1981), 819 ss., 850 s.

<sup>434</sup> *Cash tender offer, offre publique d’achat*.

<sup>435</sup> *Exchange offer, offre publique d’échange*.

<sup>436</sup> A volte con un’offerta alternativa (si lascia scegliere all’offerente tra pagamento in contanti o in titoli), a volte con un’offerta mista di contanti e titoli in cambio.

<sup>437</sup> MEIER-SCHATZ, *Managermacht und Marktkontrolle*, in *Zeitschrift für da gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1985, p.79; GOWER PRENTICE PETTET, *Gower’s Principles of Modern Company Law*, Sweet&Maxwell, 1992, 703, n.3.

<sup>438</sup> MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting*, in *Columbia Law Review*, vol.64 (1964), 1427 ss., 1432 ss.; GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stanford Law Review*, vol. 33 (1981), 843 s.; WILLIAMSON, *Mergers, Acquisitions, and Leveraged Buyouts: An Efficiency Assesment*, ora in BEBCHUCK, *Corporate Law and Economic Analysis*, Cambridge University Press, 1990, 1 ss., 7 ss.

<sup>439</sup> COFFEE, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance*, in *Columbia Law Review*, vol. 84 (1984), 1145 ss., 1231, n. 259.

<sup>440</sup> HEYES e TAUSSIG, *Tactics of Cash Takeover Bids*, in *Harvard Business Review*, marzo-aprile, 1967, 137.

<sup>441</sup> Nel 1974 la Morgan Stanley decise di infrangere la tradizione delle primarie banche d’affari americane e di rappresentare la Nickel Company of Canada in un’offerta amichevole per la ESB, Inc. Vedi COFFEE, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance*, in *Columbia Law Review*, vol. 84 (1984), 1145 ss., 1205 e n. 179; DAVIS, *Epilogue: The Role of the Hostile Takeover and the Role of the States*, in *Wisconsin Law Review*, 1988, 491 ss., 499.

<sup>442</sup> JOHNSTON M., *Takeover. The New Wall Street Warriors : The Men, the Money, the Impact*, Beardbooks, 1987.

<sup>443</sup> Nel gergo della finanza, *blue chip*.

ma con tassi di interesse elevato, e che spesso erano accostate - e postergate<sup>444</sup> - ai crediti ordinari assistiti da garanzia. Nasce anche la tecnica (v. infra) del *leveraged buy out*, del management *buy out*, che spesso precedono il ritiro dalle quotazioni di mercato (*going private*) per dare modo alle società indebitate di “riassestarsi” sul piano finanziario. Talvolta il risanamento dei debiti ingenti avveniva a caro prezzo, perché le società s’indebitavano ulteriormente<sup>445</sup> mediante *buyback* (v. infra), pur di non cadere nelle mani di un nemico ostile ed essere smembrate in vista di una liquidazione (*bust up*<sup>446</sup> *takeover*).

A oggi può ritenersi che il mondo delle corporations americane è caratterizzato da un ricambio del controllo societario potenzialmente frequente, in considerazione dell’azionariato disperso che rende poche solide maggioranze di controllo al comando di società “inespugnabili”. Le fusioni restano il principale metodo di combinazione tra imprese<sup>447</sup>. Del resto, le vicende legate ai finanziamenti massicci attuati mediante junk bonds hanno sgretolato quella realtà fittizia che reggeva finché non sono venute a scadenza le obbligazioni di scarto. E l’allarme sociale ha prodotto una legislazione (v. infra) molto più restrittiva per impedire errori del passato.

In Francia le offerte pubbliche “nacquero” nel 1964<sup>448</sup>, ma solo dalla metà degli anni ’80 iniziarono ad essere frequenti e di una certa importanza, arrivando agli onori della cronaca con alcune operazioni più in vista negli anni ’90<sup>449</sup>. Mentre nel contesto europeo, gli anni ’80 videro poco a poco coinvolgere tutti i mercati societari dal fenomeno delle offerte ostili, la Gran Bretagna si confermava il Paese con più vicende di offerte pubbliche. L’Italia, che mancava di una disciplina specifica come anzidetto<sup>450</sup>,

---

<sup>444</sup> La subordinazione dei titoli spazzatura era sancita con apposita clausola inserita nel regolamento di emissione, mentre altre volte era semplicemente la conseguenza del carattere privilegiato dei crediti restanti. LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A proposal for Legislation*, in *Columbia Law Review*, vol. 83 (1983), 249 ss., 305.

<sup>445</sup> COFFEE, *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, in *Michigan Law Review*, vol. n.24, 41 ss.

<sup>446</sup> Tra le concezioni sull’OPA, vi è quella che ritiene che il mercato non riesca a valutare adeguatamente le società quotate, e che il listino sconti il valore patrimoniale delle aziende, tanto che il *takeover* sarebbe il risultato del divario tra quotazioni e sostanza economica. Al crescere del divario, diviene appetibile il controllo di una società, non necessariamente per condurre l’attività di impresa, ma anche per smembrarla e vendere i singoli pezzi sapendo che il valore riscosso da questi, sommato, sarebbe maggiore di quello necessario a comprare i titoli. Si parla appunto di *bust-up* o *break-up acquisitions*. Vedi WEIGMANN R., *Il mercato del controllo societario*, in *Trattato delle Società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, tomo X, vol. II, p.341; LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A proposal for Legislation*, in *Columbia Law Review*, vol. 83 (1983), 258 s., 264, 274, 277 s.; HOPT, *Übernahmeangebote im europäischen Recht*, in *Festschrift Rittner*, C. H. Beck’sche Verlag Buchhandlung, 1991, 187 ss., 191; BUXBAUM, *International Ownership and the Restructuring of Corporations*, in *Festschrift Steindorff*, Walter de Gruyter, 1990, 8; SENN, *L’ondata di scalate negli anni 80: il punto di vista di un banchiere svizzero*, in *Riv. soc.*, 1989, 152 ss., 158.

<sup>447</sup> EASTERBROOK e FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, 198; BROWN, *In Defense of Management Buyouts*, in *Tulane Law Review*, vol.65 (1990), 57 ss., 67, n. 29; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO - VELASQUEZ, *Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1991, 1, 427 n.5.

<sup>448</sup> GUYON, *Droits des affaires*, I, Economica, 1990, 591 s.

<sup>449</sup> COURET, MARTIN, FAUGÉROLAS, *Sécurité et transparence du marché financier*, in *Bulletin Joly*, n°11bis, 1989, 23; VATINET, *Les défenses anti-opa*, in *Revue des sociétés*, 1987, 539 ss., 540; MOGINI, MUNARI, *L’«Affaire Perrier»*. *La regolamentazione del mercato finanziario e la nuova disciplina delle offerte pubbliche in Francia*, Giuffrè, 1993.

<sup>450</sup> ROMAGNOLI G., *Le offerte pubbliche d’acquisto obbligatorie*, Cedam, 1996. “La carenza del sistema poteva individuarsi nell’aver ignorato un fenomeno normale, conseguenza inevitabile della stessa costituzione della società e poi della grande impresa che necessita della raccolta di ingenti capitali. L’errore della nostra disciplina stava proprio nell’aver supposto che le decisioni delle assemblee delle

annoverava un precedente famoso di offerta pubblica di scambio, cioè il tentativo del 1971 della società Latina di assicurazioni di scambiare parte dei propri titoli con quelli della De Angeli Frua: ma non si poteva parlare di un vero e proprio cambio del controllo, avendo l'offerente già la maggioranza della target. Sempre del 1971 il tentativo di scalata dell'antica società Bastogi, mediante una banca tedesca, su iniziativa condotta dal finanziere Sindona<sup>451</sup>. In Italia la poca rilevanza del fenomeno, perfino negli anni '90, portò per lo più di offerte di chiusura avanzate da gruppi di multinazionali per rastrellare le azioni di minoranza; simili operazioni si ripeterono anche dopo l'entrata della già accennata legge del '92.

## **2.5 Riflessioni sulla compatibilità e adattabilità delle vicende di acquisizione e rafforzamento del controllo societario ai modelli e principi economici tradizionali**

L'OPA è uno strumento che migliora senz'altro l'efficienza delle società per azioni quotate, oltre a comportare grandi benefici economici<sup>452</sup> per i piccoli risparmiatori ed investitori.

Si consideri innanzitutto la differente scelta che l'introduzione di questa tecnica offre al risparmiatore. Da un lato, questi può investire in un mercato quotato, garantendosi la possibilità, al lancio di un'OPA sull'emittente della quale partecipa, di valutare: a) se è più conveniente evitare ogni rischio che un cambio al vertice comporta, cedendo al *bidder*<sup>453</sup> i propri titoli ad un prezzo, più alto di quello di mercato<sup>454</sup>, e partecipando del beneficio economico<sup>455</sup> per la cessione di parte del pacchetto di controllo; b) se restare in possesso dei suoi titoli, che potrebbero<sup>456</sup> subire una forte svalutazione dopo il passaggio di proprietà<sup>457</sup>, e pur tuttavia in virtù di una consapevole scelta. Prima

---

*società nascessero dal casuale incontro di azionisti isolati, anziché esprimere un'azione concertata di gruppi precostituiti (...)*"

<sup>451</sup> MARCHETTI, *L'offerta pubblica di acquisto in Italia*, in *Riv. soc.* 1971, 1155 ss..

<sup>452</sup> CLARK, *Corporate Law*, Little, Brown and Company, 1986, 542; ADAMS, *Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen genutzten Ressourcen durch ihre Eigentümer?*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1990, 243 ss., n.1.

<sup>453</sup> Il termine anglosassone *bidder* deriva dal gergo giornalistico e indica lo scalatore. Carney indica il *bidder* come "the prospective buyer of a controlling interest in another corporation, often through a tender offer", v. CARNEY W. J., *Mergers and Acquisitions, Cases and Materials*, New York, 2000, 965.

<sup>454</sup> Secondo i dati del *market* statunitense, all'annuncio di un'offerta i titoli registrano un aumento di valore di circa il 30%. V. EASTERBROOK e FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, 194. L'offerente promette un premio in media del 50% o poco più del valore delle quotazioni correnti prima del lancio dell'operazione. HACKL e TESTANI, *Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study*, in *The Yale Law Journal*, vol. 97 (1988), 1193 ss., 1208 e ivi n.100. Nei *management buyout* il premio è mediamente del 56%: KRAAKMAN, *Taking Discounts Seriously: The Implications of «Discounted» Share Prices as an Acquisition Motive*, in *Columbia Law Review*, vol. 88 (1988), 891 ss., 908 in nota 63. Nelle offerte parziali il premio è molto inferiore, circa del 20,1% secondo BOOTH, *The Problem With Federal Tender Offer Law*, in *California Law Review*, vol. 77 (1989), 707 ss., 740.

<sup>455</sup> Beneficio che può accrescersi ulteriormente nel caso di asta al rialzo dei titoli, con offerenti in competizione per accaparrarsi il controllo della società. I casi di rilancio, comunque espressamente regolati, costituiscono spesso una fattispecie creata dall'appello del management della target lanciato ad un soggetto terzo o più graditi, ed a danno dello scalatore sgradito.

<sup>456</sup> Si tratta solo di una possibilità, strettamente connessa con le intenzioni che di volta in volta appartengono al *bidder*. Prassi vuole che laddove il *bidder* miri a una prospera continuazione dell'attività d'impresa societaria, la valutazione dei titoli in mano a coloro che hanno rifiutato l'offerta pubblica, o che sono rimasti a questi in mano in ragione dell'offerta parziale, almeno inizialmente mantiene una valutazione il 30% più alta di quella che avevano al momento del lancio dell'offerta.

<sup>457</sup> In alcuni casi si parla di *looting cases*, vale a dire di casi in cui il patrimonio societario viene dilapidato dal raider che riesce nella scalata. Ma tenendo conto che illeciti e abusi della maggioranza sono sempre possibili nelle strutture societarie, l'OPA non può essere ritenuta strumento che accresce il

dell'introduzione dell'OPA, al risparmiatore non restava che investire in un mercato dove la contrattazione privata faceva da padrona e dove, oltre a non godere di tutte le tutele e le garanzie di cui beneficiano i risparmiatori in un mercato soggetto a regolamentazione sulle acquisizioni mediante offerta pubblica, a gestire della sorte di milioni di persone e dei benefici che dovrebbero derivare dalla realizzazione di uno scarto utile tra acquisto e vendita dei titoli sono quei pochi (spesso già benestanti) azionisti di controllo.

Il *takeover* ridimensiona le inefficienze degli amministratori nelle *companies* ad azionariato disperso, riducendo la divergenza d'interessi fra i *managers* professionali e gli *shareholders*<sup>458</sup>. Ammettendo che questi intraprendano scelte che non valorizzano i titoli rappresentativi dell'impresa societaria, antepoendo interessi altri o diversi da quelli che dovrebbero perseguire<sup>459</sup>, è lecito inferire che tali titoli diminuiranno di valore sul mercato. In queste situazioni, i titoli diventano facile preda di *raiders* interessati al controllo della società. Questi, a loro volta, potranno ritenere che, offrendo anche un "premio di maggioranza" agli *shareholders* della target, dovranno inizialmente pagare più di quanto avrebbero pagato sul mercato per quei titoli, ma anche che appena raggiunto il controllo, il valore di questi crescerà al di sopra del premio di maggioranza<sup>460</sup>, ripagandoli dell'investimento economico intrapreso. Questa dinamica regge su basi teoriche e potenziali: non potendosi avere un rapporto di causa-effetto certo, gli *shareholders* saranno costretti a ragionare secondo un interesse egoistico e individuale. In particolare, il piccolo azionista generalmente agisce con l'handicap di non essere in contatto con alcun altro investitore, e nel momento in cui riceve l'offerta non può essere sicuro che l'offerta riesca o non riesca, non avendo dati sui quali elaborare la propria teoria. Addirittura, mancano alle minoranze idonei strumenti per superare l'asimmetria informativa che ancor prima caratterizza il loro investimento sul mercato. Stante l'incertezza sul successo della scalata, e quindi sulla possibilità di mantenere il proprio investimento vedendo lievitare il valore dei propri titoli non ceduti

---

pericolo di *looting cases*, anche perché l'ordinamento fornisce e deve essere in grado di provvedere alla repressione di tali evenienze. Vedi PREITE D., *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1992; FISCHER, *Efficient Capital Market Theory, The Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offer*, in *Texas Law Review*, vol. 57 (1978), 1 ss., 18; COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443 ss., 1452, 1462; MASSARI, *Ancora in tema di cessione dei pacchetti di controllo*, in *Riv. soc.*, 1979, 1023 ss., 1025.

<sup>458</sup> Della quale si è già detto, e riferibile innanzitutto all'opera di BERLE A. e MEANS A., *The modern Corporation and Private Property*, 1933.

<sup>459</sup> WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Giappichelli, 1974: "Il compito degli amministratori consiste principalmente (...) nell'attuare l'interesse sociale, che a sua volta va specificato nell'obiettivo del massimo profitto. Anche i numerosi doveri attinenti all'organizzazione della società sono fondamentalmente preordinati al medesimo scopo. La formula condensa sinteticamente il risultato a cui è finalizzata l'intera attività che gli amministratori sono tenuti a prestare. Tuttavia ogni obbligazione importa un apprezzamento nella scelta dei mezzi più idonei al raggiungimento del fine perseguito. Anzi, è innegabile che la valutazione del come adempiere la prestazione è, per la gestione di una società commerciale, largamente opinabile. Se un tanto di discrezionalità è propria di tutte le obbligazioni, sia pure con diversa intensità, è certo che la soggettività delle scelte emerge soprattutto nel caso degli operatori economici, i quali soggiacciono ai rischi della competizione reciproca sul mercato. Nondimeno, per limitare l'arbitrio, occorre fissare un modello normativo di condotta. Altrimenti non è logicamente possibile individuare le deviazioni, per colpirle con sanzioni adeguate".

<sup>460</sup> È lo scalatore a dover tenere in conto quali sono i valori che si attende di raggiungere una volta ottenuto il controllo e avviata la propria gestione: BOOTH, *The Problem With Federal Tender Offer Law*, in *California Law Review*, vol. 77 (1989), 708.

allo scalatore<sup>461</sup>, il comportamento spesse volte più conveniente sarà quello di cederli. Il fatto stesso che questa dinamica presupponga un abbassamento del valore dei titoli in possesso degli azionisti, testimonia dell'effetto virtuoso che il *takeover* introduce sul mercato, attribuendo un altro "voto con i piedi"<sup>462</sup> al piccolo azionista insoddisfatto del proprio investimento, per orientare le proprie scelte di conseguenza della delusione e disapprovazione per l'investimento compiuto. Ulteriore effetto virtuoso del *takeover* è riscontrabile nel meccanismo punitivo che costantemente temono gli amministratori di società per azioni<sup>463</sup> di essere scalzati dal proprio posto: tanto più sarà diffuso l'azionariato<sup>464</sup>, tanto più questi dovranno costantemente ritenersi sotto pressione, e solo mantenendo una redditività sufficientemente alta<sup>465</sup> potranno evitare forme di "protesta" e "disinvestimento" dell'azionariato disperso che, secondo la dinamica appena esposta, porterebbero ad attacchi ostili.

Non è soltanto il profilo economico a essere soggetto a valutazioni: viene infatti anche in rilievo il diritto amministrativo principe del piccolo azionista, *id est* il diritto di voto. Quel voto che, atomizzato, durante la vita della società non conta nulla, considerato che lo stesso risparmiatore si concentra esclusivamente sulla realizzazione di uno spread<sup>466</sup> sul proprio investimento, invece nel momento in cui la target è soggetta a scalata diventa oggetto di attenzione e "rivalutazione", in quanto partecipa della nomina degli amministratori e porta con sé un contenuto intrinseco di "potere"<sup>467</sup>, appetibile sia dalla proprietà attuale che voglia difendersi, sia dallo scalatore che voglia assumere il controllo dell'emittente bersaglio.

La maggioranza degli *executives* perde il posto in conseguenza del cambio di controllo<sup>468</sup>, e anche se la "*corporate guillotine*" non è l'unico modo per stimolare il rendimento manageriale<sup>469</sup>, resta il fatto che i dirigenti sono legati a un filo indissolubile con l'andamento dei titoli negoziati sul mercato.

Se le dinamiche descritte finora fossero nella pratica sempre vere, il mercato societario godrebbe di uno strumento in grado di allocare in maniera perfetta le risorse, inducendo

---

<sup>461</sup> E ricordando che si tratta in ogni caso di un innalzamento delle quotazioni sempre teorico, perché legato alla bontà delle aspettative e dei calcoli dello scalatore: MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting*, in *Columbia Law Review*, vol.19, 1435.

<sup>462</sup> La *Wall Street Rule* suggerisce di vendere i titoli ai risparmiatori insoddisfatti: si tratta del cosiddetto *exit*, cioè della forma di protesta tradizionale dell'azionista insoddisfatto. Accanto a questo, la forma di ostilità esplicita verso il *board*, consistente nel c.d. potere di voice, cioè di "farsi sentire" o di "esprimersi", utilizzando quelle forme di contrasto, anche con azioni giudiziarie, per manifestare il proprio dissenso all'operato degli amministratori. In questo senso, si dice che i piccoli azionisti "votino con i piedi". Vedi HIRSCHMAN, *Lealtà defezione protesta*, trad. it. Bompiani, 1982 (originale del 1970).

<sup>463</sup> I *managers* sono responsabili solidalmente di fronte al mercato, e il rischio di scalata innesta delle dinamiche correttive delle inefficienze, grazie alle scalate che potenzialmente o di fatto riducono gli *agency costs*: EASTERBROOK e FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a tender offer*, in *Harvard Law Review*, vol. 94 (1981), 1161 ss., 1168 ss.

<sup>464</sup> MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *The Journal of Political Economy*, vol. 73 (1965), in nota 19, 1436 s.

<sup>465</sup> MARRIS, *La teoria del capitalismo manageriale*, trad. it. Einaudi, 1972 (originale 1964).

<sup>466</sup> Il termine è di origine anglosassone. Il *bid ask spread*, o differenziale denaro-lettera, rappresenta la differenza tra il migliore prezzo di acquisto (*bid*) e il migliore prezzo di vendita (*ask*), in riferimento alle condizioni tecniche che facilitano l'incontro di domanda e offerta di attività finanziarie e la formazione dei prezzi. È poi divenuto usuale l'utilizzo di tale termine per indicare lo "scarto" (che è poi la traduzione letterale del termine) tra valore iniziale dell'operazione finanziaria e finale della stessa. Laddove lo *spread* ha valore positivo si ha un guadagno, e viceversa una perdita.

<sup>467</sup> Che l'azionista non sfrutta mai, persistendo il fenomeno dell'assenteismo assembleare.

<sup>468</sup> CARNEY, *Controlling Management Opportunism in The Market for Corporate Control: An Agency Cost Model*, in *Wisconsin Law Review*, 1988, 385 ss., 419, n.186.

<sup>469</sup> COFFEE, *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, in *Michigan Law Review*, vol. n.19, 1153, 1158 ss.

ogni board a comportamenti virtuosi e sempre rispondenti all'interesse sociale. La pratica dimostra che le cose funzionano ben diversamente. Innanzitutto, non vi è un rapporto certo causa/effetto tra diminuzione del valore dei titoli e scalata: solo una forte svalutazione rendono conveniente la scalata. Così come non è sempre vero che i guadagni delle società acquisite si attestano sui livelli che il *bidder* auspicava al momento della scalata<sup>470</sup>. Le OPA si verificano ad ondate e spesso in settori particolari, confermando la tesi di chi giustifica le operazioni di *takeover* a fini di sinergia d'impresa<sup>471</sup>. Le società target non sono sempre né spesso quelle in difficoltà o con rendimenti insufficienti<sup>472</sup> - anzi sono più spesso appetibili emittenti con management di livello e con profitti attraenti per il pubblico dei risparmiatori<sup>473</sup> - e se la scalata su queste ha successo non vi sono, nel lungo periodo, rilevanti miglioramenti nei guadagni d'impresa. Ancora, si consideri che nonostante la cattiva gestione, che dovrebbe portare la società emittente ad essere facile preda di scalata, il *management* "sotto attacco" riesce comunque a compiere operazioni di *leveraged buy out* ed evitare la scalata, ottenendo ingenti finanziamenti. Questi dati potrebbero essere interpretati<sup>474</sup> nel senso di una volontà imprenditoriale di puntare alla creazione di imperi economici veri e propri.

Troviamo dunque teorie contrapposte sullo strumento del *takeover*. Da una parte chi lo ritiene strumento di miglioramento del mercato societario, in grado di creare efficienza, ricapitalizzando le società in cattivo stato, e garantendo un buon livello di gestione dell'apparato d'impresa; dall'altra chi lo ritiene addirittura oneroso e poco rispondente ai fini che vorrebbe raggiungere, oltre che motivo di allocazione delle risorse inefficiente ai danni della comunità.

Quello che è innegabile è che gli azionisti di minoranza godono sicuramente della possibilità di svincolarsi da un investimento in società in cui al comando potrebbe giungere soggetto di dubbia reputazione o scarsa abilità imprenditoriale<sup>475</sup>.

Può comunque affermarsi che non esiste, sempre, un prezzo uniforme del titolo che tenga conto di tutte le informazioni sul mercato, esiste piuttosto una scala di prezzi ordinati secondo le valutazioni degli azionisti. Il premio deve essere in grado, in quest'ottica, di soddisfare le differenti pretese dei venditori.

La dinamica del *takeover* richiede poi che si ponga attenzione ad ulteriori profili. Innanzitutto, non è immaginabile che la quasi totalità o la totalità delle azioni siano nelle mani di un pubblico totalmente frazionato e atomizzato, altrimenti le scalate diventerebbero impossibili<sup>476</sup>, quindi gli investitori istituzionali devono essere in possesso di quantitativi ingenti di titoli al fine di poterli cedere in tempi rapidi<sup>477</sup>. Secondo aspetto ricorrente che facilita il successo del *takeover*, è l'intervento degli

---

<sup>470</sup> LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A proposal for Legislation*, in *Columbia Law Review*, vol. 83 (1983), 249 ss., 310.

<sup>471</sup> COFFEE, *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups*, in *Wisconsin Law Review*, 1988, 435 ss., 441 s.

<sup>472</sup> PROXMIRE, *Introduction: What's Right and Wrong About Hostile Takeovers?*, 1988, 353 ss., 355.

<sup>473</sup> Casomai può essere la grande dimensione d'impresa della target a scoraggiare l'operazione. Vedi SINGH, *Take-overs, Economic Natural Selection and the Theory of the Firm: Evidence from the Postwar United Kingdom Experience*, in *The Economic Journal*, vol. 85 (1975), 497 ss., 505 s., 511.

<sup>474</sup> Anche a costo di pagare più del valore effettivo dei titoli dell'emittente, pur di gettare le basi di un impero economico (c.d. *hubris hypothesis* o *empire-building hypothesis*). Vedi BLACK, *Bidder Overpayment in Takeovers*, in *Stanford Law Review*, vol. 41 (1989), 597 ss.

<sup>475</sup> LÜTTMANN, *Changes of Corporate Control and Mandatary Bids*, in *International Review of Law and Economics*, vol. 12 (1992), 497 ss., 501 ss.

<sup>476</sup> WEIGMANN, *I fondi mobiliari come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1089 ss., 1091 s.

<sup>477</sup> CLARK, *The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, in *Harvard Law Review*, vol. 94 (1981), 561 ss.



intermediari. Se il flottante è caratterizzato da una percentuale elevata, questi intervengono<sup>478</sup> raccogliendo largamente<sup>479</sup> i titoli appetiti dal *bidder* all'annuncio della scalata, in modo tale che, da una parte essi guadagnano enormemente sul differenziale, dall'altra spianano la strada al successo dell'OPA sulla quale hanno scommesso.

## CONCLUSIONI

Il mercato del controllo societario si configura come colonna portante dell'infrastruttura della Corporate Governance: in condizioni di efficienza, i managers sono scoraggiati ad attuare comportamenti egoistici e poco virtuosi, correndo il rischio di essere sostituiti. Ma la misura dell'efficienza, in un contesto stravolto da regolamentazioni di hard law in reazione agli scandali finanziari (caso americano), e alla persistente voglia di puntare sul soft law anche laddove se ne sono verificate applicazioni non idonee a garantire gli standard di protezione dei risparmiatori, può ben dirsi che ad essere globalizzato è un mercato in cui le regole non sono globalizzate, ma sono addirittura in competizione (quando in competizione dovrebbero essere le economie di mercato attuate dalle regole o dalle "poche" regole).

Gli interventi normativi episodici ma protezionistici di contesti come quello italiano e francese, hanno riflesso gli interessi particolari di gruppi di potere, o la ferma volontà statale di non perdere in alcuni Paesi, vedi il caso della Cina, quei settori strategici che appartengono per tradizione o mentalità, ad una autorità centrale. L'analisi attenta del contesto di otto Paesi industrializzati non lascia dubbi sul fatto che gli assetti proprietari sono dovunque diversi, e che pur trovando ordinamenti assimilabili, poi all'interno di uno stesso contesto è possibile (si pensi alla Francia) che vi siano differenze nette tra società dello stesso ordinamento, in dipendenza delle dimensioni di queste.

Ecco che studiare le offerte pubbliche di acquisto nelle variabili di dipendenza dal mercato del controllo societario, ha senso nella misura in cui non si pretenda di giungere ad una semplificazione degli istituti: non può prescindersi infatti dalla legislazione multi livello, di hard e soft law, che coesiste in più ordinamenti; dalle profonde e sempre più radicate differenze, a causa degli alti standard imposti per l'ammissione sui mercati regolamentati, tra società quotate e non quotate; e così anche non sembra potersi partire dalle regole per modificare il mercato, dovendosi forse prevedere misure ad hoc per ogni contesto studiate sulle specifiche caratteristiche di ogni singolo mercato.

---

<sup>478</sup> Sulla base di rumors: WEIGMANN R., *Il mercato del controllo societario*, in *Trattato delle Società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, tomo X, vol. II, p.344.

<sup>479</sup> In questo caso si parla degli intermediari come di *arbs*, o *risk arbitrageurs*. WEIGMANN R., *Il mercato del controllo societario*, in *Trattato delle Società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, tomo X, vol. II, p. 344.

E' chiaro che su questi processi ha inciso ed incide sempre più la presenza di economie in crescita: si è analizzato il caso della Cina, ma non dimentichiamo l'India, il Brasile ed altri fenomeni economici in evoluzione.

Altrettanto non devono dimenticarsi da una parte le sovrastrutture comunitarie, che con direttive sempre più stringenti hanno tentato di armonizzare i diritti connessi agli azionisti e le prerogative del mercato per il *corporate control*; dall'altra le sovrastrutture economiche, legate a tradizioni culturali troppo radicate per essere di colpo modificate. Chi scrive ritiene che possano farsi delle conclusioni moderate a fronte di un campione di ordinamenti analizzati, e cioè che può forse essere messo in rilievo un duplice aspetto interessante per gli studiosi della governance societaria:

- il primo è quello per il quale dovunque si sono consolidate le medesime tematiche di discussione, privilegiando in modo palese quelle connesse all'irragionevolezza ed agli eccessi di squilibrio tra remunerazione del management e quelle relative al conflitto di interessi;
- il secondo è quello per il quale può rivendicarsi al dibattito sulla corporate governance la capacità di avere spostato gran parte dei temi da una prospettiva meramente economica, quella che puntava allo shareholder value e alla massimizzazione del profitto, ad una prospettiva diversa, da diversi autori denominata cultura dello "stakeholder value", con uno spostamento dell'attenzione dagli strumenti di protezione dell'azionista a quelli di correzione delle asimmetrie e di coinvolgimento dei lavoratori nel processo di sviluppo aziendale.

## **BIBLIOGRAFIA**

AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Giappichelli, Torino, 2010.

AA.VV., *Common legal Framework for Takeover Bids in Europe*, ed. Dirk Van Gerven, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.

AA.VV., *Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market*, editors J.M.M. Maeijer - K. Geens, Martinus Nijhoff Publishers/Graham&Trotman, 1990.

AA. VV., *Diritto Societario Comparato*, a cura di Luca Enriques, il Mulino, 2006.

AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giuridici per Guido Rossi, Tomo I e II, Milano, Giuffrè, 2002.

AA.VV., *Handbook on International Corporate governance - country analysis*, second edition, ed. Christine A. Mallin, 2011.

AA.VV., *Il modello dualistico, Dalla norma all'attuazione*, Gruppo 24 Ore, Milano, 2009.

AA.VV., *Knights, Raiders, and Targets. The impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press, Oxford, 1988.

AA.VV., *Rethinking Corporate governance - From shareholder value to stakeholder value*, Wolters Kluwer, 2011.

AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and Functional Approach*, second edition, Oxford University Press, Oxford, 2009.

- AA.VV., *The European Company Statute. A New Approach to Corporate Governance*, Peter Lang.
- AA.VV., *The European Takeover Directive and its Implementation*, ed. Paul Van Hooghten, Oxford University Press, Oxford, 2009.
- AA.VV., *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo Portale, volume 10\*\*, *Società per azioni e mercato mobiliare*, UTET.
- ARMOURJ. e MCCAHERY J., *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2006.
- CADBURY A., *Corporate Governance Cosa è*, Luiss University Press, 2007.
- CADBURY A., *Leadership e corporate governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008.
- CESARONI F. M., *Il collegio sindacale nella Corporate governance delle società italiane profili economico aziendali giappichelli torino studi e ricerche di economia aziendale*, Giappichelli 2004, Torino.
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, Cedam, seconda edizione, 2010.
- COLLI A., *Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, elementi Marsilio, 2006.
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Giappichelli, Torino, 2006.
- COSTI R. e ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in Trattato di Diritto Commerciale, diretto da Gastone Cottino, Volume ottavo, Cedam, 2004.
- CREMASCO D. e LAMBERTINI L., *Governo delle imprese e patti parasociali*, Cedam, 2004.
- DESANA E., *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Giuffrè, Milano, 2003.
- DI TORO P., *Corporate Governance, Principi di comportamento per il governo delle società di capitali*, Gruppo24Ore, Milano, 2010.
- DU PLESSIS, HARGOVAN, BAGARIC, *Principles of contemporary Corporate governance*, Second Edition, Cambridge, 2011.
- EISELE U. S.,  *Holdinggesellschaften in Japan. Entwicklung, Verbot, Wiedezulassung und aktueller Rechtsrahmen*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2004.
- HUSE M., *Boards, Governance and Value Creation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.
- HUSE M., *The Value Creating Board. Corporate governance and organizational behaviour*, Routledge, London and New York, 2009.
- IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Giuffrè, 2005.

- JOHNSTON A., *EC Regulation of Corporate Governance, International Corporate Law and Financial Market Regulation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009.
- MACEY J. R., *Corporate Governance - Quando le regole falliscono*, Princeton, IBL libri, 2008.
- MAGGIONI V., POTITO L. e VIGANÒ R., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.
- MALLIN C. A., *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, third edition, 2010.
- MARTINI S. B., DI STEFANO G., ROMANO G., *La governance delle società quotate - tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, ed. Franco Angeli, 2006.
- MECKEL V., *Die Corporate Governance im neuen japanischen Gesellschaftsrecht. Unter besonderer Berücksichtigung der Aufgaben von Verwaltungs- und Prüferat*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2010.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, Volume quarto del Trattato di Diritto Commerciale diretto da Gastone Cottino, CEDAM, 2004.
- MUCCIARELLI F. M., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, Giuffrè, Milano, 2004.
- PALMIERI N. W., *Crisi finanziaria globale, Bancarottieri troppo grandi per fallire*, Cedam, 2009.
- PEDERZINI E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, Giuffrè, Milano, 2004.
- POLI S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Giuffrè, Milano, 2010.
- PUGLIESE A., *Percorsi evolutivi della corporate governance, Il ruolo del consiglio di amministrazione dall'agency theory a una prospettiva di contingency*, Cedam, 2008.
- ROE M. J., *Strong Managers Weak Owners, The political roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
- ROMAGNOLI G., *Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie*, Cedam, 1996.
- SANGUIGNI V., *Proprietà e governo dell'impresa, Verso un modello di analisi in ottica sistematica*, Cedam, 2002.
- SAVELA A., *Hostile takeovers and directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union*, Turku, 1999.
- SIEMS MATHIAS M., *Convergence in Shareholder Law, International Corporate Law and Financial Market Regulation*, Cambridge, 2008.
- SOLOMON J., *Corporate Governance and accountability*, Wiley, third edition, 2010.
- STELLA RICHTER JR. M., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Giuffrè, Milano, 1996.

TANTINI G., *L'indipendenza dei sindaci*, Cedam, 2010.

WOLFF L.-C., *Mergers & Acquisitions in China: Law and Practice*, Wolter Kluwers, third edition, 2009.

YU G., *Comparative Corporate Governance in China, Political economy and legal infrastructure*, Routledge, 2007.