

Market-Driven Management e modelli di Corporate Governance

*Daniela M. Salvioni**

1. La Corporate Governance nei mercati globali

Nei mercati globali le barriere di spazio e di tempo alla circolazione delle informazioni, delle risorse e delle merci tendono a scomparire, mentre risultano enfatizzate le relazioni di interdipendenza tra condizioni di successo economico, competitivo e sociale dell'impresa.

La globalizzazione dei mercati e delle informazioni influenza significativamente la corporate governance, data l'aumentata importanza della valorizzazione delle attese degli stakeholder per la formazione di circoli virtuosi risorse, attività, risultati, consensi, il moltiplicarsi dei fattori di rischio, l'ampliarsi delle relazioni dirette e mediate tra unità operative e mercati¹.

La tendenza all'attivazione di una rete di relazioni sempre più ampia e complessa contribuisce a sottolineare: da una parte, l'importanza dell'orientamento competitivo al mercato con riferimento a tutti gli ambiti di negoziazione; dall'altra parte, l'attenzione per l'efficacia, la flessibilità e la convergenza dei principi e dei modelli di corporate governance.

L'orientamento al mercato è, in effetti, connaturato nella corporate governance, posto che: il mandato di governo è conferito dagli shareholder - eventualmente con la partecipazione dei prestatori di lavoro e delle banche - e correttamente esercitato in favore degli interlocutori rilevanti dell'impresa; le norme e le raccomandazioni, in materia di strutture e di processi amministrativi, di controllo e di comunicazione, sono predisposte a tutela dei terzi; l'amministrazione ed il controllo aziendali presuppongono la salvaguardia delle potenzialità di successo, da cui deriva l'ottimizzazione della capacità di creazione di valore nel tempo.

La correttezza comportamentale e le abilità sviluppate nel capire i mercati e le opportunità emergenti, nella predisposizione di sistemi informativi efficaci e nell'assunzione di decisioni basate su un'accorta individuazione dei rischi prospettici, nell'anticipare le mosse dei concorrenti, nell'instaurare relazioni di alto profilo nei mercati in cui si interagisce, sono fenomeni idonei a decretare la

* Professore Ordinario di Economia Aziendale, Università degli Studi di Brescia

formazione di presupposti di successo nelle attuali condizioni operative d'impresa².

La complessità delle relazioni essenziali per la creazione di valore enfatizza i collegamenti tra capacità di ottimizzazione delle performance economiche, competitive e corretta assunzione di responsabilità nei confronti di tutti gli attori rilevanti e dell'ambiente. La costituzione di società di capitale, la conseguente separazione - almeno parziale - tra proprietà e gestione e, ancor più, la quotazione di borsa, conferiscono poi particolare rilievo alla tutela degli shareholder, che rischiano le risorse finanziarie conferite e che possono condizionare l'andamento del valore di mercato dell'impresa.

La globalizzazione e l'elevata concorrenza che le società quotate incontrano nell'acquisizione del consenso da parte dei sottoscrittori di quote di capitale, hanno indubbiamente determinato un chiaro orientamento competitivo anche al mercato borsistico. La relazione tra risultati conseguiti, capacità di soddisfacimento delle attese percepita, domanda/offerta di un titolo societario e relativo valore di mercato, è andata dunque acquisendo importanza crescente per il successo della governance aziendale.

Il valore di mercato di un'impresa è in effetti condizionato da una pluralità di fattori, esterni ed interni all'impresa stessa. Tra i fattori esterni figurano fenomeni economici di carattere generale (ad esempio, l'andamento del tasso di sconto, dell'inflazione, della disoccupazione, dei cambi, del mercato dei capitali di credito, ecc.), i rapporti politici tra paesi, lo stato di sviluppo e la trasparenza del mercato di quotazione, la diffusione del ricorso a mercati paralleli, la manifestazione di stati di insolvenza, di scandali e di situazioni di mal governo societario, le comunicazioni effettuate dai concorrenti, dagli interlocutori commerciali, da enti e da istituzioni, l'affermarsi di tendenze speculative tra gli investitori. Tra i fattori prevalentemente interni assumono rilievo i comportamenti adottati, i risultati conseguiti e le condizioni che contraddistinguono l'evoluzione dell'attività (ad esempio, la struttura aziendale e gli ambiti geografici di operatività, i mercati di approvvigionamento, i rapporti con il personale e con le organizzazioni sindacali, gli investimenti effettuati, i mercati di vendita, gli accordi di fornitura e le dinamiche settoriali delle aziende clienti, ecc.).

Inoltre, la caduta delle barriere di spazio e di tempo nella diffusione delle informazioni, la crescente importanza degli investitori istituzionali ed il ruolo assunto dagli analisti finanziari, sono tutti fenomeni che producono ampliamenti della competitività nell'ottenimento di risorse, enfatizzando l'esigenza di trasparenza e di mantenimento di fiducia e di consenso sull'operato delle imprese.

Per le società quotate si rimarca, pertanto, la rilevanza di un orientamento competitivo al mercato dei capitali, sia poiché fonte primaria di risorse, sia con riguardo al ruolo assunto dal rapporto domanda/offerta di quote di capitale per l'affermazione del valore d'impresa e per la manifestazione di consenso sull'operato degli organi di governance.

Le caratteristiche dei mercati di quotazione ed il livello di dispersione delle quote di capitale delle imprese tendono comunque ad enfatizzare diversi gradi di orientamento al mercato, che paiono collegarsi ai modelli di corporate governance adottati, a talune condizioni di regolamentazione del mandato ricevuto, nonché all'esercizio della governance.

L'importanza della relazione con gli azionisti è anche alla base degli interventi normativi e delle raccomandazioni dirette a garantire efficacia alla corporate governance. Del pari, la progressiva integrazione dei principali mercati dei capitali pare stimolare la ricerca di condizioni di flessibilità e di convergenza dei principi e dei modelli di governo.

L'attenzione dei legislatori e delle istituzioni si è rivolta in particolare alle società di capitale e, in tale ambito, alle società quotate, in considerazione dell'ampiezza degli interessi coinvolti e del ruolo prioritario che il governo d'impresa assume per la tutela dell'efficacia delle relazioni di mercato.

La globalizzazione delle relazioni tra mercati borsistici, emittenti titoli ed investitori, ha dunque indotto una frequente rivisitazione degli ordinamenti e delle regolamentazioni nazionali, secondo percorsi coerenti con la cultura, le tradizioni e le condizioni di mercato interne a ciascun paese, ma al contempo proiettati all'applicazione delle *best practice* internazionali. Specificamente, si è assistito all'affermazione di principi di efficacia della corporate governance generalmente accettati, declinati nell'ambito di modelli di governo differenti, la cui affermazione si correla anche alla struttura azionaria delle società ed alle condizioni evolutive dei mercati dei capitali di rischio.

2. La diffusione dei modelli di Corporate Governance

I modelli di corporate governance riconosciuti a livello mondiale si fondano sulla relazione tra assemblea dei soci ed organismi preposti all'attuazione delle attività di governance (amministrazione/gestione, controllo). Al riguardo, i modelli standard si basano su: l'eventuale separazione tra organi amministrativi e di controllo cui è conferito il mandato di governo, atta a distinguere tra sistemi monistici (cioè con un unico organo di governance) e sistemi dualistici o duali (cioè che prevedono due organi distinti, rispettivamente dedicati allo sviluppo delle attività di amministrazione e di controllo di corporate governance); la delega nei processi di nomina di specifici membri degli organi di governance, idonea a consentire la separazione tra modelli dualistici orizzontali (in cui sia l'organo amministrativo sia quello di controllo sono nominati dall'assemblea dei soci) e modelli dualistici verticali (in cui l'assemblea dei soci - talora con la partecipazione dei dipendenti - nomina l'organo di controllo, il quale a sua volta nomina l'organo amministrativo).

I principali paesi industrializzati attualmente evidenziano (Tabella 1): nazioni che adottano un unico modello di corporate governance e nazioni in cui è possibile scegliere tra modelli monistici e dualistici; nazioni che privilegiano modelli incentrati esclusivamente sul mandato di amministrazione (modello monistico puro adottato in Gran Bretagna, Stati Uniti, Canada, Spagna, Grecia, ecc.), ovvero nazioni che enfatizzano il ruolo del controllo di corporate governance mediante l'accostamento all'organo amministrativo di un organismo di controllo (i modelli dualistici ma anche taluni modelli monistici che prevedono un apposito organo di controllo che opera in autonomia).

Tabella 1: *Confronto internazionale dei modelli di Corporate Governance – 2008*

Paesi	MODELLO MONISTICO	MODELLO DUALISTICO VERTICALE	MODELLO DUALISTICO ORIZZONTALE
Stati Uniti	x		
Gran Bretagna	x		
Irlanda	x		
Canada	x		
Grecia	x		
Spagna	x		
Svezia	x		
Germania		x	
Austria		x	
Danimarca		x	
Italia	x	x	x
Lussemburgo	x	x	
Olanda	x	x	x
Norvegia	x	x	
Finlandia	x	x	
Giappone	x		x
Francia	x	x	
Belgio	x	x	
Portogallo	x	x	x
Russia	x	x	x

In questi ultimi anni, nei diversi paesi si sono succeduti interventi normativi e di regolamentazione della corporate governance. In funzione dell'ampiezza degli interessi coinvolti e del ruolo dei mercati borsistici nazionali per lo sviluppo dell'economia di un paese, sono inoltre stati studiati codici di autodisciplina diretti a adattare le condizioni di trasparenza e di efficacia delle società quotate ai nuovi requisiti competitivi imposti dalla globalizzazione (Tabella 2).

L'evoluzione della corporate governance rimarca la maggiore possibilità di convergenza internazionale, l'aumento di flessibilità delle strutture con incremento dei paesi in cui è consentito optare per modelli differenti di governance, la crescente attenzione per le attività di controllo e di comunicazione sviluppate in favore degli shareholder e degli altri stakeholder.

In Italia, ad esempio, la riforma del diritto societario del 2003 (Riforma Vietti operativa dal 2004) affianca al modello tradizionale o dualistico orizzontale i modelli dualistico verticale e monistico. Le alternative contemplate dal legislatore prevedono la coesistenza di due organi: uno dedicato prevalentemente all'amministrazione (consiglio di amministrazione, o consiglio di gestione), l'altro con funzioni di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione)³.

Tabella 2: L'evoluzione internazionale dei codici di autodisciplina

PAESE	ANNO PUBBLICAZIONE	REVISIONI	ISTITUZIONI PROMOTRICI DEL CODICE E COMITATI INCARICATI DELLA STESURA
Gran Bretagna			Diversi organismi (London Stock Exchange, Financial Reporting Council, Confederation of British Industry, Institute of Directors, professionisti della contabilità) hanno congiuntamente promosso l'istituzione di numerosi comitati.
	1992		Comitato Cadbury
	1995		Comitato Greenbury
	1998		Comitato Hampel
	1998	2000, 2003, 2005, 2006	Comitati Turnbull, Smith e Higgs, i cui lavori sono stati raccolti nel Combined Code
Irlanda	1992 – 2006		Adotta gli stessi codici della Gran Bretagna
Canada	1994		Borsa di Toronto
	2001		Comitato Saucier, promosso dalla borsa di Toronto e dall'Ordine dei dottori commercialisti
Francia			Diversi organismi (Borsa di Parigi, Consiglio Nazionale del Patronato Francese, associazioni degli imprenditori) hanno congiuntamente promosso l'istituzione di numerosi comitati.
	1995		Comitato Viénot I
	1999		Comitato Viénot II
	2002		Comitato Bouton
	2003		Gruppo di lavoro Afep – Medef per il consolidamento dei codici precedenti
Stati Uniti	1997	2002, 2005	Business Roundtable
	2004		National Association of Corporate Directors (NADC)
	2004	2007	TIAA-CREF (fondo pensione degli insegnanti)
	1998	2005	CalPERS (fondo pensione dei dipendenti pubblici della California)
	2005		The Council of Institutional Investors
	2002		Institute of Internal Auditors (IIA)
Olanda	1997		Comitato Peters, promosso dalla borsa di Amsterdam
	2004		Comitato Tabaksblat, promosso dalla borsa di Amsterdam e da numerose associazioni d'impresa, degli investitori, ecc.
Finlandia	1997	2003	Gruppo di lavoro promosso dalla Borsa, dalla Camera di Commercio Nazionale e dalle associazioni d'impresa
Giappone	1997		Keidanren (federazione delle organizzazioni economiche)
	1997	2001, 2004	Gruppo di lavoro del Japanese Corporate Governance Forum
Belgio	1998		Associazione degli imprenditori (VBO/FEB)
	1998		Commissione per le Banche e la Finanza (CBFA)
	1998		Comitato Cardon, promosso dalla Borsa di Bruxelles
	2004		Comitato Lippens, promosso congiuntamente dalle organizzazioni emittenti i codici del 1998
Spagna	1998		Comitato Olivencia, promosso dal Governo
	2003		Comitato Aldama, promosso dal Governo
	2006		Gruppo di lavoro proposto dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) e approvato dal Ministero dell'Economia, per la predisposizione del Codice Unificato
Italia	1999	2002	Comitato Preda, promosso da Borsa Italiana spa
	2006		Comitato Capuano, promosso da Borsa Italiana spa
Portogallo	1999	2003, 2007	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Grecia	1999		Hellenic Capital Market Commission (HCMC)
Danimarca	2001	2005	Comitato Nørby, promosso dalla borsa di Copenhagen

Germania	2002	Annuale	Commissione Cromme, nominata dal Ministero della Giustizia
Austria	2002	Annuale	Gruppo di lavoro promosso dalla borsa di Vienna, dal Ministero delle Finanze, da associazioni di imprese finanziarie e dai professionisti della contabilità
Russia	2002		Federal Commission for Securities Market
	2002		The Russian Corporate Governance Roundtable
	2004		International Finance Corporation, d'intesa con U.S. Department of Commerce
Norvegia	2004	Annuale	Borsa di Oslo e numerose associazioni d'impresa, degli investitori, degli analisti finanziari
Svezia	2005		Comitato promosso da Governo, Borsa e imprese
Lussemburgo	2006		Borsa lussemburghese

Fonte: L. Bosetti, Le variabili rilevanti dei sistemi di corporate governance, in Daniela M. Salvioni (ed.), Corporate governance, controllo e trasparenza, FrancoAngeli, Milano, 2007

La cultura e le abitudini dominanti tendono comunque a determinare una netta preponderanza dei modelli radicati nelle società (95,61% dei casi segnalati) (Tabella 3). Infatti, a quattro anni dalla riforma, la diffusione del modello dualistico verticale (3,04% dei casi segnalati) e del modello monistico (1,35% dei casi segnalati) risulta decisamente limitata, evidenziando resistenze al cambiamento se non in presenza di eventi straordinari che già prevedono variazioni nelle strutture di governance⁴.

Tabella 3: *Modelli di Corporate Governance adottati (n. aziende – Italia - Società quotate)*

Dualistico orizzontale	Dualistico verticale	Monistico	Totale*
283	9	4	296

* Società che, ad aprile 2008, hanno comunicato a Consob la composizione degli organi.

Nei diversi paesi, il comportamento delle imprese pare comunque essere orientato al miglioramento della propria corporate governance, sfruttando le capacità e le competenze acquisite, piuttosto che alla valutazione dell'opportunità di modificazione dei modelli di governance. D'altra parte, occorre rimarcare che anche i codici di autodisciplina e le regolamentazioni dei mercati borsistici nazionali tendono a fare prevalente riferimento ai modelli tradizionalmente applicati⁵.

3. Modelli di Corporate Governance e mercati borsistici

I modelli, le norme e le raccomandazioni operative nei vari paesi ed il grado di orientamento competitivo al mercato delle società quotate, presentano collegamenti con le caratteristiche dei mercati finanziari e con il livello di concentrazione della proprietà. In proposito, si riscontrano:

- nazioni in cui la corporate governance risulta significativamente orientata al mercato del capitale di rischio, dato il ruolo di controllo/consenso associato all'andamento della domanda di titoli ed alla conferma dei mandati di governance da parte degli azionisti (*outsider system* o *market oriented system*);
- nazioni in cui le caratteristiche del mercato borsistico tendono a limitarne il ruolo di regolazione, in rapporto al sussistere di strutture di azionariato societario e di condizioni di negoziazione dei titoli volte a determinare difficoltà nell'esercizio di un'efficace azione di controllo sulla governance (*insider system*).

Gli *outsider system* sono contraddistinti da situazioni di dominanza di grandi imprese quotate a proprietà molto frazionata e diffusa (*public company*), tipiche dei paesi anglosassoni. In presenza di comunicazioni veritiere, corrette e trasparenti, l'efficiente funzionamento del mercato dei capitali determina il consenso/controllo sull'attività amministrativa, con variazioni nel valore del titolo conseguenti alle dinamiche di domanda e di offerta di quote di proprietà.

Il modello dominante gli *outsider system* è in genere di tipo monistico, con organi di governo con una tempificazione del mandato breve e contraddistinti da elevata indipendenza. In tali situazioni, è il mercato che esercita direttamente il controllo sulla corporate governance in base alle informazioni ricevute su comportamenti e risultati effettivi e prospettici. Assume pertanto rilievo la comunicazione economica e si enfatizza il ruolo dei controlli esterni diretti alla certificazione dei bilanci.

Gli *outsider system* presuppongono mercati borsistici ben sviluppati e ad elevata potenzialità di attrazione di risorse, con evidenti possibilità di spostamento degli investimenti da un titolo all'altro in funzione delle informazioni disponibili sulla corporate governance e sui connessi risultati e con rilevanti interventi da parte degli investitori istituzionali che agiscono da *market facilitators*. In tali contesti, gli investitori sono estranei alla gestione e attribuiscono rilievo alla redditività aziendale, al dividendo distribuito, nonché alle potenzialità di crescita di valore dell'investimento effettuato⁶.

Ad esempio, l'analisi delle dieci società a maggiore capitalizzazione degli Stati Uniti (Tabella 4), paese ad *outsider system*, rimarca l'elevata frequenza di mandati annuali (9 casi su 10), una numerosità dell'organo di governo variabile da 10 a 17 componenti con una netta prevalenza di membri indipendenti. La parcellizzazione del capitale determina infatti la separazione tra proprietà e amministrazione, con *board* composti per lo più da membri potenzialmente equidistanti da tutti gli stakeholder, mentre risulta essenziale l'adozione di forme di tutela dirette a garantire trasparenza ed efficacia in relazione ai possibili conflitti di interesse tra azionisti, management ed altri stakeholder, nonché una tempificazione breve della durata del mandato.

Il collegamento tra dispersione del capitale e relazioni di mercato risulta particolarmente evidente se si considera il caso della catena statunitense della grande distribuzione di vendita al dettaglio Wal-Mart Stores (sesta azienda statunitense per capitalizzazione). Wal-Mart Stores si differenzia dalle altre nove società considerate per la composizione dell'azionariato che ne determina un

diverso orientamento di governance, infatti: la famiglia Walton detiene oltre il 40% del capitale sociale e si configura quale azionista di maggioranza; il *board of directors* è composto da 15 membri di cui solo due esecutivi; due amministratori appartengono alla famiglia azionista di maggioranza e uno di loro è il *Chairman* esecutivo; la durata del mandato attribuito all'organo di governance è di cinque anni, decisamente più estesa di quella ricorrente nelle public company.

Tabella 4: *Corporate Governance. Strutture Organi e Durata Mandato (Usa; Prime dieci Società Quotate; 31-12-2007)*

AZIENDA	Capitalizzazione al 19-04-2008 (mln €)	n° membri Organo di CG	N° membri esecutivi	N° membri non esecutivi ma non indipendenti	N° membri indipendenti	Durata del mandato
EXXON MOBIL	292.860,37	12	1	0	11	1
GENERAL ELECTRIC	211.005,15	16	2	2	12	1
MICROSOFT	164.308,76	10	2	0	8	1
AT&T	134.333,25	16	1	0	15	1
PROCTER & GAMBLE	128.877,45	13	1	0	12	1 – 3*
WAL-MART STORES	124.588,77	15	2	2	11	5
CHEVRON CORP	115.763,44	14	2	0	12	1
JOHNSON & JOHNSON	112.268,96	12	2	0	10	1
BANK OF AMERICA	104.724,38	17	1	1	15	1
IBM	100.350,33	13	1	1	11	1

* In Procter & Gamble alcuni membri stanno concludendo un mandato di 3 anni iniziato precedentemente ad una modifica di statuto che ha ridotto ad un anno la durata del mandato.

Gli *insider system* sono tipici di paesi, come l'Italia e la maggior parte degli stati europei, contraddistinti da mercati finanziari poco sviluppati, azionariato concentrato e non di rado stabile, con azionisti di maggioranza coinvolti nella gestione e comunque in grado di influenzare le decisioni aziendali. In tali contesti, gli interessi degli stakeholder sono in primo luogo tutelati dall'efficacia dell'azione di controllo di corporate governance ed assumono rilievo i modelli dualistici; non mancano comunque realtà che prevedono l'impiego del solo modello monistico, come la Spagna e la Grecia, per le quali sarebbe opportuna l'adozione di una chiara distinzione delle funzioni amministrative e di controllo di corporate governance.

Negli *insider system* l'orientamento competitivo al mercato borsistico è sostanzialmente definito dalla volontà di mantenere un elevato valore dei titoli e, non di rado, può essere influenzato anche da delibere assembleari dirette ad autorizzare l'acquisto di azioni proprie.

Nell'ambito dei paesi ad *insider system* - in funzione di vicende storiche, economiche e culturali - si riscontrano inoltre diverse modalità di attribuzione del mandato di corporate governance. In particolare, si possono avere:

- sistemi in cui il mandato di corporate governance è attribuito esclusivamente dalla proprietà, in genere con un forte coinvolgimento da parte dell'azionista di maggioranza (*insider system* di tipo latino);
- sistemi connotati dalla partecipazione attiva anche dei dipendenti (*insider system* di tipo renano).

Del primo gruppo fanno parte paesi, quali l'Italia, in cui si rimarca il rischio economico connesso alla partecipazione al capitale sociale. L'orientamento al mercato dei capitali risulta pertanto enfatizzato in relazione al ruolo attribuito all'assemblea dei soci, quale mandante esclusivo da cui promana la funzione amministrativa e/o di controllo di corporate governance. Il mandato, inoltre, può essere espressione diretta oppure indiretta dell'azionariato, a seconda che si adotti il modello dualistico orizzontale (l'assemblea nomina il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale), dualistico verticale (l'assemblea nomina il consiglio di sorveglianza che a sua volta nomina il consiglio di gestione), monistico (l'assemblea nomina il consiglio di amministrazione che, al suo interno, provvede a nominare i membri del comitato per il controllo sulla gestione).

La presenza di uno o più azionisti di maggioranza e l'eventuale esistenza di patti parasociali tendono in ogni caso a condizionare l'orientamento al mercato, che non di rado ha valenze puramente formali, ovvero vincolate da norme e raccomandazioni. Tale fenomeno si riflette sulle caratteristiche dei sistemi di corporate governance, sia in termini di modelli privilegiati, sia con riferimento a composizione e durata del mandato.

Ad esempio, l'analisi dei sistemi di corporate governance delle dieci società italiane a maggiore capitalizzazione (Tabella 5) evidenzia: la netta prevalenza di sistemi dualistici; due casi di adozione del sistema dualistico verticale, entrambi operanti nel settore del credito e con recenti cambiamenti negli assetti societari⁷; la durata costante del mandato.

Tabella 5: *Corporate Governance. Strutture Organi e Durata Mandato (Italia; Prime dieci Società Quotate; 31-12-2007)*

AZIENDA	Capitalizzazione al 19-04-2008 (mln €)	MODELLO DI GOVERNANCE			n° membri Organo amm.vo	n° membri Organo controllo	Durata del mandato
		Monistico	Dualistico verticale	Dualistico orizzontale			
ENI	93.525,1			x	9	5+2*	3
UNICREDIT	64.693,8			x	23	5+2*	3
INTESA SANPAOLO	55.952,7		x		11	19	3
ENEL	43.576,4			x	9	3+2*	3
GENERALI	39.992,1			x	20	3+2*	3
TELECOM ITALIA	29.629,0			x	17	5+2*	3
FIAT	16.788,5			x	15	5+2*	3
SAIPEM	12.174,1			x	9	3+2*	3
ATLANTIA	11.885,8			x	15	5+2*	3
MEDIO- BANCA	10.205,9		x		6	21	3

(*) Membri effettivi più supplenti

Negli *insider system* di tipo renano, invece, si attribuisce evidenza a tutti i conferenti di risorse primarie (capitale e lavoro), con ciò enfatizzando il ruolo dei prestatori di lavoro e delle relazioni tra governance, dipendenti e sindacati. In questo caso, l'orientamento tende a bilanciare le relazioni con i mercati del capitale e del lavoro, talora enfatizzando anche il ruolo degli istituti di credito che, oltre a concedere finanziamenti a titolo oneroso, partecipano all'azionariato.

Ad esempio, se si considerano le dieci società a maggiore capitalizzazione della Germania (Tabella 6) è possibile osservare una partecipazione paritaria della proprietà e dei lavoratori alla nomina dei membri del consiglio di sorveglianza⁸.

Tabella 6: Corporate governance. Strutture Organi e Durata Mandato (Germania; Prime dieci Società Quotate; 31-12-2007)

AZIENDA	Capitalizzazione al 19-04-2008 (mln €)	Consiglio di sorveglianza			
		N° membri CdS	Eletti dagli azionisti	Eletti dai lavoratori	Durata mandato
E.ON AG	81.240,6	20	10	10	ND
SIEMENS	78.136,9	20	10	10	5 anni
DAIMLER	55.652,3	20	10	10	ND
VOLKSWAGEN	54.389,9	20	10	10	5 anni
DEUTSCHE TELEKOM	53.862,0	20	10	10	ND
ALLIANZ SE	52.235,4	12	6	6	5 anni
RWE ST	43.522,8	20	10	10	ND
BASF	40.135,3	12	6	6	ND
SAP AG	39.431,6	16	8	8	ND
DEUTSCHE BK	38.713,9	20	10	10	ND

Gli *insider system* di tipo renano paiono attribuire rilievo all'interdipendenza tra capacità di creazione di valore per l'azionista e comportamenti organizzativi, valorizzando il coordinamento tra vertici e dipendenti per l'ottimizzazione delle relazioni risorse, attività e risultati.

4. Corporate Governance e orientamento competitivo al mercato dei capitali

I fenomeni di globalizzazione – accompagnati dalla progressiva riduzione delle difformità tra ambiti spaziali di riferimento, culture, sistemi informativi e di comunicazione, tradizioni ed istituzioni – e l'aumento di numero e di importanza degli organismi internazionali di regolazione, come si è visto: da una parte, evidenziano una tendenza all'uniformazione degli approcci di corporate governance a livello mondiale; dall'altra parte, sottolineano le difformità esistenti nei diversi paesi, in specie con riferimento alle società quotate, alle differenti caratteristiche dei mercati borsistici e della composizione dell'azionariato aziendale.

La tendenza al frazionamento della proprietà, l'affermazione degli investitori istituzionali e la separazione della proprietà dalla gestione, rimarcano il crescente fabbisogno di tutela dei conferenti del capitale di rischio e l'importanza di una sempre maggiore attenzione per il mercato dei capitali. In tale contesto, occorre però distinguere le situazioni contraddistinte da una forte dipendenza dalla capacità di attrazione di capitale, da quelle in cui il consenso del mercato, seppure importante, si abbina in genere all'esistenza di uno o più soci di maggioranza.

Nelle società quotate l'orientamento al mercato dei capitali risulta condizionato dalla dominanza di *insider* o di *outsider system*, dai partecipanti alla nomina degli organi di governance (solo la proprietà come nei paesi anglosassoni e nella maggior parte dei paesi industrializzati; proprietà e dipendenti come nel caso

tedesco e, in generale, nel modello renano), dagli stakeholder rappresentati negli organi amministrativi e di controllo.

L'orientamento al mercato dei capitali è indubbiamente più incisivo in presenza di *outsider system*, data la dispersione dell'azionariato e le potenzialità di crescita dimensionale offerte dal mercato. Le aziende competono per l'acquisizione di risorse finanziarie destinate a decretarne la capacità di crescita e di affermazione nell'ambiente, mentre l'efficienza e la possibilità di attrazione di investitori del mercato tendono a decretare la capitalizzazione aziendale. Ciò si riflette sui modelli di governance e sulle variabili rilevanti per evitare il determinarsi di conflitti di interesse tra proprietà e amministratori. In particolare, a parità di capacità di attrazione di risorse del mercato, assume rilievo la trasparenza e l'ottenimento di risultati in grado di soddisfare le attese potenziali degli investitori meglio degli altri operatori.

Gli *insider system*, invece, risentono in genere dell'esistenza di quote di capitale maggioritarie che, in assenza di precise norme di tutela delle minoranze e/o di altre classi di stakeholder rilevanti, possono generare sistemi di governance sbilanciati; di qui la necessità di enfattizzazione del controllo nella duplice dimensione di organismo dedicato e di composizione dell'organo amministrativo (ad esempio, con la nomina di rappresentanti delle minoranze, di membri non esecutivi ed indipendenti).

Il diverso ruolo assunto nel tempo dal mercato negli *insider* e negli *outsider system* trova inoltre riscontro in differenti valori di capitalizzazione delle società quotate. Così, ad esempio, l'osservazione dei dati riportati nelle tabelle precedenti consente di evincere come le prime dieci aziende statunitensi presentino un valore di capitalizzazione più elevato rispetto alle corrispondenti italiane e tedesche (Grafico 1). In particolare, a fine 2007: la prima società quotata italiana e tedesca hanno un valore di capitalizzazione inferiore alla decima statunitense; il valore di capitalizzazione della prima azienda statunitense è superiore di più del 68% rispetto alla prima italiana e di oltre il 72% rispetto a quella tedesca.

Le difformità tra *insider* e *outsider system* sono comunque attenuate dalla globalizzazione dei mercati e delle informazioni, che comportano l'attivazione di strategie di integrazione tra le diverse borse nazionali, sempre più frequenti spostamenti degli investitori da un mercato ad un altro in relazione a considerazioni di convenienza e di riduzione del rischio, la globalità dell'impatto di fenomeni di evidente rilievo economico con origine in specifiche aree geografiche e mercati, la diffusione delle cosiddette operazioni "fuori mercato"⁹.

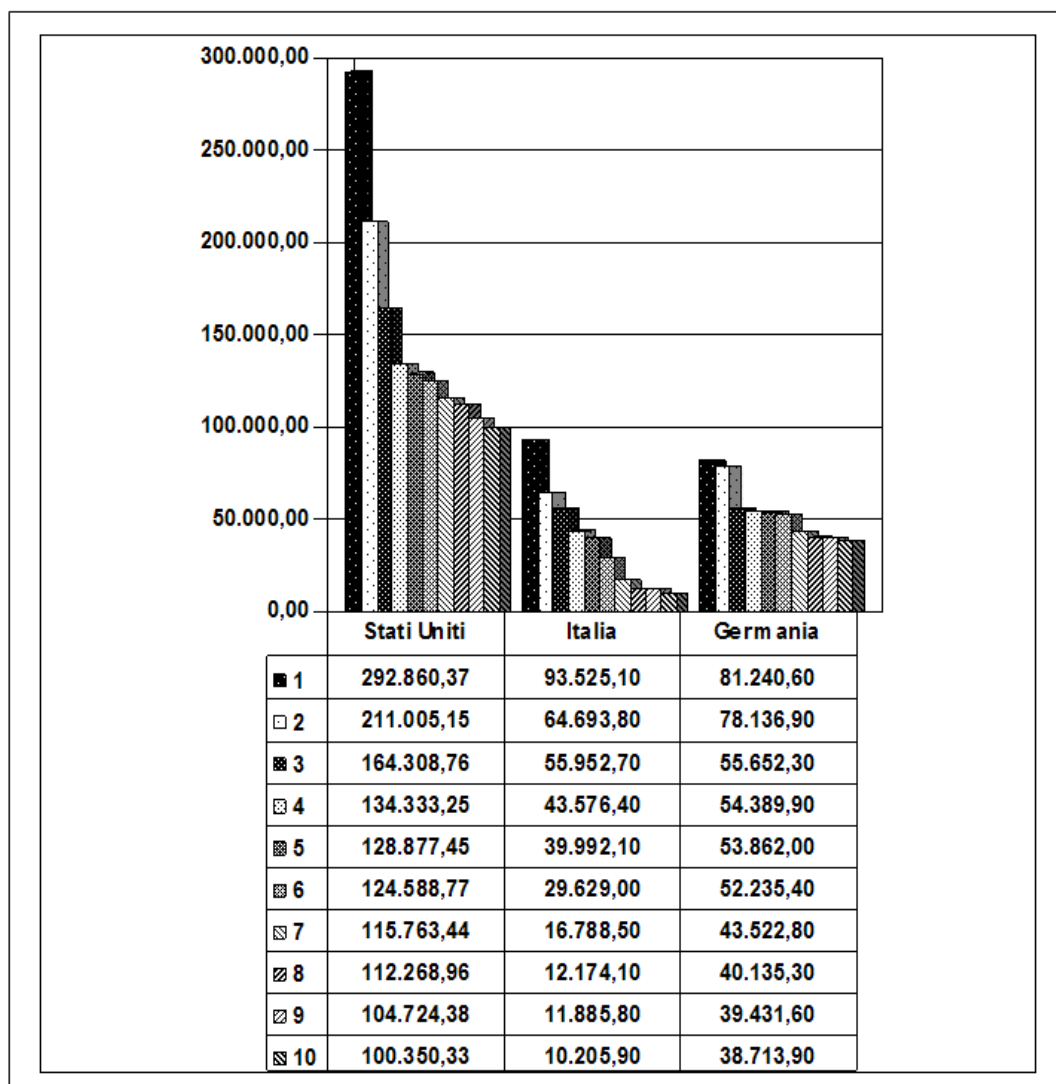
Dalla seconda metà dell'ultimo decennio del secolo scorso, iniziano a realizzarsi alleanze internazionali tra gli operatori del mercato finanziario, mediante l'attuazione di diverse strategie, in primo luogo riconducibili a: strategie di network, basate su accordi di collaborazione che interessano più stock exchange in un progetto sostanzialmente federativo; strategie di partecipazione, che coinvolgono gli assetti proprietari e preludono alla fusione tra stock exchange; strategie di segmentazione, incentrate sull'attivazione di segmenti di mercato diretti ad accogliere titoli esteri (ad esempio, il segmento MTA International istituito dalla Borsa Italiana nel 2006).

In questo inizio di secolo poi, la caduta delle barriere di spazio e di tempo, ha prodotto sempre più frequenti spostamenti dei capitali da un mercato borsistico ad

un altro, in specie ad opera degli investitori istituzionali. In proposito, basti pensare che a fine settembre 2007, nel portafoglio dei primi dieci fondi di investimento statunitensi vi erano partecipazioni rilevanti (cioè superiori al 2% del capitale) in società quotate nel listino di Milano per oltre dieci miliardi di dollari.

Da ultimo, la diffusione delle informazioni - con specifico riguardo a situazioni e variabili attinenti disastri e scandali di elevato rilievo economico - assumono portata mondiale, condizionando variamente le dinamiche di mercato di tutti i paesi industrializzati, a fronte di rischi temuti e di cambiamenti nei rapporti fiduciari e di consenso tra emittente, stock exchange ed investitori. Inoltre, la diffusione delle informazioni in oggetto spesso si associa anche all'attivazione di comportamenti speculativi, in grado di turbare l'andamento dei mercati borsistici.

Grafico 1: Valori di capitalizzazione (USA, Italia, Germania; Prime dieci società quotate; 31-12-2007) (mln €)



I citati fenomeni paiono ampliare gli scenari di riferimento, accrescere l'importanza dei sistemi informativi e di gestione dei rischi, nonché attenuare le

difformità nell'orientamento al mercato della corporate governance tra *insider* e *outsider system*.

La corporate governance è, in effetti, indirizzata ad assicurare il duraturo perseguimento della missione propria dell'impresa, secondo condizioni di economicità e di sviluppo sostenibile. La connessa realizzazione si basa su decisioni, la cui attuazione implica la considerazione delle relazioni con i diversi interlocutori e delle relative attese, per definire tempi e modi di soddisfacimento compatibili con le dinamiche interne ed esterne e tali da garantire l'acquisizione di consenso e di fiducia. In proposito, l'istituzione di efficaci relazioni con i conferenti di capitale di rischio ha rilievo primario e, per le società quotate, deve tenere conto delle variabili rilevanti del mercato borsistico di quotazione, degli altri operatori con cui si compete nell'acquisizione del capitale, delle attese degli investitori e dell'esistenza di eventuali facilitatori e/o influenzatori di comportamento.

L'ampliamento delle relazioni tra mercati borsistici, l'affermazione di piattaforme di negoziazione parallele e la diffusione delle comunicazioni telematiche, hanno indubbiamente comportato l'esigenza di un approccio globale all'acquisizione di consenso e di risorse finanziarie, necessariamente orientato a migliorare la competizione nel mercato, diretto alla crescita di valore dell'impresa ed al mantenimento di opportune capacità di valorizzazione dei titoli. Ciò attribuisce evidenza al corretto sviluppo delle attività amministrative e di controllo tipiche della corporate governance, ma altresì sottolinea l'importanza di: efficaci azioni di controllo esterne (di certificazione e attivate dai mercati borsistici e da specifiche istituzioni); comportamenti coerenti e trasparenti, associati a comunicazioni chiare, verificabili e veritiere.

Le recenti situazioni di crisi aziendali che hanno avuto originaria manifestazione in paesi ad *outsider system* (ad esempio, il fallimento di Lehman Brothers, i salvataggi delle società statunitensi Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, della banca britannica Northern Rock, ecc.), poi, paiono evidenziare i limiti potenzialmente insiti nell'eccessivo trasferimento al mercato dell'azione di controllo, ponendo in discussione la validità dei modelli monistici puri di corporate governance.

Note

¹ Al riguardo è sufficiente pensare alla crisi finanziaria globale manifestatasi nel 2007/2008 e tuttora in corso. Attualmente risulta difficile un'analisi esaustiva e completa della crisi in atto e della portata delle relative implicazioni, sebbene siano chiari i principali fattori di attivazione che hanno prodotto perdite senza precedenti, fallimenti e salvataggi in primo luogo di istituzioni finanziarie (ad esempio, i noti casi: New Century Financial, Northern Rock, IKB, Bear Stearns, ABN Financial, Roskilde Bank, First Integrity Bank, First Heritage and FirstNational Bank, IndyMac, Silver State Bank, Fanny Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Merrill Lynch, Bradford & Bingley, Fortis, Hypo, Dexia), elevate oscillazioni e riduzioni del valore di mercato delle società quotate in tutto il mondo, diffusi rischi di recessione, il fabbisogno di revisione mondiale dei sistemi di vigilanza dei mercati finanziari. Il fattore all'origine dell'attuale situazione economica mondiale è infatti riconducibile alla crisi del subprime che, a causa della globalizzazione dei mercati, ha coinvolto l'intero sistema economico mondiale, con effetti differenziati ma tali da influenzare l'insieme delle aziende presenti nei diversi mercati. Specificamente, i fattori di crisi hanno rimarcato le carenze nel

sistema di gestione dei rischi, nelle azioni di vigilanza dei mercati del credito, nella trasparenza sottostante le operazioni di scambio, nei sistemi di corporate governance delle istituzioni creditizie e nelle connesse funzioni di controllo interno.

² Con riguardo all'abilità di capire i mercati si rinvia a: G.S. Day, *Market-driven winners*, in S.M. Brondoni (ed) [2007], *Market-driven management, concorrenza e mercati globali*, G. Giappichelli, Torino.

³ L'impostazione trova fondamento nella tradizione italiana, basata sul mandato assembleare e sulla separazione tra attività amministrative e di controllo di corporate governance, ma altresì nelle caratteristiche del mercato finanziario e nel grado di concentrazione della proprietà aziendale.

⁴ In proposito, basti pensare ai noti casi di adozione del sistema dualistico verticale a seguito della fusione Intesa-SanPaolo, o di quella tra AEM Milano e ASM Brescia.

⁵ Ad esempio, l'ultima versione del codice di autodisciplina di Borsa Italiana (2006) è incentrata sul modello tradizionale (dualistico orizzontale) di corporate governance e solo nella parte finale estende quanto considerato, allorché significativo, ai nuovi modelli dualistico verticale e monistico.

⁶ In proposito si rinvia a L. Van den Berghe [2002], *Corporate governance in a globalising world: convergence or divergence?*, Kluwer Academic Publishers, USA, p. 10.

⁷ Si riportano le società quotate che hanno adottato i modelli alternativi di corporate governance secondo i dati ufficiali di Borsa Italiana al 29/05/08.

- **Modello dualistico verticale:** Banco Popolare Società Cooperativa (S&P - blue chip); Intesa San Paolo S.p.A. (S&P - blue chip); Management & Capitali S.p.A. (MTF3 - Mercato Fondi); Mediobanca S.p.A. (S&P - blue chip); Mid Industry Capital (MTF3 - Mercato Fondi); Monti Ascensori S.p.A. (Expandi); S. S. Lazio S.p.A. (Standard); Unione Banche Italiane S.c.p.A. (S&P - blue chip); A2A S.p.A. (blue chip).

- **Modello monistico:** Buongiorno S.p.A. (Star); CHL centro distribuzione HL S.p.A. (Standard); Engeneering (Star); Fmr-Art'e Società internazionale arte e cultura S.p.A. (Standard).

Si noti inoltre che alcune società che hanno adottato il modello dualistico verticale stanno attualmente decidendo se ritornare al modello tradizionale, tra queste Mediobanca.

⁸ La scelta riflette i vincoli di legge attualmente esistenti in relazione alla numerosità dei dipendenti.

Inoltre, pare significativo sottolineare che ben due società (Allianz e Basf) hanno adottato la forma giuridica di Società Europea aderendo al modello unico operativo dal 2004.

La Società Europea (SE secondo il nome latino "Societas Europaea") è stata adottata dall'UE con regolamento del 2001 (Regolamento CE n. 2157/2001 del Consiglio, dell'08.10.2001 con entrata in vigore in data 08.10.2004 e Direttiva 2001/86/CE con termine ultimo per il recepimento negli stati membri al 08.10.2004) e rappresenta una forma di società che può essere costituita sul territorio dell'Unione Europea secondo un regime di costituzione e di gestione unico, anziché sottoposto a normative nazionali differenti. La SE è dunque una società di diritto comunitario, che possiede un quadro giuridico proprio e funziona quale operatore economico unico in tutta l'Unione Europea.

⁹ In proposito il Parlamento europeo ha approvato la Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (MiFID - "Markets in Financial Instruments Directive"), che costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato efficace e competitivo all'interno dell'UE.

La direttiva abolisce l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati, ed introduce nuove forme di scambio, quali i Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF) e gli Internalizzatori Sistemati.

Il recepimento della direttiva MiFID era originariamente previsto entro l'aprile 2006 ma, considerati i sostanziali impatti sulla legislazione dei singoli Stati Membri, il termine per l'implementazione è stato esteso al 31 gennaio 2007 (direttiva 2006/31/CE).

In Italia il Testo Unico della Finanza è stato modificato con il d.lgs 164 del 17 settembre 2007. Inoltre, nel mese di ottobre 2007 la CONSOB ha provveduto ad aggiornare la propria regolamentazione secondaria (Regolamento Mercati ed Intermediari). Infine, a partire dal 1°

novembre 2007 (data di entrata in vigore della normativa MiFID) tutti gli operatori sono stati chiamati ad applicare e rispettare la nuova disciplina.

La MiFID ha tra i suoi obiettivi principali quello di creare un ambiente finanziario competitivo e armonizzato per i mercati regolamentati, le imprese di investimento, nonché quello di rafforzare la protezione degli investitori, l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari stessi.

Le principali norme relative ai mercati sono rappresentate da:

l'eliminazione dell'obbligo di concentrare gli scambi sui mercati regolamentati;

le nuove figure di *trading venues*, rappresentate dai mercati regolamentati, i *multilateral trading facilities* (MTF) e gli internalizzatori;

le regole di trasparenza *pre-trade* e *post-trade* delle informazioni di mercato;

specifiche previsioni per l'ammissione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati;

le regole per l'ammissione degli operatori ai mercati regolamentati ed agli MTF;

la disciplina delle comunicazioni delle operazioni alle autorità competenti (*transaction reporting*);

la disciplina applicabile ai sistemi di *clearing e settlement*.

Pare opportuno segnalare che il *transaction reporting* – sistema con il quale le authority europee hanno iniziato a scambiarsi le informazioni sui titoli quotati del continente – ha recentemente evidenziato che circa un quarto degli scambi sui titoli italiani più diffusi avviene fuori Borsa.