



Parte prima

3. Gli assetti proprietari delle imprese italiane

3.1. I modelli capitalistici diffusi nel contesto internazionale

3.2. Il modello di capitalismo italiano



3.1 I modelli capitalistici diffusi a livello internazionale

- A.** Gli studi sulle diverse forme di capitalismo si sono diffusi a partire dagli anni '90 – eventi che hanno attirato attenzione sulla competitività del “sistema paese”
- B.** Gli obiettivi di tali approfondimenti sono legati:
- 1. all'analisi delle caratteristiche dei sistemi-paese, anche per comprendere la divergenza/convergenza fra i modelli*
 - 2. alla relazione tra modelli e performance delle imprese*
- C.** Le variabili impiegate per studiare i modelli:
- 1. la struttura azionaria delle imprese*
 - 2. I rapporti contrattuali fra imprese*
 - 3. La composizione dei CdA e gli interessi in esso rappresentati*
 - 4. Il ruolo e il funzionamento del mercato dei capitali*
 - 5. I metodi di risoluzione delle crisi aziendali*



3.1 I modelli capitalistici diffusi a livello internazionale

1. Modello capitalistico anglosassone

- Definito *market oriented* o *outsider system* per la forte enfasi sul ruolo del mercato dei capitali come strumento atto a disciplinare il *management* e a favorire la creazione di valore – Ruolo della grande impresa ad azionariato

2. Modello capitalistico tedesco-giapponese (renano)

- Definito *network oriented* o *insider system* per la forte enfasi alle relazioni fra le imprese industriali e finanziarie e per la presenza di una coalizione di azionisti di controllo – L'assetto istituzionale della grande impresa è quello del gruppo finanziario e industriale

3. Modello capitalistico latino

- Riguarda Italia, Francia, Spagna, Belgio, Portogallo e Grecia. In generale si connota per la presenza di un azionista di controllo, forti legami tra imprese e scarso ruolo del mercato dei capitali



3.1.1. Il modello capitalistico anglosassone

1. La struttura azionaria delle imprese

A. Elevata frammentazione del capitale di rischio delle imprese fra numerosi piccoli risparmiatori, con due conseguenze:

- *Forte separazione tra proprietà e controllo e trasferimento del potere di controllo a manager professionisti*
- *Indebolimento del potere di controllo degli azionisti*

B. All'inizio del secolo, spettava alle famiglie il 38% del capitale delle grandi imprese; il 10% agli azionisti stranieri; il 42% agli investitori istituzionali (*calo famiglie, crescita investitori negli ultimi 20 anni*)

C. Comportamento differente di investitori istituzionali:

- *In passato, politica di investimento attiva (acquisizione titoli società sottostimate e stress del management alla creazione di valore)*
- *Ora, acquisizioni legate alla specializzazione di mercato (portafogli proporzionati alle composizioni degli indici) e scelta di investimenti in grandi società per evitare riflessi di politiche di exit – Wall Street walk*



3.1.1. Il modello capitalistico anglosassone

2. I rapporti contrattuali delle imprese

A. Rigida normativa antitrust – Sherman Act (1890); Clayton Act (1914)

B. Forte integrazione verticale delle imprese ma con rapporti peculiari con i fornitori:

- 1. contratti molto dettagliati e prevalentemente di breve periodo*
- 2. lungo processo di selezione e con trattative complesse*
- 3. criterio di selezione fortemente influenzato dal prezzo*
- 4. scambio di informazioni assai limitato durante la trattativa*

C. Separazione tra banche e imprese (Glass-Steagall Act, 1933)



3.1.1. Il modello capitalistico anglosassone

3. La composizione dei Consigli di Amministrazione

A. Forte influenza dell'A.D. (Chief Executive Officer, Ceo) sul CdA – elementi sintomatici di tale situazione:

- *Ridotta frequenza riunioni*
- *Sovrapposizione Ceo e Presidente*
- *Eccessivo numero membri del CdA*
- *Forte peso degli executive directors rispetto ai non-executive*
- *Scarsa presenza di comitati su specifici temi e/o presenza del Ceo*
- *Bassa qualità dell'informativa agli azionisti*
- *Aumento della retribuzione del Ceo*

B. Effetti dell'incremento del peso degli investitori istituzionali

C. Creazione di CdA più indipendenti

- *aumento numero consiglieri*
- *individuazione lead independent director*
- *sessioni del Board con solo consiglieri esterni*
- *piani di incentivazione per top management*
- *aumento numero consiglieri esterni e indipendenti*
- *riduzione dimensione del consiglio*



3.1.1. Il modello capitalistico anglosassone

4. Ruolo e funzionamento del mercato dei capitali

A. Largo impiego del mercato di capitali e dimensione elevata rispetto al Pil – (dati fine XX secolo)

- *Wall Street 2300 imprese quotate; Londra 2500; Nasdaq 4900*
- *Capitalizzazione Borsa/PIL: Usa 181%; UK 198%; Italia 62%; Germania 68%; Francia 105%; Spagna 73% (fonte Van Den Berghe, 2002) – Solo Olanda e Svizzera in Europa con percentuali alte*

B. Protezione legale degli investitori

- *Voto per posta*
- *Non obbligo di deposito azioni prima dell'assemblea*
- *Ridotto quantitativo di azioni per indire assemblea straordinaria*

C. Effetti legati alla protezione degli investitori

- *Riduce la possibilità di espropriare i risparmiatori*
- *Facilita la diffusione delle azioni presso il pubblico*
- *Incoraggia le imprese a quotarsi e favorisce l'incremento della capitaliz. di borsa*
- *Influenza l'economia indirizzando i flussi verso gli investimenti più profittevoli*



3.1.1. Il modello capitalistico anglosassone

5. Metodo di risoluzione delle crisi aziendali

A. I processi di sostituzione del management avvengono con proxy contests, fusioni amichevoli, scalate ostili

B. Battaglia deleghe

- *Poco diffusa perché ritenuta poco efficace*

C. Fusioni amichevoli e scalate ostili

- *Attribuiscono a coloro che sostengono i costi una frazione elevata dei benefici*
- *Peraltro si tratta di metodi costosi anche nel contesto anglosassone*



3.1.2. Il modello tedesco-giapponese

1. La struttura azionaria delle imprese

A. Elementi di differenziazione rispetto al capitalismo anglosassone:

- *Categorie di azionisti rilevanti (famiglie e investitori istituzionali più limitati a favore di altre imprese industriali: famiglie [dal 48% degli Usa al 22,2% Jap e 14,6% Germ]; imprese [dall'1,1% Usa al 31,2% Jap e al 42,1% Germ.]*
- *Riflessi sui livelli di collaborazione fra imprese, rispetto alla massimizzazione del valore azionario*
- *Peso rilevante delle banche che votano sia in proprio sia attraverso le deleghe di piccoli azionisti*

B. Processi di concentrazione azionaria e presenza di una coalizione di azionisti di controllo

In Germania il primo azionista controlla (valore mediano di società non finanziarie quotate) il 57% del capitale contro il 5,4% Usa NYSE, l'8,6% Usa Nasdaq e il 9,9% UK



3.1.2. Il modello tedesco-giapponese

2. I rapporti contrattuali delle imprese

A. Rapporti orientati alla cooperazione con formulazione di accordi:

- *In Germania per avere maggiore forza contrattuale extraUe, per la presenza delle Grossebanken che investono in imprese, per il carattere del sistema di istruzione e preparazione profess.*
- *In Giappone, convergenza di collaborazioni produttive di tipo contrattuale, partecipazioni azionarie, regole sociali condivise: gruppo conglomerato (Keiretsu – ruolo delle banche) e gruppo integrato verticalmente*
- *Cooperazione e competizione convivono*

B. Fitto intreccio di relazioni cooperative con banca di riferimento (Hausbank) – Big three: DB, Dresdner Bank e Commerzbank

- *ampia discussione sul ruolo delle banche nel sistema*



3.1.2. Il modello tedesco-giapponese

3. La composizione dei Consigli di Amministrazione

A. Influenza di diversi fattori: concentrazione azionaria – azionista di controllo

B. In Germania “Mitbestimmung” – compartecipazione (co-gestione)

- *Normativa per SpA [AG] e srl [GmbH] – Presenza di un sistema dualistico*
- *Vorstand: Consiglio di sorveglianza e Aufsichtsrat: Consiglio di direzione*
- *Peso dei lavoratori nel Vorstand in relazione alla dimensione aziendale*
- *Spesso ruolo solo formale del Vorstand, però significativo per lavoratori*
- *Esteso livello di compartecipazione (a partire da imprese di 5 dipendenti) con sistema diffuso di comitati (significativo il Betriebsrat) e complessità di gestione*

C. In Giappone

- *Dimensioni maggiori del CdA rispetto ad imprese europee;*
- *Ruolo dei manager d'impresa nei CdA e ridotta quella degli esterni (main bank)*
- *Attenzione dei manager verso i vari stakeholder*
- *Percezione di un interesse supremo dei lavoratori al buon esito dell'impresa*



3.1.2. Il modello tedesco-giapponese

4. Ruolo e funzionamento del mercato dei capitali

A. Forte impiego dell'autofinanziamento

B. Ridotto numero di imprese quotate e...

- *Controllo concentrato in un ristretto numero di azionisti*
- *Normativa che consente partecipazioni incrociate (30%-50% capit.di borsa ...)*
- *Flottante < 50% del capitale – attitudine azionisti a detenere le azioni a lungo*

C. Tutela degli investitori ed effetti sul mercato ...

- *Concentrazione legata ad una bassa tutela degli azionisti (secondo studi recenti)*
- *Concentrazione legata a ridotta presenza dei grandi investitori istituzionali*



3.1.2. Il modello tedesco-giapponese

5. Metodo di risoluzione delle crisi aziendali

A. Operazioni di acquisizione ostile rarissime

B. Cambiamento dell'assetto azionario attraverso...

- *Acquisizione di quota di partecipazione di minoranza o di maggioranza relativa*
- *Tentativo di costruire una coalizione dominante con altri azionisti*
- *Ruolo importante delle banche anche in queste operazioni*

C. Ruolo della concertazione tra gli azionisti di controllo



3.2. Il modello di capitalismo italiano

1. La struttura azionaria delle imprese

A. Capitalismo misto

- *Dominanza della piccola-media impresa di derivazione familiare*
- *Rilievo del pubblico (imprese controllate dallo Stato o da enti locali)*
- *Fenomeni di privatizzazione di imprese pubbliche*
- *Ruolo del mercato dei capitali (borsa valori) in crescita ma condizionato dalla struttura della proprietà*

B. Ruolo delle imprese cooperative e dei consorzi di cooperative, specie in taluni settori di attività (agrindustria)



3.2. Il modello di capitalismo italiano

2. I rapporti contrattuali delle imprese

A. Intreccio di rapporti contrattuali fra imprese

- *A motivo dei sottostanti rapporti familiari – anche in imprese di piccola dimensione*
- *Coadiuvati da partecipazioni di minoranza diffuse*
- *Talora rapporti collaborativi impliciti e non formalizzati*

B. Ruolo dei “luoghi” nello sviluppo dei processi di collaborazione

- *City community of interests*
- *Costellazioni a base territoriale o industriale (networks)*
- *Distretti industriali*



3.2. Il modello di capitalismo italiano

3. La composizione dei Consigli di Amministrazione

- A. Nelle imprese di famiglia, Consigli “a tavola”**
- B. Problematiche legate ai processi di successione imprenditoriale**
- C. Criteri di selezione del CdA – anche delle quotate – fortemente piegati all’interesse dell’azionista di controllo**
- D. Lenta crescita della figura del “Consigliere indipendente” nelle società quotate**
- E. Forme alternative di governance [“sistema dualistico” // “sistema monistico”] utilizzate per allargamento CdA in ipotesi di grandi fusioni fra istituzioni specie bancarie**
- F. Grande peso di “criteri politici” nella individuazione dei CdA delle imprese pubbliche**



3.2. Il modello di capitalismo italiano

4. Ruolo e funzionamento del mercato dei capitali

A. Forte impiego dell'indebitamento, con autofinanziamento ridotto

B. Ridotto numero di imprese quotate e...

- *Controllo concentrato in un ristretto numero di azionisti*
- *Basso flottante – attitudine azionisti a detenere le azioni a lungo*

C. Presenza limitata di “public companies”, ma esperienza di grandi cooperative quotate (nel settore finanziario)

D. Tutela degli investitori ed effetti sul mercato ...

- *Cultura ancora acerba in ordine alla tutela delle minoranze*
- *Esperienze derivanti dalle prime applicazioni dei Codici di Autodisciplina*



3.2. Il modello di capitalismo italiano

5. Metodo di risoluzione delle crisi aziendali

A. Operazioni di acquisizione ostile non così diffuse

B. Cambiamento dell'assetto azionario attraverso...

- *Ruolo delle Banche d'affari nel regolare processi di convergenza sul mercato*
- *Ruolo delle Autorità di vigilanza nel coordinare il salvataggio preventivo di istituzioni finanziarie in difficoltà*

C. Ruolo della concertazione tra gli azionisti di controllo

- *Peso delle “grandi famiglie” nel regolare i passaggi dei pacchetti di controllo*
- *Intervento dello Stato a suggello di situazioni di criticità*