



## *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 diffuso.

### **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:*

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

*B. Effetti dell'incremento del peso degli investitori istituzionali*

*C. Creazione di CdA più indipendenti*

- a. aumento numero consiglieri*
- b. individuazione lead independent director*
- c. sessioni del Board con solo consiglieri esterni*
- d. piani di incentivazione per top management*
- e. aumento numero consiglieri esterni e indipendenti*
- f. 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)*

- a. Wall Street 2300 imprese quotate; Londra 2500; Nasdaq 4900*
- b. 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 % alte*

*B. Protezione legale degli investitori*

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

*C. Effetti legati alla protezione degli investitori*

- a. Riduce la possibilità di espropriare i risparmiatori*
- b. Facilita la diffusione delle azioni presso il pubblico*
- c. Incoraggia le imprese a quotarsi e favorisce l'incremento della capitaliz. di borsa*
- d. 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*

*a. Poco diffusa perché ritenuta poco efficace*

*C. Fusioni amichevoli e scalate ostili*

*a. Attribuiscono a coloro che sostengono i costi una frazione elevata dei benefici*

*b. 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 capitalistico tedesco-giapponese***

## **2. I rapporti contrattuali delle imprese**

### *A. Rapporti orientati alla cooperazione con formulazione di accordi:*

- a. 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.*
- b. In Giappone, convergenza di collaborazioni produttive di tipo contrattuale, partecipazioni azionarie, regole sociali condivise: gruppo conglomerato (Keiretsu – ruolo delle banche) e gruppo integrato verticalmente*
- c. Cooperazione e competizione convivono*

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

- a. ampia discussione sul ruolo delle banche nel sistema*

## ***3.1.2. Il modello capitalistico 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)*

- a. Normativa per SpA [AG] e srl [GmbH] – Presenza di un sistema dualistico*
- b. Vorstand: Consiglio di sorveglianza e Aufsichrat: Consiglio di direzione*
- c. Peso dei lavoratori nel Vorstand in relazione alla dimensione aziendale*
- d. Spesso ruolo solo formale del Vorstand, però significativo per lavoratori*
- e. 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*

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

### ***3.1.2. Il modello capitalistico tedesco-giapponese***

## **4. Ruolo e funzionamento del mercato dei capitali**

*A. Forte impiego dell'autofinanziamento*

*B. Ridotto numero di imprese quotate e...*

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

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

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

### ***3.1.2. Il modello capitalistico tedesco-giapponese***

## **5. Metodo di risoluzione delle crisi aziendali**

*A. Operazioni di acquisizione ostile rarissime*

*B. Cambiamento dell'assetto azionario attraverso...*

- a. Acquisizione di quota di partecipazione di minoranza o di maggioranza relativa*
- b. Tentativo di costruire una coalizione dominante con altri azionisti*
- c. 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. A motivo dei sottostanti rapporti familiari – anche in imprese di piccola dimensione*
- b. Coadiuvati da partecipazioni di minoranza diffuse*
- c. Talora rapporti collaborativi impliciti e non formalizzati*

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

- a. City community of interests*
- b. Costellazioni a base territoriale o industriale (networks)*
- c. 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...*

*a. Controllo concentrato in un ristretto numero di azionisti*

*c. 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 ...*

*a. Cultura ancora acerba in ordine alla tutela delle minoranze*

*b. 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...*

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

*C. Ruolo della concertazione tra gli azionisti di controllo*

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