

SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE

LEZIONE 11 - CORPORATE GOVERNANCE AROUND THE WORLD

La corporate governance si riferisce all'uso efficiente delle risorse ed alla redistribuzione equa dei risultati dell'impresa. Tuttavia, siccome numerosi stakeholder hanno interessi verso l'impresa, quei paesi con minore sviluppo economico e sociale presentano maggiori conflitti all'interno della loro governance d'impresa. Nel grafico vediamo come nonostante l'aumento della produttività, i livelli medi di salario reale per i lavoratori sia rimasto sostanzialmente stabile a partire dagli anni '60. Ciò risulta quindi un processo distributivo dei risultati maggiormente indirizzato alla remunerazione del capitale, piuttosto che del lavoro dei dipendenti. Vi è quindi un conflitto tra lavoratori e coloro che possiedono il capitale tecnologico: forti investimenti in tecnologia hanno portato al distacco del salario reale dalla produttività del lavoratore medio. Le origini del problema arrivano direttamente dalla seconda rivoluzione industriale, nel corso della quale è avvenuta la concentrazione di potere nelle mani dei titolari dei capitali, il maggiore driver di crescita da quel momento in poi, evento in grado di portare alla necessità di nuovi lavoratori esperti nello sfruttamento di tale capitale messo in gioco dai proprietari.

È stato quindi necessario inserire anche vari controlli sul management, sulle operazioni realizzate dalle imprese ma anche sulla composizione della governance. In particolare, negli USA sono state inserite delle regole antitrust per immettere nel sistema dei vincoli giuridici per le public company del paese. Quindi mentre da una parte sorgeva il problema della distribuzione del reddito, sorgeva anche una soluzione per impedire che grandi imprese dominassero il sistema economico tramite il proprio potere economico. Tramite altre pubblicazioni si è provato a risolvere il problema legato al conflitto tra manager-azionisti, cosa che ha dato origine a due teorie diverse: la *teoria dell'agenzia*, secondo la quale il problema si può risolvere tramite mercati efficienti, e la *scuola neo-istituzionalista* secondo la quale il problema non è il mercato ma le istituzioni, cosa che si può risolvere tramite un CDA meglio strutturato e minore concentrazione del potere nelle mani di pochi. Altre teorie che si sono affermate successivamente sono state maggiormente incentrate sulla totalità degli *stakeholder*, nonostante il problema generale di allineamento di interessi risulti comunque il classico problema dell'agenzia.

Parlando invece dei mercati esteri, nonostante alcuni paesi presentino un mercato maggiormente dinamico rispetto a quello italiano, come nel caso del mercato USA, non è detto che la governance delle imprese rifletta tale dinamismo (anche nel caso di public company). Ad esempio, la società tedesca Volkswagen presentava intorno al 2008 una governance partecipata a maggioranza dalla Porsche, mentre in USA la società Google risulta controllata per circa il 61% dai fondatori, seppure risulti una delle maggiori public company mondiali. Allo stesso tempo, in altri paesi europei varie partecipazioni statali rappresentano grandi maggioranze all'interno di grosse aziende, fattori che avranno sicuramente effetti anche sulle performance, ed anche sull'intero sistema economico. Ciò risulta confermato, come detto, siccome nei paesi avanzati in cui la governance viene creata in base a norme di comportamento specificate la performance del sistema economico risulta superiore ad altri paesi che non hanno adottato tali norme. Dobbiamo quindi chiederci in che misura il manager sia intenzionato a soddisfare gli interessi degli azionisti, e quanto della società stessa. Ci riferiamo al trattato di *Corporate Ownership Around the World*, che differenzia tipologie di assetti proprietari in vari paesi del mondo, identificando alcune tendenze generali: tali tendenze evidenziano una forte differenza fondamentale tra mondo anglosassone (con le public company dominate da azionisti di grande diffusione ma con alcuni block holder caratterizzati da grandi quote di controllo) e il resto del mondo concentrato maggiormente sulla proprietà concentrata tra pochi soggetti. Ci si chiede in che misura il management realizzi operazioni mirate a soddisfare l'interesse dell'intera società, di tutti gli azionisti, oppure solamente dei block holder. Ci riferiamo anche alle motivazioni che sono state cause della formazione di tali block holder, oltre che alle conseguenze della loro presenza nel CDA e assemblea degli azionisti, in termini di creazione di valore. Vediamo dalle slide come la più

diffusa tipologia di impresa risulta la public company con il 36%, nonostante vi siano differenze di natura nazionale molto marcate: dal grafico (con dati molto vecchi) si vede come una piccola parte delle società quotate presenta un grande block holder, mentre circa il 50% non presenta neanche la presenza di un azionista block holder. Lo stesso vale in UK, mentre la situazione in Italia/Germ. si mostra decisamente diversa dato che in buona parte delle società quotate vi sono blockholder con quote significative delle partecipazioni. Siccome tale differenza deriva da differenze storiche delle due tipologie di stato, difficilmente modificabili nel breve periodo.

Osservando i grafici si vede come la maggior parte degli investitori in quotate in UK risultano dei tipi di investitori istituzionali (fondi pensione, ecc.), mentre in stati come la Germania la maggior parte delle partecipazioni appartiene a singole famiglie, mentre le istituzioni finanziarie ricoprono solo una piccola parte delle azioni. Per mantenere tale importanza della partecipazione vi sono dei metodi di mantenimento (CEMs) tra cui il *cross-shareholding* (sistemi in cui imprese incrociano delle azioni proprie con quelle di altre imprese, in modo da rafforzare l'interesse degli stakeholder nel buon andamento dell'altra impresa), limitazioni di voto, azioni con voto privilegiato/multiplo, le *golden shares* (quote governative piccole con diritto di veto su operazioni di grande importanza per l'impresa) e molto altro. Ad esempio, nel caso di BMW AG si raggiunge la maggioranza solo con la somma delle partecipazioni dei tre figli del fondatore e di altre due partecipazioni, così da generare un controllo maggioritario sulla società derivante da accordi tra le tre parti. A sua volta BMW AG ha un gruppo di controllo piramidale, siccome controlla 57 imprese rientranti nel gruppo che a loro volta ne controllano altre, strategia molto diffusa in Europa ma non molto in alcuni stati come UK. Nel caso del gruppo Arnault in Francia, tuttavia, la struttura a controllo piramidale risulta troppo limitante, cosa che ha portato negli ultimi anni ad una migliore apertura: questo perché investitori istituzionali non investono normalmente in imprese eccessivamente controllate, nonostante magari vi siano risultati annuali positivi, siccome non avranno la possibilità di far valere le conoscenze ed alcune pressioni sul management per realizzare i propri scopi finanziari, specialmente nel caso di diritti di voto plurimi che rafforzino ulteriormente il controllo del gruppo di controllo aziendale. Ad esempio, nel caso di Investor AB vi è la presenza di due classi di azioni che portano a controlli decisamente eccessivi anche solamente con il 40,8% del capitale societario.

Come detto questi sistemi di controllo non sono molto favoriti dagli investitori istituzionali, anche se al contrario l'assenza di CEMs potrebbe portare a difficoltà decisionali e lentezza nella gestione aziendale. Per questo motivo, il sistema *una testa un voto* non potrebbe essere un metodo ottimale per la gestione: tuttavia, tali meccanismi hanno caratteristiche economiche che devono essere per forza valutati prima della loro introduzione, siccome un uso eccessivo potrebbe causare numerosi sbilanciamenti del controllo in cui dei fondatori mantengono la maggioranza di voto anche senza la maggioranza del capitale. Esistono quindi due visioni generali:

- Secondo gli asset manager statunitensi, utilizzi dei CEMs ottimali potrebbero portare degli allineamenti di obiettivi tra management e azionisti
- Secondo gli asset manager italiani, utilizzi dei CEMs potrebbero a maggiori investimenti di private equity in quelle aziende restie a vendere quote importanti al pubblico, cosa che di conseguenza porterà ad un maggiore impatto delle conoscenze del private equity

Vi è anche una correlazione tra lo sconto al prezzo di acquisto delle azioni e quegli investimenti in provenienza da investitori istituzionali. Molti si aspettano un forte sconto del prezzo di acquisto, anche se tale sconto deriva dall'utilizzo di CEMs all'interno della società. Allo stesso tempo, questi CEMs risultano di grande importanza nelle disclosure della società al mercato: la presenza di essi deve essere ovviamente comunicata in modo da evitare punizioni del mercato a sfavore di queste imprese che ne utilizzano alcuni, oltre che la valutazione degli effetti della loro presenza (oltre ad essere richieste dalle leggi sul mercato in modo da evitare situazioni illegali di collusione).

LEZIONE 12 - SISTEMI FINANZIARI

Il metodo di finanziamento dell'impresa viene fortemente influenzato dalla governance, siccome in paesi come l'Italia fortemente banco-centrici il finanziamento deriva dal debito bancario, mentre in paesi anglosassoni le risorse derivano principalmente dal mercato. Esistono diversi sistemi ad oggi di finanziamento come:

- **Arm's length:** le parti coinvolte non hanno conoscenza l'uno dell'altro, ad eccezione delle informazioni già accessibili al pubblico, oltre al fatto che vi è forte competizione tra diversi finanziatori interessati a fornire le proprie risorse. Non essendo presenti informazioni delle parti contraenti, un ruolo importante è fornito dal ruolo segnalatore dei prezzi di mercato che permettono di ridurre il gap informativo.
- **Relationship based:** relazione diretta tra le parti, le quali hanno quindi grande conoscenza del contraente come nel caso delle banche. Avendo informazioni specifiche sul debitore, la banca ha quindi un potere contrattuale/influente sull'impresa stessa e sul mercato stesso (posizione di monopolio). Di conseguenza, le banche diventano azionisti di maggioranza in imprese che hanno ottenuto denaro da esse, con possibili rischi per le banche derivanti dal controllo effettivo attraverso l'acquisto delle imprese in difficoltà (questa situazione di forte rischio per il sistema economico è stata però ridotta nel corso degli anni tramite legislazioni che riducano il grado di dipendenza dalla banca da parte delle imprese). Le banche devono oggi dire alle imprese di ridurre la propria dipendenza dalla banca nel caso in cui vi sia una possibilità di rischio per il sistema economico (vado sul mercato).

Stiamo quindi creando un legame tra corporate finance-governance, siccome un ottenimento delle risorse risulta in grado di influenzare il sistema di gestione aziendale. Nelle slide si vede come una grande parte delle risorse ottenute negli USA deriva dalle securities, mentre una decisa minoranza da intermediari finanziari, il contrario di ciò che succede in Giappone/Germania. Nel corso degli ultimi 30 anni, però, paesi maggiormente incentrati sulle banche hanno spostato il proprio focus sui sistemi di approvvigionamento dal mercato in modo da evitare problemi legati alle influenze delle banche nella gestione, oltre che per ridurre i rischi legati a difficoltà economiche nazionali e delle singole banche. Allo stesso tempo, il rallentamento in numerosi paesi nazionali e le numerose crisi degli ultimi decenni, oltre che macro avvenimenti come la globalizzazione, hanno spinto delle imprese a cercare sistemi di finanziamento alternativi (mercato) per aumentare la propria presenza internazionale e crescere ulteriormente. Si vede infatti come l'indice debito/equity si stia in questi ultimi decenni avvicinando tra i paesi banco-centrici e mercato-centrici, con imprese dentro i primi che risultano utilizzare sempre più equity rispetto al debito.

È quindi stato realizzato un passaggio verso il sistema di mercato, anche per ridurre costi derivanti dal pagamento di interessi a causa degli alti tassi di interesse. Il sistema di finanziamento risulta in più legato alle crisi finanziarie ed economiche nazionali, ma la relazione è controversa: potrebbe in realtà essere il debito a scatenare delle crisi, o potrebbe essere la crisi a ridurre l'utilizzo del debito. In ogni caso, il rapporto debito/pil nazionale presenta una correlazione con la presenza di crisi, un fattore che ha portato a pensare come nel corso del 2020 avrebbe dovuto esserci una crisi (anche se nessuno poteva aspettarsi che non sarebbe derivata dal mercato finanziario). Tuttavia, paesi tra cui Germania/Giappone le banche rappresentano oggi una grande influenza sulle imprese nonostante tutto ciò che è stato detto in precedenza: considerando la forte quantità di credito verso le imprese, le deleghe derivanti dagli azionisti di minoranza e l'influenza derivante dal credito stesso la banca ha spesso grande influenza nell'assemblea degli azionisti. Per evitare l'ingerenza delle banche sono spesso utilizzati dei rappresentanti indipendenti, con potere derivante dalle deleghe di azionisti di piccola quota.

Nel sistema bancario, invece, le banche rappresentano solo la liquidità di breve termine, mentre nel lungo termine si utilizzano maggiormente obbligazioni/azioni societarie. Insieme alle banche, nel breve termine si usavano negli anni '90 tanti *finance company loans*, ovvero debiti tra imprese con un obiettivo di portare liquidità nell'azienda senza dare potere alle banche (prestiti ovviamente dati solo dalle imprese con grande liquidità attuale, desiderose di investirla invece che lasciarla sul c/c bancario senza motivo). Ovviamente, il potere delle banche si presenta maggiormente nelle piccole e medie imprese, dato che le grandi imprese tendono ad avere un gran numero di azioni e soggetti con interesse nell'impresa, luogo in cui le banche farebbero fatica ad imporre desideri data la quota non sicuramente sufficiente ad imporsi. Il sistema legislativo ha ovviamente grande importanza in questo sistema: in Germania le regole hanno cercato di favorire la stabilità del sistema economico e degli assetti proprietari delle imprese tramite il ricorso al debito bancario (andare sul mercato avrà un rischio di perdere progressivamente l'assetto proprietario, generando instabilità e quindi anche minore sicurezza del sistema economico). Al contrario, paesi come gli USA hanno impedito a tutte le banche di assumere azioni delle imprese, se non a seguito di approvazione da parte della SEC in modo da evitare l'eccessiva ingerenza bancaria e stimolare l'uso del mercato. Di conseguenza, quei paesi come la Germania/Giappone hanno sfavorito l'utilizzo dell'*equity*, diversamente dagli USA in cui però sono richieste grandi informazioni al mercato in modo da favorirne l'entrata in impresa (soprattutto per le IPO). Di conseguenza, negli ultimi anni sono aumentate le relazioni *arm's length* misurabile tramite l'indice IMF, in grado di misurare il grado di intermediazione bancario, il livello di sviluppo di nuovi intermediari finanziari e l'importanza dei mercati finanziari (tre elementi).

Possiamo quindi analizzare ora il modello anglosassone, nato negli USA e decisamente inserito nel mondo finanziario-economico da numerosi anni, rendendo difficile modifiche della cultura relativa alla composizione della struttura finanziaria. Osserveremo anche alcuni casi specifici aziendali così da capirne le influenze.

LEZIONE 13 - MODELLO ANGLOSASSONE

Quei valori che distinguono il manager non sono più le sue capacità tecniche, ma la sua capacità di aumentare il prezzo delle azioni e creare valore per gli azionisti/stakeholder. Ma la creazione di un maggior valore per gli azionisti non è la strategia, ma solo il risultato di buone scelte strategiche in termini di dipendenti, clienti e prodotti. Negli USA c'è l'idea per cui sia necessario proteggere quei piccoli azionisti non in grado di imporre le proprie decisioni sull'azienda (es: nel caso di aumento di capitale tutti gli azionisti hanno diritto alla sottoscrizione, mentre da noi non funziona così, dato che in alcuni casi potrebbero essere inseriti privilegi per specifici azionisti o azionisti che non siano ancora parte della società). Considerando anche la grande importanza data all'*equity*, risulta ovvio come negli USA sia data grande importanza agli azionisti e alla protezione di essi in generale, con grande riferimento a quelli piccoli grazie all'inserimento di numerosi limiti all'utilizzo di patti tra azionisti, ecc.

Dagli anni '20 in USA diventano sempre più importanti i manager, mentre gli azionisti si spostano in una situazione di minore impatto sull'azienda, concentrati solo nella riscossione di dividendi e acquisto/vendita di imprese. Questo perché risulta migliore lasciar fare al management composto da personaggi tecnicamente avanzati, molto più degli azionisti, in grado quindi di generare grande valore. Questo anche a causa della presenza di un minor numero di grandi azionisti, e quindi una sempre minore influenza dei singoli soggetti sulle imprese con azionariato, situazione che porta ad un sempre maggior potere del management. Allo stesso tempo, però, nonostante l'influenza sulla singola impresa sia stata ridotta, l'importanza a livello generale sull'economia risulta in aumento: se anni prima serviva un 60% per generare influenza dominante sull'azienda, ora serve una quota decisamente inferiore per generare controllo, motivo per cui potrà acquistare quote medie in più imprese piuttosto che una gigantesca quota su una sola impresa. Di conseguenza, nonostante degli azionisti siano meno interessati alla gestione, il loro potere decisionale non è ridotto. Non esiste un CDA composto solo da amministratori, ma vengono inseriti anche manager executive.

Allo stesso tempo, la struttura operativa delle imprese cambia in favore di internazionalizzazioni e diversificazione in mercati collegati/conglomerati. Risulta sempre meno utile l'interazione e avere un solo settore di riferimento che generi la totalità della redditività: si cerca soprattutto di generare conglomerati (che mettono insieme imprese di settori non correlati), che richiedono competenze di natura molto più diversificata. Non è quindi più sufficiente avere un management composto solo da soggetti familiari con il proprio settore, ma soprattutto da manager familiari con la finanza della impresa, l'organizzazione e la strategia dell'impresa. Questi conglomerati derivano in gran parte da leverage buy-out e scalate ostili, le quali risultano avere una grossa crescita dagli anni '80 così da realizzare crescita in altri settori (l'unica riduzione avviene verso l'inizio degli anni '90 a causa della crisi del petrolio che interrompe le acquisizioni a causa della mancanza di liquidità). Data la necessità di risorse fondamentali alla realizzazione di queste operazioni spinge le imprese USA ad un sempre maggiore utilizzo del mercato finanziario, con un conseguente aumento di importanza degli investitori istituzionali dotati di grandi risorse e potere d'acquisto. Successivamente ad LBO risultò quindi fondamentale fare operazioni di ristrutturazione dell'azienda in modo da generare crescita nella società acquisita e generare valore per gli azionisti, oltre che per ripagare il debito in relazione al LBO. Questa grande attività del mercato per il controllo societario (LBO) deriva dalla vetustà del sistema di governance nello stato americano: numerosi manager utilizzavano gli LBO per generare crescita personale, senza una vera crescita per gli azionisti (che però non sono molto interessati alla gestione dell'azienda e per questo non si accorgono della situazione). Mentre da un lato questo grande utilizzo degli LBO abbia portato ad un minore interesse alla soddisfazione dei vari azionisti, dall'altro ha portato ad una grande spinta all'efficienza aziendale, così da evitare di essere soggetti di una scalata ostile da parte di altre imprese (mercato per controllo societario come un discipling device). Solo nel caso in cui questi LBO siano mirati alla efficienza, e non sono ad una espansione dell'impresa, potranno generare maggiore valore per gli azionisti e stakeholder (in caso contrario porteranno minore crescita nel lungo periodo).

Negli USA si sviluppa anche la CEO duality, soprattutto negli ultimi anni: ci dobbiamo chiedere se tale caratteristica sia in grado di generare benefici o costi per l'impresa, ma per ora non esiste una risposta univoca. Nel caso di Disney, nonostante abbia portato a benefici tra gli anni '90 e 2000, tale situazione ha portato anche a grande centralizzazione del potere e poche deleghe ad altri soggetti di mansioni rientranti nella competenza del management. In altri casi la CEO duality ha portato a performance peggiori per l'impresa e azionisti. L'utilizzo della CEO duality potrebbe derivare dal fatto di avere una proprietà molto frammentata delle azioni: il CEO-Chairman risulta l'individuo di maggior quota azionaria al mondo di Disney, ma presenta comunque una quota minuscola del totale azionario. Ci si chiede dunque chi sia a controllare effettivamente Disney, in modo da capire chi sia a definire la CEO duality, ma per ora non c'è risposta.

LEZIONE 14 - MODELLO TEDESCO

La gran parte dei paesi europei segue oggi il modello tedesco, modello di corporate governance in grado di risultare attraente anche all'esterno della Germania, nonostante alcune sue caratteristiche siano particolarmente legate alla dimensione sociale tedesca (economia sociale di mercato, in cui si parla di mercato ma che considera molto le dinamiche sociali). Questo sistema di governance deve utilizzare il sistema dualistico. Considerando il caso di Bosch, essa risulta controllata da una sola fondazione a scopo sociale, la quale detiene oggi la quasi totalità della società nonostante non sia titolare di diritti di voto; ciò fa capire come sia necessario per le società tedesche considerare delle caratteristiche sociali, seppure di fondo sulla totalità degli obiettivi della società (rappresentanti in tutte le società contengono soggetti interessati alla soddisfazione degli interessi di lavoratori, della società e di altri stakeholders). In realtà il sistema di oggi non risulta uguale a quello di un tempo, per la presenza negli ultimi decenni di una serie di direttive mirate ad uniformare i sistemi di CG

delle imprese mondiali, oltre che diffondere best practices relative agli assetti societari. Rimane in ogni caso di fondamentale importanza il concetto di condivisione tra gli azionisti (nel caso che si utilizza un sistema a rete che tiene insieme gli interessi diversi degli azionisti per garantire la forte stabilità degli assetti proprietari, nonostante tale elemento non sia inserito in nessun codice ma sia solo una best practice). Negli occhi dei tedeschi infatti viene ben considerata la stabilità, di tutte le imprese ma anche del sistema nel suo complesso: il rispetto delle minoranze risulta fondamentale per la sopravvivenza della stabilità nel lungo periodo (es: le minoranze potevano bloccare aumenti di capitale semplicemente offrendo anche le proprie azioni, insieme a quelle nuove, cosa che nella maggior parte dei casi portava a grande rischio per cui non veniva realizzato l'aumento). In questa situazione dell'aumento di capitale si è inserito lo stato, con una legge che ha permesso di fare tale aumento di capitale mantenendo la stabilità della società, anche in caso di dissenso di minoranze. Questo ha portato all'aumento dei blockholders, in modo da eliminare componenti di minoranza in grado di minare la stabilità del sistema, garantendo allo stesso tempo la crescita.

Mentre il modello anglosassone risulta fortemente caratterizzato dall'assenza di CEM's, il sistema tedesco li utilizza, ma in modo relativamente basso rispetto ad altri paesi. Tale affermazione forse potrebbe sembrare incoerente con il desiderio di stabilità del sistema tedesco, ma tale situazione si riferisce ad oggi, momento storico in cui tali meccanismi di controllo risultano poco interessanti per tutti gli investitori di un mondo globalizzato in cui il capitale proprio risulta importante (cosa che si può vedere nella maggiore presenza di investitori istituzionali). Possiamo quindi vedere la corporate governance di Daimler, dove la Holding Mercedes risulta posseduta per il 50% dagli azionisti diffusi, mentre il rimanente 50% da altre imprese; la società Daimler AG risulta invece in totale posseduta tra quattro soggetti proprietari, di cui uno è la Deutsche Bank al 28,3% (1990). Al giorno d'oggi, questa struttura proprietaria non ha retto alla globalizzazione, per cui oggi l'assetto proprietario non è più caratterizzato dalla Deutsche Bank, mentre addirittura il 70,4% risulta nel suo totale posseduto da azionisti istituzionali (situazione che si conferma oggi per maggior parte). In relazione alla VW, invece, parte fondamentale del sistema di governance risulta l'attribuzione di diritti di voto privilegiato derivanti da anni di battaglie legali: fino al 2011 le quote di proprietà di VW in termini di diritto di voto di tutti i proprietari non potevano superare il 20%, ovvero la quota di voti spettanti al Land della Sassonia. Tale situazione è stata eventualmente eliminata, cosa che ha permesso a Porsche di acquisire buona parte della società con l'obiettivo di diventare marchio non solo del mercato di lusso ma anche di quello di massa (l'eliminazione di quel limite su quota di proprietà ha permesso a Porsche di ottenere la maggioranza, perché norma non coerente con il diritto commerciale europeo).

Per capire come mai le banche in Germania abbiano così tanto potere di controllo bisogna vedere il voto per delega che attribuisce ai piccoli azionisti la facoltà di nominare un rappresentante dentro le assemblee degli azionisti della società: si tratta di una delega totale, per cui il rappresentante ha la possibilità di decidere in modo autonomo e discrezionale. Tale potere delle banche risultava più forte in passato rispetto ad oggi proprio come nel caso di VW e delle partecipazioni delle Deutsche Bank. Parlando ora dei meccanismi di governance in Germania, è impossibile non nominare quello che è il mercato per il controllo societario, molto poco efficiente nello stato tedesco data la presenza di enormi blockholder, controlli piramidali e cross shareholding, oltre che barriere legislative come la pesante tassazione sui capital gain e la possibilità di blocco dei piccoli azionisti (fino al 2002). In più bisogna considerare l'inamovibilità del comitato esecutivo e la presenza di azioni registrate che possano essere importanti per definire assetti proprietari dato il loro particolare diritto di voto (tali azioni non potevano essere acquistate ma solo distribuite ad azionisti già esistenti). In questo luogo si sviluppa quindi il sistema dualistico tedesco, dove il consiglio di sorveglianza ha funzioni solo strategiche, ma non può discutere situazioni relative solo ad uno dei due elementi che lo formano (50% shareholder e 50% lavoratori, per cui non può discutere solo faccende di azionisti/lavoratori in modo unico). Per queste questioni ci si rivolge al mio consiglio di gestione, il quale vi lavora con comitati sindacali e altri interessati. Rimane comunque oggi di grande importanza la banca, come

in tutti i sistemi orientati alle banche, nonostante vi sia comunque una spinta verso capitalizzazioni e minori influenze bancarie. Nel corso degli anni '90 vi sono diverse legislazioni mirate a maggiore trasparenza e capitalizzazione delle imprese, tra cui l'annullamento delle imposte sul capital gain, tutte norme europee assimilate nelle legislazioni nazionali tra cui troviamo il Cromme Act, che ha inserito raccomandazioni per tutte le imprese permettendo comunque l'utilizzo di sistemi diversi. Inoltre, le legislazioni hanno richiesto ulteriori caratteristiche ai voti per delega, oltre che inserire la possibilità di inserire in assemblea degli azionisti anche degli enti indipendenti, interessati ad una protezione degli interessi dei piccoli azionisti. Allo stesso tempo, gli investitori istituzionali stanno oggi avendo influenze enormi sulle strutture proprietarie, a causa dei cambiamenti macro di tutto il mondo economico ed a causa della minore influenza delle banche, fattore che restituisce sempre minor peso all'influenza sociale tipica delle imprese tedesche (cambiamento negativo).

LEZIONE 15 - MODELLO GIAPPONESE

Rimangono oggi molte differenze tra la corporate governance dei paesi asiatici e occidentali, data la grande influenza del mondo culturale e situazionale, come detto in precedenza. La cultura dei singoli paesi ha un grande effetto sull'adozione di regole derivanti da altri luoghi. Il Giappone oggi rappresenta una delle maggiori potenze mondiali, nonostante la crescita dell'ultimo ventennio sia stata sostanzialmente nulla, al contrario di un paese come la Cina. La crescita nel 2012 del numero di società quotate è derivata dalla fusione della borsa di Tokyo e Osaka, controllate per la maggior parte da investitori istituzionali, altre imprese e associazioni di dipendenti. Quest'ultime hanno un grande potere nelle scelte della società, in modo da fare valere i desideri dei dipendenti all'interno della gestione societaria. L'influenza maggiore sulla governance è derivata dalle famiglie, oltre che dalla presenza di collaborazioni tra imprese diverse e manager delle grandi imprese, cosa che ha portato ad una concentrazione del potere in modo da crescere velocemente. Anche la crisi del 2008 ha avuto un impatto enorme sugli assetti proprietari, portando grandi cambiamenti che in paesi come il Giappone, fortemente chiusi, hanno causato grandi differenze rispetto al passato. Bisogna anche considerare il mercato del lavoro, ancora presente in 1/3 delle grandi imprese, caratterizzato da assunzioni e permanenza nella stessa impresa per tutta la vita in modo da far carriera tramite la conoscenza dell'impresa stessa. Allo stesso tempo, questo sistema era bersaglio di accuse da parte degli shareholders, preoccupati che il management fosse più preoccupato per gli stakeholders che per la ricchezza degli azionisti.

La governance giapponese è ancora oggi caratterizzata dal cross-shareholding tra imprese di stessi raggruppamenti di imprese, oltre che forte presenza delle banche, clienti, fornitori e dipendenti sul totale degli azionisti (associazioni di dipendenti, ecc.). Infine, l'influenza indiretta dello stato gli ha permesso di crescere velocemente dopo la guerra, ma rallentato negli ultimi anni. Il sistema della governance giapponese è partito dagli zaibatsu, formato da famiglie a proprietà familiare molto diversificate derivanti dal controllo di una singola holding su tante imprese: veniva formata una banca specifica che si occupava di fornire denaro solo alle imprese del gruppo, in modo da avere il maggior controllo possibile sulla struttura societaria. Tali sistemi sono poi scolti dagli americani perché considerati alla pari dei vertici militari responsabili della guerra nel pacifico, evento che ha portato al ricambio del management e rivendita sul mercato delle azioni, in modo da realizzare la maggior influenza possibile del sistema americano sulla governance giapponese. In realtà la cosa va diversamente a causa della guerra di Korea. Vengono comunque creati i cosiddetti keiretsu, dei gruppi di imprese con legami azionari e personali in relazione ai manager a capo del gruppo, cosa che permetteva un controllo diffuso e non centralizzato. Veniva mantenuto il legame con la banca, ma veniva messo un limite stringente sulla partecipazione azionaria della banca nel keiretsu, cosa che però non è riuscita ad evitare l'eccessiva concentrazione di controllo dentro un keiretsu: in esso erano presenti società di ogni settore, anche finanziario, in grado di fornirsi servizi tra di loro. Tale

controllo ha permesso di evitare take over ostili da parte di altre imprese, siccome non era possibile acquisire imprese senza il permesso degli altri shareholders interni al gruppo e del management generale del keiretsu. Quindi mentre lo zaibatsu ha una struttura molto verticale, con una holding familiare che controlla tutte le altre società (insieme alla presenza di una banca che lavorava anche sul mercato dei consumatori ma interessata al credito solo verso le imprese del gruppo), il keiretsu non ha una holding, ma ha una banca che lavora verso tutto il sistema economico ed altre imprese in settori finanziari di vario genere (anche fornitori, clienti, ecc. che contribuivano a mantenere la struttura di controllo del gruppo, non solo dal punto di vista proprietario ma anche da quello del funzionamento).

Questa situazione ha permesso di ottenere una grande rigidità in caso di crisi, con il rafforzamento dell'economia giapponese che però si è affossata da sola a causa di una febbre speculativa dentro i mercati finanziari: l'indebitamento verso le banche per investire in titoli ha portato allo scoppio di una bolla che ha distrutto l'economia per diversi anni. Tutto ciò ha portato alla riduzione di mutui e prestiti da parte delle banche, cosa che ha portato alla riduzione della produzione generale anche a causa dei maggiori controlli da parte delle istituzioni dopo il salvataggio pubblico di numerose banche. Le imprese hanno dovuto quindi richiedere capitali dall'estero, siccome il mercato interno dei capitali non era in grado di fornirli, evento che ha portato ad un maggiore interesse verso una migliore gestione delle informazioni al mercato e governo dell'impresa. Si è quindi verificato un aumento degli investimenti esteri e di investitori istituzionali, con conseguente riduzione di cross shareholding in modo da incentivare l'entrata di nuovi azionisti (se ci sono grossi block holders ci saranno anche minori opportunità di imporre la propria visione). È avvenuta anche una ondata di fusioni tra banche, come in Italia, per sopravvivere alla crisi senza l'intervento statale che avrebbe portato a grandi controlli nei successivi anni per ridurre i rischi. Allo stesso tempo è avvenuto un grande cambiamento nei sistemi di corporate governance, in modo da piacere ai mercati ed avere minori conflitti interni e accentramento del potere, potenzialmente in grado di portare a situazioni spiacevoli. Nel 2002 vengono inseriti i tre comitati classici del CDA, cosa che in realtà non ha creato grandi cambiamenti nelle maggiori imprese giapponesi (in pochi lo adottano), a riprova del fatto che le norme occidentali non necessariamente verranno adottate ma rigettate dal sistema. Anche a causa della presenza di numerosi scandali vicino agli anni della crisi, aumenta il numero totale di scalate ostili per assumere il controllo di imprese sottovalutate distrutte da scandali e la situazione economica generale (nessuna scalata all'estero, cosa che ha ridotto le possibilità di crescita).

Avviene allo stesso tempo una rottura con il sistema americano, tramite la assunzione del modello tedesco in fase di formazione di holding societarie dopo la riforma del codice di commercio. Tale situazione è paradossalmente avvenuta nel corso del periodo di maggior arrivo di investitori esteri di natura istituzionale. Dopo la salita al potere di Abe, è stata realizzata una modifica del codice di governo societario in modo da aumentare l'influenza dei mercati finanziari, insieme alla riduzione delle tasse sul consumo e aumento delle tasse sui redditi così da incentivare la crescita di domanda interna. Insieme alle politiche espansive per stimolare la domanda, le variazioni sui codici di CG ha portato a grandi modifiche comportamentali delle imprese, tramite modifiche che hanno creato una maggiore discrezionalità e potere decisionale del management così da reagire velocemente ai cambiamenti del mercato. Infatti, nel passato in Giappone le decisioni venivano prese solo con una sorta di unanimità di tutta l'impresa, al costo dei lunghi tempi, per portare alla presa di decisioni volute da tutti; al contrario, in USA decide il management per tutta l'impresa, sistema che secondo Abe avrebbe però portato ad una migliore performance delle imprese. Vengono anche messe delle norme che spingevano sulla presenza di amministratori indipendenti e controlli esterni, oltre che la maggiore presenza di maggiori amministratori stranieri. Mentre in USA buona parte degli amm. risultano stranieri o indipendenti, le modifiche al codice Giapponese non hanno portato a risultati sufficienti a causa della forte cultura nazionale in relazione alla chiusura verso l'esterno e alla presa di decisioni solo in condizioni di favore dell'intera società.

LEZIONE 16 - MODELLO FRANCESE

Nel sistema francese si è passati da un sistema molto concentrato, basato sul capitalismo familiare, ad un sistema permeato dallo Stato, fino ad arrivare al sistema attuale con un minore impatto dello Stato nell'economia generale. Tra il 1945-1985 è stato fortemente utilizzato il *colbertismo*, basato su un forte interesse per la creazione di manifatture statali in settori strategici come il vetro, ceramica e molto altro (molto importanti nel corso del '700). Sempre nello stesso periodo, i soggetti campioni nazionali, ovvero coloro che permettono di ottenere un vantaggio competitivo dello Stato rispetto agli altri paesi, erano dei tori enormi che per tradizione francese utilizzati all'interno delle fiere annuali dell'agricoltura: questi tori erano una delle principali attrazioni, dove il vincitore veniva chiamato campione per tutto l'anno. Questo per dire che lo Stato si concentrava soprattutto su quei campioni nazionali (imprese) che permettevano di mantenere il vantaggio competitivo rispetto ad altri paesi; l'obiettivo era mettere insieme grandi imprese, con sostegno statale, per combattere lo strapotere delle multinazionali statunitensi/giapponesi dopo il 1945. La nazionalizzazione di tali imprese permise di accrescere il potere competitivo, fino agli anni '80 in cui venne ricominciata la privatizzazione delle imprese. Inizia quindi un grande periodo di IPO's per accrescere il potere di crescita delle grandi imprese, periodo in cui iniziano anche ad avere impatto i fondi investimento provenienti dagli USA, attori decisamente diversi dai proprietari statali che avevano controllato le grandi imprese fino agli anni '80 (nonostante il controllo delle imprese rimaneva a soggetti della Francia, per cui non si parlava di un passaggio di nazionalità del controllo). Per proteggere questi progetti di privatizzazione, lo stato aveva utilizzato il concetto del nocciolo duro, un metodo usato per mantenere la proprietà tra azionisti di carattere industriale stabili nel tempo; solo dopo questo primo periodo di stabilizzazione si procedeva con una IPO's per diffondere la proprietà (il nocciolo duro impediva a soggetti stranieri di inserire i propri interessi nella fase di transizione).

Hanno anche un grande impatto gli *politechniciens* e *enarques*, studenti in grado di governare e poi indirizzare la società dall'alto delle proprie qualità professionali. Il loro processo di formazione li trasforma direttamente in rappresentanti dello stato, essendo obbligati per legge a lavorare dentro istituzioni pubbliche per un periodo di tempo post-laurea. Si tratta di soggetti preparati per poi diventare alti funzionari dello stato, per essere chiamati a dirigere imprese per interessi dello stato.

In termini di proprietà concentrata dopo le privatizzazioni, hanno funzionato bene i meccanismi di controllo CEM's di solito accoppiati ad un sistema molto concentrato. In Francia si usano molto le strutture piramidali, anche se buona parte delle quotate non ne usa neanche uno. In ogni caso, una apertura ai capitali stranieri ha portato buona parte dell'azionariato ad esprimere interessi esteri, con la successiva emanazione di codici di CG, che seguono molto l'andamento del UK: viene creata una commissione di esperti con l'obiettivo di creare il codice in modo imparziale, di cui l'ultimo nel 2013. Quest'ultimo lascia libertà assoluta alle imprese di scegliere quale dei due codici seguire, ma consiglia la divisione presidente/CEO e una certa quantità di amministratori indipendenti nel CDA. Nei tempi recenti gli investitori esteri occupano una % dell'azionariato davvero enorme, ma senza distaccare l'interesse privato verso lo stato francese: tale risultato è derivato dalla strategia delle maggiori imprese di vendere le partecipazioni incrociate per convincere gli investitori esteri ad investire, tramite una riduzione della diversificazione così da aumentare il focus verso l'ambito operativo specifico della singola impresa (per essere più stabile e redditivo). Allo stesso tempo, per incentivare investimenti sono stati introdotti il *senior independent director*, la separazione di ruoli tra presidente/CEO e la nascita del *vice-presidente*. Quindi mentre è cambiato l'assetto proprietario, si sono modificati anche gli assetti di governo, per convincere investitori esteri ad investire.

A seguito di scandali e problemi nel corso del 2008, in Francia si discute come inserire gli azionisti in modo maggiore nella discussione di governo dell'impresa. Ci si chiede come consolidare la forte struttura proprietaria, in modo da garantire la crescita nel lungo periodo, cosa che ha portato un presidente di Axa a proporre il voto obbligatorio degli azionisti attivi. Nel 2014 viene approvata la

legge Florange che permette di approvare la delibera di azioni a voto plurimo, consegnate a degli azionisti fedeli che mantengono le azioni almeno per 2 anni. Vi era quindi un dibattito su questa legge, dato che tali azioni permettevano di accentrare ulteriormente la proprietà dell'impresa, cosa che ha portato anche LVMH a diffondere tali azioni a voto plurimo. Ciò ha avuto grande effetto in una società come PSA, in difficoltà nel corso degli anni e nel corso del 2014 ricapitalizzata così da rappresentare parte del capitale da una società francese (più una quota statale per lo stesso valore in modo da fungere da arbitro per evitare che diventi una società di controllo cinese). Nel caso di Renault, lo stato ha oggi una grande quota del capitale, cosa che ha portato spesso problemi del conflitto di interesse, dato che Nissan non ha diritto di voto in Renault nonostante una grossa parte del capitale. Lo stato azionista è diventato un caso esemplare quando Renault voleva aprire uno stabilimento in Turchia, cosa che però non è avvenuta per volontà dello stato, riducendo eventuale efficienza del gruppo. Si trovò poi un compromesso, ma ciò non toglie come lo stato abbia grande potere decisionale in imprese come Renault o PSA, due concorrenti nello stesso settore. È quindi in sostanza evidente come vi sia un leggero ritorno dello stato imprenditore, spesso in grado di fare salvataggi di grandi imprese, ma generando conflitti di interessi. Parte di questi controlli avviene in settori particolarmente strategici come l'energia e telecomunicazioni, in cui risulta normale che lo stato abbia influenza, ma anche in settori industriali come quello automobilistico.

LEZIONE 17 - MODELLO ITALIANO

La domanda del capitolo "cambiamento o continuità" si riferisce al fatto che molte caratteristiche sono cambiate rispetto al passato, soprattutto negli ultimi 30 anni, ma altre sono rimaste le stesse. Il settore delle imprese italiane si caratterizza per poche imprese di grandi dimensioni, poco capital intensive e formata soprattutto da monopoli naturali. La dimensione delle grandi imprese risulta più piccola delle grandi imprese di altri paesi, cosa che deriva dal ritardo accumulato dopo tutte le guerre del 1900 nel processo di ammodernamento. Soprattutto tra gli anni '60 e '70 tutte le imprese familiari non risultano in grado di sostenere la crescita, a causa di problemi interni legati a controlli familiari e alla ridotta dimensione rispetto ai concorrenti esteri, e per questo devono essere salvate dallo stato. Una grande possibilità di crescita è stata così sprecata, portando alla creazione di block holders in forma statale, familiare e delle multinazionali straniere. Nel corso degli anni '90 avviene una serie di trasformazioni nel sistema istituzionale e regolativo, con lo smantellamento dell'IRI ed una serie di privatizzazioni/liberazioni in numerosi settori. Si creano le condizioni per un salto di crescita e gestione degli assetti d'impresa: considerando le quotazioni, molto poco presenti nel sistema economico italiano, la maggior parte dei blockholder sono famiglie, stato e in misura inferiore delle istituzioni/multinazionali estere. Anche rispetto a paesi simili come la Germania o Francia, l'Italia risulta caratterizzata da un controllo enormemente maggiore da parte delle famiglie, anche tra le società quotate, ed enormemente inferiore in termini di controllo da parte di azionisti anonimi sul mercato azionario.

Allo stesso tempo, grazie alla presenza di catene di controllo sulle società controllate, pochi grandi imprenditori erano in grado di controllare una grandissima quantità di società anche con quote di ammontare minimo (anche con il 4% di quote si poteva raggiungere un controllo del 50%). Questo sistema era ovviamente caratterizzato da poca trasparenza, per la presenza di catene di controllo spesso lunghissime e realizzate tramite sistemi di controllo all'interno delle subholdings (es: Carlo de Benedetti). Inoltre, mentre dopo la guerra il cittadino medio preferiva investire in titoli statali come Bot e Btp, verso gli anni '80 vi è una scoperta del mercato azionario e delle sue possibilità per guadagni enormi; il calo dei tassi di interesse sui titoli di stato aiuta ad aumentare la quota widely held nelle quotazioni, generando una crescita dei prezzi ed un boom del mercato azionario. Avviene per questo la creazione di una serie di CEM's, come le azioni senza diritto di voto (poi trasformate in azioni di risparmio) e preferenziali che permettevano di ricevere dividendi sicuri e rafforzati

perché distribuiti prima rispetto alle altre azioni e spesso anche più grandi. Questa situazione era stato in grado di ricevere l'approvazione della Consob, da poco nata, con una successiva crisi nel mercato borsistico nata in USA e arrivata in Italia: questi sistemi di azioni privilegiate cominciano a sparire dal mercato a partire dagli anni '90. La successiva crescita nella capitalizzazione di mercato delle imprese avviene a partire proprio da dopo questa crisi, momento in cui il sistema creditizio italiano funzionava bene grazie a banche normali, banche di interesse nazionale (BIN), gli istituti di credito speciale (ICS) e roll-over (riproposizione di prestiti a brevissimo che venivano riforniti in modo periodico, come se fossero in realtà a lungo termine). Dal punto di vista dell'equity, invece, lo stato rappresentava un grande concorrente agli investimenti in imprese (con prodotti Btp, ecc.), mentre nelle società quotate vi era un grande problema in termini di mantenimento del controllo anche in caso di grandi acquisti da parte delle quote widely held.

In tutto il mondo, quindi anche in Italia, negli anni '90 inizia una serie di privatizzazioni, ma anche molto di più: si entra in una fase riformista dei mercati finanziari, con l'introduzione delle SIM che portarono alla crescita del mercato del risparmio/investimento, ed una serie di leggi come quella Amato che porta alla chiusura delle BIN e ICS, un sistema prima controllato dallo stato con enormi quote in queste banche. La nuova situazione privatizza le banche, introducendo numerose regole in grado di controllare le operazioni, tornando a quella che nel 1930 era detta banca universale, in grado di svolgere una serie di funzioni come crediti, sottoscrizione di titoli e molto altro; grazie ad una serie di controlli da parte delle istituzioni pubbliche, di vigilanza e codici di autodisciplina, la legge inizia quindi a permettere alle banche di sottoscrivere quote nelle imprese (fino al 15%). Oltre a questo, la legge Amato porta alla creazione delle fondazioni bancarie, enti di diritto pubblico che diventano di fatto proprietarie di quote enormi di imprese privatizzate, cosa che portò purtroppo a una grande influenza delle banche sul sistema economico (le fondazioni sono il punto di giuntura tra il nuovo sistema economico e quello bancario, legato al territorio in cui operano). Tali elementi portarono purtroppo ad una grande influenza della politica sulle imprese privatizzate, dove invece le privatizzazioni avrebbero dovuto portare all'esatto contrario: il partito politico del territorio, che era ovviamente interessato al sistema economico locale, cercò sempre di fare pressioni sulle banche e fondazioni in modo da portare i propri interessi sulle imprese. La legge Amato portò anche alla creazione del testo unico della finanza (TUF) che cercò di fare chiarezza nelle leggi che regolavano le banche. Sempre negli anni '90 come detto avvenne anche la creazione di molte istituzioni con un obiettivo di vigilanza sul sistema, tra cui l'antitrust, e dei codici di autodisciplina di governance, le cui regole sono spesso vicine a quelle francesi piuttosto che quelle inglesi.

Tutti questi cambiamenti hanno portato ad una riduzione delle quote detenute dal primo azionista, con un relativo aumento della quota del mercato, ed un sempre maggiore utilizzo dei CEM's (con un grande utilizzo dei patti tra azionisti). Nel caso del Gruppo de Benedetti, come detto, esisteva una grande catena di controllo realizzata soprattutto tramite sistemi CEM's, esattamente come nel caso della famiglia Tronchetti, proprietaria di una lunga catena di società culminata in Telecom per il 18% dei voti con solo una quota dello 0,7% (poi ceduta). Allo stesso tempo, mentre avvengono i cambiamenti appena descritti, dopo il 2000 avviene una riduzione del peso dei blockholder, con un aumento delle quote detenute da multinazionali, ma rimane poco il peso delle istituzioni nazionali e straniere. Vi è quindi una conferma dei precedenti cambiamenti, con una sempre minore quota di natura statale ed un aumento dell'influenza delle società non finanziarie, intermediari finanziari e soggetti esteri: si riduce quindi il numero di società controllate a maggioranza, mentre aumenta il numero di imprese controllate con quote minoritarie. Tuttavia, tale controllo avviene mediamente con quote di voto sostanzialmente identiche al passato, identificando quindi il mantenimento di un controllo dato da quote di voto enormi da parte di quote sempre più minoritarie. Gli investitori di natura istituzionale risulta inferiore rispetto ad altri paesi, in aumento per quelli identificabili come private equity e venture capital.

Il sistema bancario ha conosciuto due situazioni: le privatizzazioni degli anni 90 con l'eliminazione delle BIN e ICS, ed una seconda fase di riforme da parte della banca d'Italia, interessata a ridurre le

debolezze del sistema bancario italiano dei primi anni 2000 tramite l'inclusione di piccole banche in gruppi di grande dimensione per mantenere la stabilità del sistema (creazione Unicredit, Intesa Sanpaolo, ecc.). Tutto ciò ha portato quindi alla creazione di intrecci azionari tra banche, ovvero lo scambio di partecipazioni tra banche di grande dimensione in una logica di trasferimento interessi tra banche. Si crea quindi una situazione estremamente diversa dal resto dell'Italia, formata dalle piccole e medie imprese con controllo familiare (molto diverso dalla Galassia del Nord). Rimane di piccolissima dimensione la borsa italiana, con circa 500 imprese totali e la piccola capitalizzazione, anche tra le prime imprese per dimensione, cosa che delinea una debolezza del sistema italiano ma più in generale di quello europeo (dato che anche gli altri paesi banco-centrici non hanno grande capitalizzazione). Tutti i cambiamenti degli ultimi anni hanno quindi portato a miglioramenti, ma la natura di controllo familiare e la dimensione piccola delle imprese rimane.

LEZIONE 18 - INVESTITORI ISTITUZIONALI

Tali investitori sono organizzazioni interessate a investire propri asset o quelli di altri soggetti, che si suddividono in una serie di tipologie. Esistono investitori mirate alle esigenze di mercato, i quali si riferiscono principalmente al breve termine tramite operazioni di trading (venture capital, hedge funds e Mutual funds). In questo caso, breve termine fa riferimento ad una durata di pochi mesi o pochi anni. Al contrario, ci sono anche investitori di lungo termine (fondi pensione, assicurazioni e dipartimenti bancari). La crescente importanza di tali investitori risale agli anni '50, quando sono diventati importanti i fondi pensione in relazione all'invecchiamento della popolazione, in contesti in cui i sistemi pubblici non risultavano in grado di garantire sufficienti prestazioni. Sono partiti da paesi avanzati come l'Europa, arrivando però fino a sistemi in crescita come la Cina (in cui coloro che vanno in pensione sono una quota oggi molto più elevata rispetto agli anni '90). Tali investitori hanno permesso anche di fornire risorse alle imprese in necessità, in particolare con riferimento ad alcuni settori specifici che attirano maggiormente tali fondi pensione, oltre ad altri investitori della natura istituzionale. Tale crescita di questi investitori deriva anche dalla liberalizzazione di mercati di capitali, sempre in maggiore crescita e liberi ad accesso a sempre più soggetti, oltre a funzionare come strumenti di politica economica se considerati in relazione a quei paesi con risorse in eccesso e grandi capacità di investimento (governi con risorse economiche possono preferire l'utilizzo dei fondi sovrani in modo da realizzare investimenti, piuttosto che affidare il denaro alle banche). Nel grafico sulle slide si vede la forte crescita del private wealth, ovvero fondi di banche e istituzioni in grado di gestire il denaro di singoli soggetti. Tuttavia, negli ultimi anni si è in realtà assistito ad un leggero declino negli *asset under management* (fino al 2013 erano superiori al PIL mondiale).

La maggior parte degli investimenti in questo ambito fa riferimento agli strumenti finanziari molto rischiosi, in modo da realizzare il maggiore rendimento, riducendo il rischio tramite l'investimento di enormi risorse diversificate contemporaneamente. Vediamo anche come, nel corso della prima parte del 2020, mentre tutti gli altri mercati sono calati quello monetario ha registrato un fortissimo aumento in termini di valore. Con il processo di globalizzazione, una serie di paesi come l'Irlanda, non particolarmente riconosciute come attive sul mercato globale sono in realtà risultate forti sul mercato finanziario, soprattutto negli ultimi anni. Inoltre, in alcuni paesi è soprattutto la presenza di investitori stranieri a sviluppare il mercato finanziario, mentre in altri come gli USA la maggior parte degli asset detenuti deriva da soggetti interni al mercato.

Tali investitori istituzionali, investendo nei titoli azionari, utilizzano molti incontri formali regolari con il management delle società in cui investono, in modo da esprimere gli interessi in tali società (moral suasion). Avendo necessità di realizzare velocemente rendimenti, faranno pressioni su tutti i manager in modo da ottenere il maggior rendimento possibile per gli azionisti, castigando coloro che utilizzano strategie conservative a lungo termine. Nel caso in cui non segua il consiglio, vanno a vendere le azioni o rifiutare pubblicamente di sottoscrivere aumenti di capitale così da spingere

ulteriormente verso una gestione rischiosa ad alto rendimento. Si tratta quindi di azionisti in vero e proprio senso, con grande potere decisionale derivante dalla quota di capitale. Si possono anche utilizzare strumenti più aggressivi, come la *focus list*, mirata a far attirare l'attenzione del mercato sugli errori relativi al management di una società, evidenziando così gli errori del piano futuro, in modo congiunto alle pressioni realizzate sulle agenzie di rating così da peggiorare il rating. Questo sistema rende quindi difficile resistere alle pressioni di tali investitori, anche se tale attivismo causa grandi costi per l'investitore in termini di costi dell'attivismo. Inoltre, la presenza di altri soggetti blockholder dell'impresa renderebbe difficile realizzare pressioni sul management, oltre a barriere istituzionali che proteggono l'impresa da ingerenze di investitori stranieri.

Tali investitori hanno anche grande interesse nella governance dell'azienda, dato che risultano nel gran numero dei casi assenti dal board (anche se sono presenti con i propri interessi). Risultano in particolare presenti nei comitati delle retribuzioni, molto importante dopo la crisi del 2008, oltre ad un grande favore per la divisione tra CEO e presidente, dato che tale elemento porta a maggiore stabilità del CDA e quindi minore possibilità per gli investitori istituzionali di inserire gli interessi nelle decisioni del management. Negli UK, per esempio, tale attivismo viene realizzato tramite la strategia di voto e monitoraggio del management: tramite uno dei codici di CG si cerca di creare la maggior possibile trasparenza legata all'influenza degli investitori istituzionali, non solo per creare redditività per i loro clienti ma anche per creare crescita nel lungo periodo. Tali investitori hanno la responsabilità di sorvegliare le attività nelle imprese in cui sono partecipanti. Allo stesso tempo, a partire dal 2008 molti investitori privati hanno iniziato ad esporre il proprio dissenso nei confronti degli investitori istituzionali, dove soggetti privati iniziano a votare favorevolmente le proposte di altri piccoli azionisti per favorire il confronto con i grandi investitori istituzionali. La quota grande di proposte nell'assemblea degli azionisti è arrivata soprattutto in relazione alla governance, con il particolare riferimento delle remunerazioni. Mentre le proposte politiche, mirate a donazioni verso enti e soggetti privati sociali, le proposte sociali e ambientali sono rimaste stagnanti.

In particolare, il mondo delle imprese parla molto poco della governance, se non per un rispetto di norme coercitive inserite dai governi. Risulta quindi importante capire se si sia realizzata quella convergenza tra corporate governance tra stati, la quale potrebbe essere andata verso un minore attivismo legato al sistema americano, oppure un sistema ibrido. Avviene comunque una spinta da parte di numerosi organi, interessati alla realizzazione di codici di corporate governance in grado di definire le best practice mondiali. Nonostante la convergenza dei codici europei, la tutela delle differenze relative agli specifici stati ha portato a casi particolari come quello di Allianz, la quale ha scelto la società europea così da non avere rappresentanti dei dipendenti. La società europea può infatti consentire alle imprese multinazionali in Europa di essere considerate imprese interne ad un sistema europeo, con numerosi incentivi.