

Architetture proprietarie, meccanismi di supervisione e rilevanza degli investitori: itinerari evolutivi nella corporate governance

Indice

Introduzione

Capitolo 1 – Corporate Governance

- 1.1. Concetto di corporate governance*
- 1.2. Evoluzione degli studi sulla corporate governance*
- 1.3. Caratteristiche della corporate governance*
- 1.4. Approcci di governance che si sono consolidati nel tempo*
 - 1.4.1. Tradizionale o Classico*
 - 1.4.2. Dualistico*
 - 1.4.3. Monistico*
- 1.5. Teorie manageriali consolidate nel tempo*
 - 1.5.1. Teoria dell'agenzia*
 - 1.5.2. Transaction cost economic theory*
 - 1.5.3. Dalla shareholder theory alla stakeholder theory*
 - 1.5.4. Behaviour perspective on governance*
- 1.6. Consiglio di amministrazione e composizione del board*

Capitolo 2 – I principali modelli di governance nazionali

- 2.1. Modello anglosassone*
- 2.2. Modello europeo*
- 2.3. Modello giapponese*
- 2.4. Modello tedesco*
- 2.5. Discussione e sintesi dei modelli di governance nazionali: differenze e similitudini*

Capitolo 3 – Gli investitori istituzionali come meccanismo di governance: ruoli, implicazioni e limiti

- 3.1. Ruolo degli investitori istituzionali nei meccanismi interni di governance*
- 3.2. Strumenti di governance esterni e il confronto con gli strumenti interni*
- 3.3. Implicazioni del ruolo attivo degli investitori istituzionali: impatti sulla performance aziendale*
- 3.4. Effetti del ruolo passivo degli investitori istituzionali sulle paghe dei manager*
- 3.5. Criticità e limiti del ruolo degli investitori istituzionali nella governance aziendale*

Capitolo 4 – Il ruolo dei blockholders nella corporate governance: una prospettiva di rassegna

- 4.1. Definizione e caratteristiche dei blockholders*
- 4.2. Blockholders e loro influenza nei modelli di governance nazionali*
- 4.3. Impatti dei blockholders sulla performance aziendale*
- 4.4. Blockholders e disciplina delle remunerazioni manageriali*
- 4.5. Prospettive future sul ruolo dei blockholders nella governance*

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Le profonde trasformazioni verificatesi nei sistemi economici, unitamente all'avanzamento costante degli apparati di regolazione dei mercati e alla conseguente esigenza di rafforzare le procedure di trasparenza riguardanti le decisioni operative e strategiche, hanno condotto molti studiosi a interrogarsi su come gli assetti di governo societario possano influenzare la capacità di un'impresa di coniugare stabilità finanziaria e propensione all'innovazione. L'osservazione dei fenomeni di concentrazione proprietaria evidenzia che, in numerosi contesti, il controllo esercitato da azionisti dominanti o gruppi coalizzati risulta determinante per orientare le scelte manageriali, dalla definizione di piani industriali sino all'impostazione dei meccanismi di remunerazione e alle dinamiche di sostituzione della leadership, poiché l'ampio potere negoziale acquisito da simili detentori di quote ingenti comporta vantaggi sul piano del monitoraggio, riducendo le opportunità di comportamenti opportunistici da parte dei vertici. Ci si potrebbe tuttavia chiedere se l'esistenza di blocchi proprietari, i cosiddetti blockholders, o la significativa incidenza di investitori istituzionali non implichi, di riflesso, un ostacolo alla contendibilità del controllo e all'ingresso di risorse finanziarie innovative, specialmente in quei sistemi dove le norme non tutelano con sufficiente efficacia gli azionisti minoritari o non contemplano procedure di consultazione allargata in sede assembleare. L'analisi parte dal presupposto che il design delle strutture societarie non rappresenti un fatto puramente tecnico, bensì rispecchi preferenze culturali e orientamenti giuridici che definiscono le relazioni tra portatori di interesse e management, contribuendo a plasmare il grado di accountability e la fluidità dei passaggi decisionali. La prospettiva adottata pone in primo piano la domanda su quali siano gli strumenti più adatti a risolvere i conflitti tipici delle imprese quotate e, al contempo, a preservare la capacità di reazione e la competitività nei confronti di pressioni di mercato spesso incessanti. L'indagine, nel ricercare una risposta, focalizza l'attenzione su meccanismi di governance sia interni sia esterni, cercando di comprendere se la presenza di un soggetto proprietario forte, intenzionato a monitorare l'operato dei dirigenti senza eccessivi condizionamenti provenienti dall'ambiente esterno, agevoli la stabilità delle politiche industriali o finisca per frenare l'apertura verso nuovi capitali e nuove competenze professionali. Il quesito teorico che muove la ricerca consiste nello stabilire fino a che

punto l'influenza esercitata da azionisti di maggioranza relativa oppure da coalizioni di minoranza coesa risulti compatibile con l'interesse di generare valore condiviso, tenendo conto dell'ipotesi che strategie volte a cristallizzare la composizione del board o a blindare la direzione possano proteggere l'impresa da scalate ostili, ma pure rinchiuderla in una trama autoreferenziale. Lo scopo finale concerne l'idea di verificare la consistenza delle pratiche di vigilanza poste in essere da blockholders e investitori istituzionali che dispongono di risorse analitiche e vincoli fiduciari, valutando in che modo tali soggetti possano intervenire sui meccanismi di remunerazione del management, sulla concessione di poteri di delega e sulla formulazione di progetti industriali complessi, specialmente quando la globalizzazione esige ricalibrazioni rapide delle catene di approvvigionamento e la scelta di partner strategici. Vi è inoltre l'intenzione di mettere a confronto scenari nazionali diversi, poiché appare evidente che la solidità delle tutele legali e il radicamento di specifiche consuetudini gestionali plasmino la portata effettiva dell'interferenza esercitata dai blocchi di controllo e dagli attori istituzionali, generando configurazioni molto differenti in termini di trasparenza informativa, indipendenza del consiglio di amministrazione e predisposizione a introdurre piani di successione manageriale opportunamente regolamentati.

L'interrogativo di fondo, dunque, riguarda il bilanciamento tra l'utilità di un controllo forte, finalizzato a ridurre costi di agenzia e a promuovere scelte redditizie di medio-lungo termine, e le possibili derive di un eccesso di centralizzazione proprietaria che penalizza l'ingresso di nuove idee o la tutela degli stakeholder meno influenti, in particolare quando la cultura proprietaria prevalente non riconosce la necessità di rendere conto delle performance a una platea ampia di interlocutori. La ricerca si propone di affrontare tale problematica delineando i vari archetipi di governance storicamente emersi e analizzando come i diversi approcci, caratterizzati da livelli differenti di concentrazione azionaria, abbiano prodotto conseguenze specifiche sul versante dello sviluppo aziendale e sull'efficacia della sorveglianza. L'obiettivo di fondo non coincide con la prescrizione di un modello univoco di riferimento, bensì con la costruzione di una griglia interpretativa che mostri gli snodi cruciali attraverso cui la configurazione proprietaria interagisce con i codici di autodisciplina e con il funzionamento degli organi di vertice. La speranza è che la riflessione sulle tensioni esistenti tra proprietari dominanti, manager e minoranze fornisca strumenti utili per valutare, nel concreto, se le scelte di governance adottate

favoriscano un clima di fiducia sui mercati e incentivino l'innovazione, oppure alimentino sperequazioni di potere e inefficienze di gestione. L'interesse finale consiste nel verificare come dinamiche proprietarie e discipline manageriali si integrino in un panorama soggetto a costante evoluzione tecnologica e normativa, con la prospettiva di individuare possibili linee evolutive per rafforzare la trasparenza, promuovere la flessibilità strategica e plasmare un ecosistema in cui la creazione di valore non trascuri istanze di sostenibilità e responsabilità verso la collettività.

A tale scopo, sono stati sviluppati quattro capitoli principali. Nel primo capitolo si introduce il concetto di corporate governance, abbracciando le radici storiche della disciplina e ponendo l'attenzione sulle sue caratteristiche cardine, incluse le principali categorie di soggetti coinvolti, gli obiettivi di monitoraggio e le ragioni dell'esigenza di definire regole formali e informali per garantire un'efficace tutela degli investimenti. Un'enfasi particolare è riservata all'evoluzione delle teorie manageriali che nel tempo si sono consolidate e ai variegati approcci di governance che riflettono orientamenti teorici e culturali differenti. Viene dedicata un'analisi specifica al consiglio di amministrazione, inteso come snodo decisionale e come luogo di convergenza tra controllo e delega, esaminando la composizione del board nelle sue implicazioni operative e la possibilità di equilibrare competenze specialistiche, indipendenza e rappresentanza delle componenti azionarie più rilevanti.

Nel secondo capitolo ci si concentra sui principali modelli di governance nazionali, selezionati come casi esemplificativi di strutture molto diverse per tradizione giuridica e sistemi finanziari, in particolare l'anglosassone, l'europeo continentale, il giapponese e il tedesco, al fine di far emergere i tratti distintivi che contraddistinguono, ad esempio, la common law e la presenza di mercati azionari sviluppati, o al contrario la prevalenza di forme di controllo incrociato e di banche a sostegno di rapporti di lungo termine. Si delineano similitudini e scostamenti, soffermandosi sul ruolo dei consensi politici, delle consuetudini culturali e delle prassi di condivisione del potere all'interno dei consigli di sorveglianza. Viene pure fornita una panoramica comparativa, così da far risaltare i punti di convergenza rispetto alle spinte globali che reclamano standard minimi di trasparenza, e i punti di divergenza scaturiti dalle peculiarità storiche di ciascun Paese.

Nel terzo capitolo l'attenzione si sposta sugli investitori istituzionali, ovvero quei soggetti, fondi pensione, fondi comuni, assicurazioni e simili, che accumulano e

gestiscono volumi di risorse finanziarie tanto elevati da potersi configurare come un importante meccanismo di governance. L'esposizione, dopo aver delineato la distinzione tra strumenti interni di controllo e strumenti esterni di disciplina, analizza l'effetto esercitato dalla loro presenza sia in modalità attiva, con azioni di pressione che incidono sulla performance e sulla definizione di strategie aziendali, sia in modalità passiva, con ricadute non sempre prevedibili sulle remunerazioni manageriali e sulla selezione della leadership. Viene riconosciuto che tali investitori istituzionali possono fungere da forza trainante nell'indirizzare politiche di stabilità, ma anche manifestare criticità quando la logica di portafoglio limita la loro disponibilità a intervenire nelle assemblee.

Nel quarto capitolo l'indagine si focalizza su una rassegna del ruolo dei blockholders, ossia i soggetti che detengono partecipazioni significativamente rilevanti nella compagnia proprietaria, con l'obiettivo di analizzare i loro impatti sulle dinamiche di controllo e sulla formazione di coalizioni azionarie. Si esplora la possibilità che tali blocchi possano influenzare la governance attraverso la disciplina delle remunerazioni manageriali o la definizione di procedure di sostituzione del vertice, illustrandone i meccanismi applicativi e l'influenza su risultati economico-finanziari. Emergono le divergenze che si manifestano in presenza di approcci nazionali differenti e si esamina la prospettiva di un'evoluzione futura del loro ruolo, in considerazione dei mutamenti politici, tecnologici e regolatori che attraversano i mercati globalizzati. L'intento è di mettere in luce tanto gli aspetti positivi che i blockholders possono arrecare, come maggiore responsabilità ed efficacia di sorveglianza, quanto i potenziali rischi di esproprio delle minoranze o di scarsa flessibilità strategica in caso di forte radicamento proprietario.

Le riflessioni contenute in questo lavoro intendono, dunque, offrire uno strumento di analisi critico e ben strutturato attorno al fenomeno della corporate governance, declinata nella sua varietà di modelli e attori principali, evidenziando come ciascun capitolo risponda all'esigenza di comprendere i nodi teorici e i casi concreti che emergono nelle imprese contemporanee. L'obiettivo consiste nel tracciare una mappa delle diverse posture assunte da chi detiene il potere proprietario, da chi esercita funzioni manageriali e da chi sorveglia l'equilibrio tra gli interessi coinvolti, con l'auspicio di stimolare una visione approfondita delle ragioni, dei limiti e delle potenzialità dei modelli di governance. Nello stesso tempo, la tesi mira a sottolineare l'importanza di strumenti che, se adeguatamente progettati, possono rafforzare la trasparenza, la legittimazione interna

ed esterna e la propensione a investire in innovazione e crescita sostenibile, generando ricadute positive su tutti gli stakeholder che ruotano intorno all’impresa.

Capitolo 1

Corporate Governance

1.1. Concetto di Corporate Governance

Secondo Shleifer e Vishny¹, la Corporate Governance racchiude l'insieme di meccanismi e strutture attraverso cui i finanziatori di una società si garantiscono che i propri investimenti siano effettivamente orientati a produrre ritorni, evitando che i manager dirottino le risorse in progetti poco trasparenti o distorsivi. In tale visione, emerge come il tema centrale sia la separazione tra proprietà e controllo, poiché gli azionisti, che forniscono il capitale, si trovano di fatto a delegare il potere decisionale a manager che potrebbero agire in base a incentivi personali. La questione, ribadita da questi studiosi, è risolta solo parzialmente dal mercato dei prodotti: esso infatti, sebbene riduca i margini di inefficienza imponendo un vincolo competitivo, non sconfigge integralmente le opportunità di espropriazione dei profitti, specialmente laddove il manager possa sfruttare asimmetrie informative o strutture proprietarie frammentate. L'analisi di Shleifer e Vishny suggerisce che adeguati presidi di governance assumano un ruolo cruciale nel generare fiducia negli investitori, contenendo i costi di agenzia e orientando la gestione verso obiettivi di lungo termine.

Uno studio di Monks e Minow² individua nella Corporate Governance una cornice composita di regole, processi e organi, finalizzata a regolare la dialettica tra i principali attori dell'impresa: manager, consiglieri e azionisti, nonché ulteriori stakeholder. Questi autori evidenziano come la Governance si collochi al crocevia tra aspetti legali, relazionali e strategici, plasmando di conseguenza le politiche di remunerazione, i sistemi di controllo interno, i criteri di selezione e funzionamento dei consigli di amministrazione e la ripartizione di diritti e doveri tra le diverse componenti aziendali. Monks e Minow insistono sul fatto che il mercato, da solo, non basta a dirimere gli squilibri di potere: se manager e consiglieri non risultano adeguatamente responsabilizzati e monitorati, s'innescano situazioni in cui la leadership aziendale approfitta della scarsa trasparenza, realizzando scelte che massimizzano vantaggi personali e penalizzano la solidità

¹ Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

² Monks, R. A., & Minow, N. (2011). *Corporate governance*. John Wiley & Sons.

dell’impresa. Da qui la necessità di un sistema che comprenda, tra l’altro, organismi indipendenti di vigilanza, funzioni di audit, regole di composizione dei board e procedure di informativa rivolte a investitori e stakeholder.

In base a quanto detto da Mallin³, l’evoluzione della Corporate Governance ha subito un’accelerazione soprattutto in seguito a scandali societari e collassi finanziari, portando all’emanazione di codici, raccomandazioni e linee guida a livello sia nazionale sia internazionale. L’autrice ripercorre i momenti chiave, come la pubblicazione del Cadbury Report nel Regno Unito nel 1992, l’istituzione dei Principi di Governance dell’OECD nel 1999 (riveduti successivamente nel 2004 e nel 2015), e il progressivo radicamento di tali norme in contesti quali l’Unione Europea, l’Asia o l’America Latina. Tali interventi normativi, in sostanza, non si limitano a definire “chi deve fare cosa”, ma puntano a creare un linguaggio comune tra imprese e mercati, rendendo più chiara la distribuzione delle responsabilità tra i diversi organi aziendali, promuovendo al contempo trasparenza e partecipazione degli investitori. Mallin insiste pure sul ruolo dei codici di autodisciplina, i quali, pur non avendo sempre valore cogente, esercitano una forte pressione reputazionale sulle imprese, spingendole a perseguire standard di governance elevati. Questo è particolarmente importante nelle economie avanzate, dove la reputazione e la fiducia dei mercati internazionali risultano fattori competitivi cruciali.

Uno studio condotto da Khan⁴ sottolinea come la Corporate Governance si configuri anche come un insieme di meccanismi volti a bilanciare le differenze di interessi tra manager, azionisti e altri gruppi rilevanti. In particolare, Khan evidenzia che gran parte della letteratura ruota attorno al cosiddetto “agency problem”: la separazione tra proprietà e controllo porta a potenziali conflitti in cui i manager, agenti degli azionisti, hanno propri obiettivi che possono divergere dall’interesse collettivo della società. Queste discrepanze si manifestano, ad esempio, nelle politiche di compenso esecutivo, nei progetti di investimento ad alto rischio (ma forse di dubbio valore), nelle fusioni e acquisizioni volte a ingrandire l’azienda ma non necessariamente a creare valore. L’efficacia della Corporate Governance, dunque, si misura anche dalla capacità di ridurre tali conflitti, definendo piani d’incentivi coerenti con i risultati a lungo termine, rafforzando i processi di controllo e rendicontazione, e favorendo una cultura aziendale fondata sulla trasparenza e

³ Mallin, C. A. (2019). *Corporate governance*. Oxford university press.

⁴ Khan, H. (2011, December). A literature review of corporate governance. In *International Conference on E-business, management and Economics* (Vol. 25, No. 1, pp. 1-5). Singapore: IACSIT Press

sull'integrità. Khan rimarca che, nelle economie emergenti, la Governance assume sfumature ancora più delicate poiché gli strumenti di tutela degli investitori possono risultare meno solidi e i mercati dei capitali meno sviluppati. Non di rado, inoltre, imprese a conduzione familiare o conglomerati statali dominano lo scenario, con partecipazioni incrociate o strutture proprietarie opache, complicando ulteriormente la questione della responsabilità manageriale.

Secondo Mishra e Kapil⁵, la Corporate Governance si compone di molteplici aspetti, tra cui l'assetto proprietario, la composizione e il funzionamento del consiglio di amministrazione, i rapporti tra manager e soci, e la trasparenza dei flussi informativi. Questi ricercatori, esaminando contesti come quello indiano e confrontandolo con le esperienze di Paesi sviluppati, mostrano che l'adozione di buoni principi di Governance favorisce il miglioramento delle performance aziendali, sia in termini di crescita economica sia di capacità di attrarre capitale. Un robusto sistema di governance, infatti, rende meno costoso per l'impresa reperire risorse sul mercato, perché i potenziali investitori percepiscono un rischio di espropriazione più contenuto. Mishra e Kapil notano come, in numerosi casi, le riforme normative adottate abbiano cercato di rinforzare la presenza di amministratori indipendenti nei board, di stabilire regole chiare per i processi di nomina e di remunerazione del top management, nonché di definire standard rigorosi per l'informativa societaria. Tuttavia, sottolineano che la mera introduzione di norme non è sufficiente a scongiurare comportamenti opportunistici: occorre che tali norme siano effettivamente enforceable, con sanzioni concrete e procedure di vigilanza capaci di punire le violazioni. In particolare, l'esistenza di un quadro legale efficace, la presenza di autorità di vigilanza competenti e l'indipendenza della magistratura rappresentano condizioni imprescindibili perché la Corporate Governance dispieghi appieno i suoi effetti positivi.

Dall'insieme di queste prospettive si delinea un concetto di Corporate Governance caratterizzato da almeno cinque dimensioni salienti. In primo luogo, la Governance indica un sistema di regole formali che fissano ruoli e competenze dei soggetti aziendali: ad esempio, la legge e gli standard di mercato definiscono come deve essere strutturato il consiglio (proporzione di amministratori indipendenti, separazione tra presidente e

⁵ Mishra, R. K., & Kapil, S. (2016). Study on corporate governance mechanisms. *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 12(2), 179-203.

amministratore delegato), e prescrivono obblighi di trasparenza e di rendicontazione periodica. In secondo luogo, la Governance si sostanzia in un insieme di meccanismi di controllo interni, quali i comitati consiliari (remunerazione, nomine, audit), l'assemblea degli azionisti, i piani di incentivi basati su obiettivi di lungo termine, i canali whistleblowing, nonché la cultura etica dell'impresa. In terzo luogo, la Governance prevede meccanismi esterni, come il mercato del controllo societario (ove un management inefficiente può essere scalzato da un'acquisizione ostile), le agenzie di rating e i giudizi degli analisti finanziari, l'azione di vigilanza di entità pubbliche (come Consob in Italia o la Securities and Exchange Commission negli Stati Uniti) e, infine, i codici di autodisciplina promossi dalle organizzazioni di categoria e dagli investitori istituzionali. In quarto luogo, la Corporate Governance si ricollega alla dimensione sociale e ambientale dell'azienda, per cui gli operatori economici non si limitano più a valutare i soli rendimenti finanziari, ma guardano anche a fattori di sostenibilità, responsabilità e impatti non strettamente monetari. Infine, appare evidente come la Governance abbia anche una rilevanza strategica: un board efficace e indipendente, con un adeguato mix di competenze, è in grado di indirizzare le decisioni dell'impresa in modo più ponderato, evitando derive di breve respiro e promuovendo la creazione di valore durevole.

Le analisi teoriche e le evidenze empiriche confluiscano nel sottolineare che la Corporate Governance non è semplicemente un meccanismo difensivo teso a scongiurare frodi o appropriazioni indebite, ma costituisce al contrario un fattore abilitante per lo sviluppo di strategie vincenti. Se i manager sanno di operare in un sistema dove le regole di ingaggio sono trasparenti, gli organi di controllo sono competenti, e la reputazione dell'impresa è un asset di primaria importanza, essi sono stimolati a perseguire risultati di qualità, coltivando relazioni virtuose con azionisti, dipendenti, clienti, fornitori e comunità locale. Allo stesso tempo, la presenza di investitori istituzionali attivi e informati, come sottolineato da Mishra e Kapil⁶, può accelerare il ricambio dei manager inadeguati e favorire la diffusione di buone pratiche. Di riflesso, si attenua il cosiddetto "problema di free rider" tra gli azionisti, poiché alcuni soggetti si assumono il ruolo di monitor e esercitano pressione sulle imprese, ottenendo benefici che si riflettono anche su chi non partecipa attivamente.

⁶ Mishra & Kapil 2016, *Op. cit.*

Inoltre, da quanto detto da Mishra e Kapil⁷ emerge come la Corporate Governance risulta essere, pertanto, una forma di “contratto sociale” dell’impresa, in virtù del quale si bilanciano le prerogative degli insider e le rivendicazioni degli outsider. Da un lato, i manager rivendicano una certa autonomia gestionale, necessaria per reagire tempestivamente alle sfide di mercato; dall’altro, gli azionisti e i potenziali creditori chiedono tutela dei propri interessi e garanzie su come le risorse verranno utilizzate. A ciò si aggiunge la posizione di stakeholder più ampi, come i dipendenti o la collettività, che mirano a veder riconosciuti i propri diritti e a essere protetti da scelte distruttive per l’occupazione o l’ambiente. Il conseguente disegno di governance combina i meccanismi legali con le scelte di politica organizzativa, in una prospettiva che, come ribadito dalle fonti citate, sfugge a una semplice standardizzazione. Ogni contesto nazionale, infatti, sviluppa un equilibrio proprio tra legge, codici volontari, ruolo delle banche e di altri grandi investitori, struttura dei mercati finanziari e atteggiamenti culturali verso l’idea di responsabilità collettiva.

Ciononostante, alcuni pilastri della Corporate Governance appaiono universali: la necessità di un board consapevole e attivo, la rilevanza di una disclosure tempestiva e affidabile, l’importanza di vincolare i manager tramite meccanismi contrattuali (piani retributivi ancorati a performance di medio-lungo periodo e non soltanto a metriche di brevissimo termine), il riconoscimento dei diritti degli azionisti di minoranza, l’accesso a procedure di enforcement legale in caso di abusi. Un esempio citato dalla letteratura è che la presenza di amministratori indipendenti, se autentica, riduce la probabilità di manipolazioni contabili e conduce a una gestione più prudente delle risorse. Tuttavia, come mettono in guardia Monks e Minow⁸, l’indipendenza formale non sempre coincide con un comportamento di effettiva autonomia: i rapporti personali, la cultura aziendale e gli incentivi concreti possono indebolire l’atteggiamento critico dell’amministratore, specialmente se i meccanismi di nomina rimangono nelle mani del CEO o di un gruppo ristretto di azionisti dominanti.

Riassumendo, la Corporate Governance può essere interpretata come la scienza, o, meglio la pratica, di strutturare i poteri, gli incentivi e le responsabilità nell’impresa, con l’obiettivo di minimizzare i conflitti di interesse e massimizzare il valore complessivo

⁷ *Ibidem*.

⁸ Monks & Minow 2011, *Op. cit.*

creato, nel rispetto di parametri etici e di sostenibilità. Alla luce dei contributi degli autori analizzati in precedenza, emerge un consenso generale sull'importanza di tali meccanismi e sul fatto che un'impresa con una Governance ben congegnata attrae più facilmente capitali, ottiene una migliore reputazione sul mercato, e riduce il rischio di scandali. Nel contempo, la letteratura riconosce che la Governance non è un "fatto isolato", bensì un processo evolutivo condizionato da cultura, norme, storia, e dinamiche politiche ed economiche. Se, dunque, la definizione di Corporate Governance appare relativamente lineare, come un insieme di strutture, processi e regole per dirigere e controllare l'impresa, la sua declinazione operativa può variare sensibilmente da un Paese all'altro, da un settore all'altro, e persino da un'epoca storica all'altra. Il denominatore comune consiste nel creare un quadro che tuteli investitori e stakeholder, mantenga alta l'accountability del vertice aziendale e favorisca la crescita sostenibile a lungo termine.

1.2. Evoluzione degli studi sulla Corporate Governance

Secondo Awolowo e colleghi⁹, la riflessione sull'evoluzione della Corporate Governance ha preso forma anche a causa di clamorosi scandali contabili che hanno suscitato dubbi sulle pratiche di controllo e trasparenza di imprese celebri, da Enron fino a Parmalat e Toshiba. La riflessione si è originata dall'esigenza di arginare la manipolazione dei bilanci, fenomeno presente fin dall'antica Mesopotamia, ma divenuto più frequente e sofisticato con l'affermarsi dei mercati finanziari moderni, con le regolamentazioni varate negli ultimi decenni, compresa la Sarbanes-Oxley Act del 2002, che non hanno eliminato in modo definitivo le frodi, poiché molti dirigenti continuano a utilizzare schemi opachi nei bilanci. Secondo questi autori, l'enfasi iniziale sui codici di autodisciplina e sulle strutture formali di governance non ha sempre prodotto risultati tangibili nell'eliminare il rischio di frodi. Anzi, si suggerisce che la Corporate Governance non possa ridursi a una mera questione di organigrammi o separazione di ruoli tra amministratori e revisori, ma debba integrare competenze forensi e analisi approfondite per riconoscere in anticipo segnali di irregolarità. Da questa prospettiva emerge il bisogno di un approccio dinamico, capace di superare la semplice osservanza normativa per promuovere un paradigma in cui l'audit e la trasparenza siano effettivamente funzionali a ristabilire la fiducia degli

⁹ Awolowo, I., Garrow, N., Clark, M., & Chan, D. (2018). Accounting scandals: Beyond corporate governance. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 14(8), 399-407.

investitori. Uno degli elementi cardine evidenziati è che, all'emergere di manipolazioni, gli investitori non si chiedono subito chi fossero i componenti del consiglio di amministrazione, ma piuttosto indagano sulle responsabilità dei revisori contabili. Da qui risulta evidente come la Corporate Governance tradizionalmente intesa, seppur fondamentale per definire ruoli e strutture di controllo, richieda un affiancamento di pratiche forensi che permettano di scoprire con anticipo eventuali segnali di frode.

Uno studio condotto da Gompers e colleghi¹⁰ ha portato alla luce l'importanza dei diritti degli azionisti come variabile chiave per determinare il valore e il rendimento di una società, evidenziando come la Corporate Governance possa influenzare in profondità la performance. In base a questa analisi, che prende in esame un ampio campione di imprese, un indice di governance concepito per misurare la tutela degli investitori ha consentito di distinguere tra aziende con assetti decisionali più aperti e quelle con barriere manageriali più rigide. Secondo questi autori, la differenza di circa l'8,5% annuo nel ritorno anomalo rappresenta una prova tangibile di come la tutela dei soci possa orientare positivamente i risultati economici. L'ipotesi che emerge è che la “forza” della governance incida sulla strategia e sulle scelte di investimento, dando luogo a una minore propensione a spese e acquisizioni avventate e, in ultima analisi, a un incremento della solidità finanziaria.

Cutting e Kouzmin¹¹ hanno evidenziato un ulteriore tassello nello sviluppo concettuale della Corporate Governance, focalizzandosi sulle dinamiche di potere che informano i processi decisionali dei consigli di amministrazione. In base a questo contributo, i consigli non riescono sempre a monitorare le azioni dei manager in modo adeguato, soprattutto quando la dimensione politica e i conflitti di autorità prevalgono su un confronto effettivo. Tali autori sostengono che la governance vada interpretata come un equilibrio complesso fra leadership, gestione operativa e tensioni politiche, in cui l'interazione fra questi elementi determina l'efficacia di ogni scelta strategica. Da questa prospettiva, gli insuccessi societari non dipendono soltanto da carenze di regole esterne, ma anche dalla mancanza di meccanismi interni capaci di promuovere una distribuzione del potere più equa e trasparente. Viene proposto di adottare un approccio che contempli un'architettura decisionale attenta alle differenze di orientamento cognitivo, alle preferenze psicologiche

¹⁰ Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.

¹¹ Cutting, B., & Kouzmin, A. (2000). The emerging patterns of power in corporate governance—back to the future in improving corporate decision making. *Journal of managerial psychology*, 15(5), 477-507.

degli individui e alla natura dei conflitti latenti all'interno dei gruppi dirigenziali. L'idea di fondo, secondo questi autori, consiste nel riconoscere che la Corporate Governance non riguarda solamente un insieme di norme procedurali, bensì l'equilibrio fra l'esercizio di un comando deciso, la corretta applicazione di competenze manageriali e la gestione attenta delle dinamiche di potere che possono ostacolare la trasparenza.

Prendendo come riferimento l'analisi di Dagli e colleghi¹², la valutazione dell'efficacia della Corporate Governance non può prescindere da indicatori specifici, come nel caso dell'indice elaborato per il mercato turco. Qui, l'istituzione di un Corporate Governance Index ha consentito di misurare il livello di aderenza delle società quotate a determinati principi di buon governo, ponendo in rilievo la relazione tra conformità a tali standard e performance borsistiche. Dagli studi emerge che le imprese con punteggi più alti in trasparenza, tutela degli stakeholder e struttura direttiva ottengono maggiore credibilità sul mercato, riscontrando benefici sia in termini di riduzione del costo del capitale sia nell'attrarre investitori internazionali. In questo senso, l'evoluzione degli studi sulla Corporate Governance si amplia inglobando anche aspetti di misurazione e comparazione, tali da offrire una visione più sofisticata dei punti di forza e delle aree di miglioramento di ogni impresa. L'orientamento attuale suggerisce di considerare la governance come un processo in continuo divenire, in cui i parametri di successo si adeguano alla mutevolezza delle aspettative dei soci e degli altri portatori di interesse. Da questa prospettiva si generano nuove linee di ricerca, finalizzate all'integrazione delle metodologie di rating con analisi qualitativa e quantitativa, in modo da riflettere la complessità reale delle imprese. Tuttavia, la creazione di un sistema di rating, affiancato da istituzioni preposte alla verifica del rispetto di standard di buon governo, segnala un progresso significativo nello studio della Corporate Governance in contesti caratterizzati da rapida trasformazione. Secondo questi autori, le pratiche di governo societario risultano essenziali per mitigare i rischi operativi, allineare gli interessi degli stakeholder e prevenire derive conflittuali che possano danneggiare la competitività di lungo periodo. Attraverso tali iniziative, la governance assume così una valenza non più esclusivamente formale, bensì strategica, integrando dimensioni finanziarie, normative e relazionali in un'unica struttura di riferimento.

¹² Dagli, H., Eyuboglu, K., & Ayaydin, H. (2012). Performance evaluation of corporate governance index in Turkey. *Journal of Accounting and Finance*, 12(2), 163-172.

Da questi studi emerge anche come la sinergia tra normative pubbliche, iniziative di autoregolamentazione e pressioni dal basso da parte di consumatori e associazioni di categoria diventa parte fondamentale di un’evoluzione graduale, in cui la Corporate Governance acquisisce una funzione non solo di garanzia e controllo, ma anche di guida strategica e sviluppo sostenibile. Pertanto, la letteratura suggerisce un costante miglioramento metodologico, al fine di delineare principi di governance che non siano mera formalità, ma sostanza vitale per la salute economica e sociale di qualunque organizzazione.

1.3. Caratteristiche della Corporate Governance

Da uno studio condotto da Tian e Twite¹³ emerge un’analisi sistematica di come la corporate governance interna si intrecci con le forze disciplinanti esterne di mercato, influenzando la produttività complessiva. Secondo questi autori, l’efficienza con cui un’impresa allinea strutture di controllo interne, incentivi manageriali e competitività settoriale incide sulla capacità di generare output superiori al costo degli input, definendo la total factor productivity come indicatore privilegiato per misurare la performance reale. Viene evidenziato che i meccanismi interni, quali board indipendenti e compensi azionari per i dirigenti, contribuiscono in misura rilevante al miglioramento della produttività, ma la loro efficacia diminuisce all’aumentare della pressione concorrenziale nel mercato del prodotto. In parallelo, la struttura proprietaria assume importanza: l’analisi di Tian e Twite mostra che, se l’assetto proprietario è molto concentrato, la produttività risulta meno influenzata dai meccanismi di governance interni; inoltre, la minaccia di takeover ostili non sembra fornire una spinta determinante all’incremento dell’output aziendale. Viene poi sottolineato il ruolo dell’autonomia decisionale del management, che, se adeguatamente monitorata da un consiglio di amministrazione efficiente, può spostare l’attenzione manageriale dalla generazione di benefici di breve periodo verso la massimizzazione di valore duraturo. L’interazione tra competitività esterna e forme interne di controllo appare come un fenomeno di sostituzione, tale per cui la presenza di un mercato fortemente concorrenziale riduce, almeno in parte, la necessità di una governance articolata, mentre in contesti scarsamente competitivi il governo societario

¹³ Tian, G. Y., & Twite, G. (2011). Corporate governance, external market discipline and firm productivity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 403-417.

solido diviene strumento più incisivo per limitare i comportamenti opportunistici dei dirigenti. Tian e Twite dimostrano inoltre che la qualità del board e la presenza di compensi azionari per l'alta dirigenza hanno un impatto positivo sulla produttività, sebbene si osservi una variabilità significativa nelle diverse imprese e nei differenti settori. Il lavoro risulta particolarmente attento alla misurazione econometrica, con l'impiego di dati su scala australiana, ma con conclusioni che estendono la loro rilevanza a svariati mercati sviluppati nei quali le strutture di corporate governance e i vincoli di competitività di prodotto mostrano pattern analoghi. È rilevante sottolineare come la governance influenzi la componente residuale di produzione, cioè la parte di output non spiegata da input tangibili, segnalando che meccanismi di governo efficaci riducono gli sprechi, valorizzano il capitale umano e spingono i dirigenti a scelte di investimento più lungimiranti.

Turnbull¹⁴ esplora le dimensioni concettuali e disciplinari del termine corporate governance, con l'intento di definire un quadro teorico inclusivo. L'autore ritiene che il governo societario non vada confinato alle grandi società quotate, ma debba estendersi a tutte le forme istituzionali attive nella produzione di beni e servizi, incluse cooperative, organizzazioni mutualistiche e partnership. La prospettiva di Turnbull è quella di una “scienza dell’organizzazione” centrata sui processi di influenza e regolazione, dove la corporate governance coinvolge principi di auto-organizzazione e di cybernetics applicata all’impresa. Nel suo ragionamento, l’informazione svolge un ruolo fondamentale: in un contesto di gerarchie e poteri diffusi, occorre introdurre modelli capaci di regolare e controllare il comportamento dei dirigenti, riducendo le asimmetrie informative e le distorsioni di potere. Viene argomentato che la cultura, la politica e le strutture normative incidono in modo determinante sul modo in cui si concreta la governance, poiché regole e sistemi di vigilanza sono sempre radicati nel tessuto istituzionale di riferimento. Turnbull sottolinea come la diversità di prospettive (manageriali, sociologiche, economiche, legali) rispecchi la natura complessa e multidisciplinare del tema. L’autore abbraccia un concetto di governance che include i controlli interni, la trasparenza e la regolamentazione, ma soprattutto l’autoregolazione, intesa come la capacità dell’impresa di modificare la propria struttura decisionale per prevenire conflitti e asimmetrie di potere.

¹⁴ Turnbull, S. (2019). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. In *Corporate governance* (pp. 415-440). Gower.

Questa visione sfocia in un’idea di corporate governance come “governo dell’impresa” in senso ampio, comprensivo di auto-vincoli formali e informali, architetture decisionali distribuite e meccanismi di feedback. La conclusione di Turnbull è che lo studio della corporate governance, per essere efficace, debba incrociare diverse discipline, tra cui diritto, economia, scienze sociali, information theory e teoria dell’organizzazione, col fine di costruire un corpo di conoscenze capace di spiegare le molteplici configurazioni assunte dalle forme produttive e i rispettivi meccanismi di regolazione interna.

Chiang e He¹⁵ evidenziano che la trasparenza non è un concetto unidimensionale, bensì si compone di frequenza e qualità della disclosure: l’intersecarsi di board indipendenti, incentivi alle funzioni di controllo e monitoraggio costante produce una maggiore robustezza comunicativa. Ciò si traduce in una riduzione del rischio percepito dai finanziatori e degli oneri di agenzia, a condizione che l’indipendenza del board non sia solo formale, ma sostanziale. Una delle argomentazioni cruciali consiste nell’idea che i meccanismi di remunerazione, se correttamente calibrati, inducano gli amministratori a sostenere la trasparenza anche quando emergono dati scomodi, riducendo la tendenza a occultare inefficienze o scelte manageriali discutibili. Gli autori mettono in luce, sulla base di evidenze empiriche legate a un campione di società taiwanesi, come la competenza e la professionalità dei membri del board, ottenuta, ad esempio, attraverso la formazione ed educazione continua, impatti positivamente sulle pratiche di reporting. Si suggerisce dunque un nesso tra competenze del consiglio, indipendenza decisionale e qualità del sistema di divulgazione, con riflessi su credibilità, riduzione dei costi di finanziamento e aumento potenziale del valore di mercato.

Price e colleghi¹⁶ analizzano gli effetti di una riforma della governance su performance e trasparenza, avvalendosi di un caso di studio centrato sul mercato messicano. Gli autori osservano una sostanziale frammentazione nel quadro di governo societario prima dell’introduzione del codice di best corporate practices, evidenziando come la concentrazione proprietaria e l’assenza di tutela per gli investitori di minoranza fossero problematiche rilevanti. La ricerca indica che, successivamente alle misure di governance rese obbligatorie o fortemente raccomandate, molte imprese hanno mostrato un aumento

¹⁵ Chiang, H. T., & He, L. J. (2010). Board supervision capability and information transparency. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 18-31.

¹⁶ Price, R., Román, F. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of financial economics*, 99(1), 76-96.

nelle pratiche di compliance, benché non si sia osservato un miglioramento omogeneo della performance finanziaria. In particolare, questi autori sostengono che, pur crescendo il livello di trasparenza formale, la sostanza dell'allineamento tra manager e azionisti di minoranza non risulti apprezzabilmente rafforzata quando permane un controllo di fatto da parte di blockholders con potere contrattuale sproporzionato.

Naseem e colleghi¹⁷ esaminano l'impatto delle caratteristiche del consiglio di amministrazione, come dimensioni e numero di riunioni, sull'ampiezza delle comunicazioni di responsabilità sociale d'impresa. Il presupposto è che un organo di governance più strutturato e attivo possa promuovere la volontà di divulgare politiche e iniziative CSR, con risvolti sulla percezione degli stakeholder. I risultati empirici mostrano che variabili come la board size e la board independence si correlano con un incremento del livello di disclosure, ma soltanto quando la dimensione del consiglio si accompagna a un'effettiva capacità di supervisione, evitando fenomeni di passività collettiva. Lo studio evidenzia che le riunioni del consiglio, se troppo rare, inibiscono l'attenzione verso aspetti di sostenibilità, mentre un numero più ampio di incontri consente una disamina regolare delle attività sociali e ambientali, rendendo più probabile la diffusione esterna di informazioni positive. Questi autori sottolineano inoltre che la trasparenza CSR si accompagna, in diversi casi, a una migliorata performance di mercato, rilevando che le imprese più propense a pubblicare i dati sulle iniziative sociali tendono a ottenere un vantaggio reputazionale che, nel lungo periodo, può tradursi in risultati finanziari migliori. Viene ribadito che il board non deve limitarsi ad autorizzare i report CSR, ma deve istituire sistemi di monitoraggio e meccanismi di controllo interno che favoriscano la raccolta di dati attendibili e la definizione di obiettivi misurabili in tema di sostenibilità.

In uno studio relativo all'effetto dei principi di governance aziendale sulle performance aziendali, Burak e Altındağ¹⁸ hanno analizzato empiricamente la correlazione tra i principi di governance e la redditività aziendale. Viene messo in rilievo che principi quali trasparenza, accountability, equità e responsabilità producono esiti diversi a seconda dell'effettivo radicamento nella cultura d'impresa. Lo studio utilizza un modello

¹⁷ Naseem, M. A., Riaz, S., Rehman, R. U., Ikram, A., & Malik, F. (2017). Impact of board characteristics on corporate social responsibility disclosure. *Journal of Applied Business Research*, 33(4).

¹⁸ Burak, E., Erdil, O., & Altındağ, E. (2017). Effect of corporate governance principles on business performance. *Australian Journal of Business and Management Research*, 5(7), 8-21.

econometrico su un campione di imprese evidenziando che la trasparenza sulle scelte strategiche e l'indipendenza del consiglio di amministrazione appaiono determinanti positivi di performance, misurata tramite indicatori quali la redditività totale delle attività, la redditività del fatturato e il capitale proprio/ritorno sull'investimento. Risulta altresì che il rispetto puramente formale delle regole di governance non sempre si traduce in un miglioramento tangibile degli indicatori reddituali, soprattutto se l'applicazione di tali regole non è supportata da un adeguato cambio di mentalità gestionale. Burak e Altındağ sottolineano inoltre che, in ambienti competitivi, la credibilità dell'impresa e la fiducia degli stakeholder esercitano un effetto significativo sulle opportunità di raccolta di capitale e sulla stabilità delle relazioni di fornitura. Secondo gli autori, la conformità ai principi di governance opera come segnale di affidabilità e di struttura manageriale robusta, il che mitiga il rischio percepito dagli investitori e rafforza la propensione a investire, con ricadute positive anche in termini di innovazione. Tuttavia, i risultati suggeriscono che l'adozione di strumenti di governance deve essere accompagnata da processi di formazione e sensibilizzazione rivolti al management e al consiglio, per evitare che le regole si traducano in oneri burocratici privi di incidenza strategica.

Infine, Giannarakis¹⁹ analizza come i meccanismi di governance e le variabili finanziarie di un'impresa possano condizionare la diffusione di informazioni sulla CSR, misurata tramite score di disclosure ambientale, sociale e di governance. Lo studio si concentra su società statunitensi e verifica la relazione tra dimensioni del consiglio, indipendenza degli amministratori, proprietà istituzionale, redditività, leva finanziaria e grado di divulgazione CSR. I risultati mostrano che la dimensione dell'azienda, la sua redditività e un consiglio impegnato formalmente in tematiche CSR sono associati positivamente all'estensione della disclosure, mentre un'elevata leva finanziaria esercita un'influenza negativa. Giannarakis sostiene che un board numeroso e diversificato, se ben orchestrato, incrementa la sensibilità verso la comunicazione delle iniziative sociali e ambientali, presumibilmente perché la pluralità di competenze e prospettive all'interno del consiglio agevola il dialogo su questioni extrafinanziarie. Inoltre, le imprese finanziariamente più solide risultano più propense a investire in programmi CSR e a diffonderne i risultati, plausibilmente per rafforzare la propria reputazione e differenziarsi dai concorrenti.

¹⁹ Giannarakis, G. (2014). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10(4), 569-590.

L'autore sostiene altresì che la mera presenza di amministratori indipendenti non sempre determina un maggior livello di disclosure, se manca un approccio strutturato al monitoraggio delle performance sociali. Nel complesso, lo studio evidenzia che la divulgazione CSR riflette tanto la struttura di governance quanto i vincoli e le opportunità finanziarie dell'impresa, delineando uno scenario in cui le variabili di governance, quali composizione del board e impegno esplicito su temi sostenibili, giocano un ruolo chiave nel plasmare la propensione alla trasparenza.

1.4. Approcci di governance che si sono consolidati nel tempo

1.4.1. Tradizionale o Classico

Secondo Eabrasu²⁰, l'idea di una governance tradizionale si basa sulla nozione di proprietà come controllo legittimo ed esclusivo di risorse, sostenendo che i proprietari dispongano della facoltà di escludere terzi e di utilizzare tali risorse a loro discrezione. Uno studio condotto da questo autore pone l'accento sul principio lockeano di self-ownership, da cui deriverebbe il potere di espandere la sfera di proprietà anche su beni esterni, purché appropriati con un atto legittimo di lavoro o di ingegno. In base a tale orientamento classico, i meccanismi di governance accettano che l'impresa operi primariamente per massimizzare i rendimenti dei proprietari, perché si ritiene che essi detengano i diritti residuali e possano decidere le modalità di impiego dei mezzi di produzione. Viene indicato come questa impostazione, enfatizzando la tutela degli interessi dei proprietari contro possibili intrusioni, abbia favorito lo sviluppo di sistemi in cui la separazione tra proprietari e management non riduce la centralità dell'azionista, benché nelle grandi società emerga spesso un controllo delegato ai dirigenti. L'autore rileva anche che, in un simile assetto, la possibilità di far valere interessi non azionari risulta limitata, poiché la logica proprietaria prevede che risorse e attività siano trattate come possedimenti da utilizzare a fini di massimizzazione economica. Tale costruzione, secondo Eabrasu, spiega perché molte diatribe sulle implicazioni etiche del governo societario discendano da differenti interpretazioni del concetto stesso di controllo proprietario: chi ne evidenzia l'assoluzza promuove una governance di tipo classico, incentrata sulla difesa rigorosa del diritto di escludere.

²⁰ Eabrasu, M., Eabrasu, M., & Rauscher. (2018). *Moral disagreements in business*. Springer.

Secondo Harper Ho²¹, il modello tradizionale affonda le sue radici nella cosiddetta corporation di stampo berle-meansiano, nella quale sussiste una netta separazione tra proprietà (gli azionisti, spesso frazionati e poco influenti) e controllo (il consiglio di amministrazione, dotato di ampi poteri decisionali). All'interno di questa visione classica, vi è l'assunto che la missione principale dell'impresa consista nel massimizzare la ricchezza e/o il valore per i proprietari e considerare altri portatori di interesse soltanto se funzionale a sostenere o incrementare la redditività, focalizzando l'azione manageriale sull'obiettivo ultimo dello shareholder wealth maximization. Viene così alimentata un'interpretazione in cui la governance tende a privilegiare i diritti residuali dei proprietari di capitale, lasciando alle istanze di altri soggetti un ruolo marginale o subordinato. Questa prospettiva, pur non escludendo una valutazione di fattori sociali o ambientali, resta ancorata all'idea che le esigenze di stakeholder diversi non possano ridimensionare il diritto degli azionisti a orientare la strategia. Il discorso suggerisce che l'influenza di investitori istituzionali o l'eventuale concentrazione di quote non hanno stravolto l'essenza del modello classico: la governance rimane ancorata a un meccanismo in cui il board, pur essendo in parte vincolato dalle pressioni del mercato, preserva la centralità del proprietario azionario. Secondo l'analisi di Harper Ho, la prevalenza dei diritti dei soci costituisce il fulcro di questo approccio, mentre le decisioni manageriali sono perlopiù giustificate in funzione della prosperità economica di chi detiene la proprietà. Tale visione tradizionale ha influito notevolmente su numerosi ordinamenti, codificando nel tempo un paradigma di governance votato alla tutela primaria dell'investitore di capitale.

1.4.2. Dualistico

Secondo Rudolf²², la struttura dualistica introduce una separazione marcata tra l'organo incaricato della conduzione operativa e l'organo che esercita la supervisione strategica, dando vita a una suddivisione delle funzioni che supera la visione monolitica tipica dei sistemi basati su un unico consiglio. Tale modello, ispirato in parte dalla tradizione tedesca, prevede che l'assemblea designi i membri del consiglio di sorveglianza, i quali

²¹ Ho, V. H. (2010). Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide. *J. Corp. L.*, 36, 59.

²² Rudolf, S. (2021). The impact of financial crises on changes to the models of corporate governance. *International Journal of Management and Economics*, 57(3), 220-233.

a loro volta nominano i componenti del consiglio di gestione, instaurando un meccanismo di bilanciamento che dissuade possibili eccessi di concentrazione decisionale. L'organo di gestione conserva un'estesa autonomia, poiché è deputato a definire e a realizzare gli obiettivi operativi, mentre l'organo di sorveglianza esercita un controllo continuo, approvando o respingendo proposte chiave, soprattutto quando riguardano investimenti critici o piani industriali di ampio respiro. Una configurazione siffatta, in cui il consiglio di sorveglianza mantiene prerogative incisive di verifica, promuove un costante dialogo tra le due componenti: l'organo esecutivo è tenuto a giustificare le proprie iniziative, e nel contempo gode di un margine di manovra utile a formulare strategie in linea con l'orientamento societario condiviso.

La portata di tale divisione delle responsabilità, come osserva Rudolf²³, garantisce un monitoraggio che risulta maggiormente articolato rispetto a un modello che accentra ogni potere in un unico consiglio. L'assemblea rimane in una posizione più distaccata, delegando il potere di nomina e revoca dei gestori al consiglio di sorveglianza, il quale valuta periodicamente l'adeguatezza delle politiche attuate dal consiglio di gestione. Nell'ottica di una vigilanza stringente, il ricorso a revisori esterni o a commissioni specializzate può essere regolato con normative specifiche, così da evitare sovrapposizioni o conflitti di interesse. Tale dinamica, improntata alla trasparenza amministrativa, consente di uniformarsi alle best practice internazionali, mantenendo comunque margini di personalizzazione in funzione delle peculiarità giuridiche nazionali. La prospettiva di un presidio costante sulle scelte esecutive, unita alla possibilità di intervenire prontamente su eventuali anomalie, costituisce un antidoto contro operazioni speculative o gestioni irresponsabili, perché crea un filtro istituzionale volto a salvaguardare gli interessi degli azionisti e, spesso, di altri stakeholder.

Uno studio condotto da Rija e Tenuta²⁴ rileva che il dualismo, benché non obbligatorio in tutte le giurisdizioni, rappresenta un'opzione di governance particolarmente utile laddove si avverte l'esigenza di contenere potenziali squilibri di potere o di arginare conflitti tra compagine proprietaria e vertici aziendali. I due autori insistono sulle potenzialità di questa configurazione nel preservare un presidio robusto sulla gestione, rendendo l'organo di sorveglianza un soggetto effettivamente partecipe delle decisioni più rilevanti,

²³ *Ibidem*.

²⁴ Rija, M., & Tenuta, P. (2010). Models of corporate governance in limited by shares companies with particular reference to the dualistic system. *ISSN 1931-0285 CD ISSN 1941-9589 ONLINE*, 501.

senza che esso debba assumersi l'onere operativo quotidiano. L'apparato normativo che regola la scelta di adottare o meno il sistema dualistico può prevedere variazioni significative nella distribuzione dei poteri: esistono realtà in cui il consiglio di sorveglianza ha facoltà di incidere in modo profondo sulla definizione di obiettivi finanziari e commerciali, mentre in altre contingenze opera con modalità più limitate, focalizzandosi su un controllo di legalità e correttezza. La natura multiforme del dualismo, evidenziata dagli stessi autori, deriva anche dal fatto che alcuni statuti societari ampliano il raggio d'azione del consiglio di sorveglianza, includendo la scelta dei revisori o l'approvazione di operazioni straordinarie.

Rija e Tenuta²⁵ sottolineano inoltre che la presenza di due organi distinti riduce la probabilità di incorrere in interpretazioni equivoche riguardo alle responsabilità individuali: la tracciabilità delle decisioni e la collocazione chiara delle competenze agevolano l'accertamento di eventuali negligenze o abusi, contribuendo a un clima di fiducia interna ed esterna. In alcune esperienze, l'assetto dualistico viene elogiato per la sua capacità di rendere più fluida la comunicazione tra proprietari e manager, poiché la sorveglianza si fa elemento di raccordo, in grado di intercettare possibili disallineamenti e di favorire un approccio integrato alla definizione delle strategie. Tale carattere, che unisce controllo e supporto, conduce a una forma di governance maggiormente articolata, dove il consiglio di sorveglianza non rimane spettatore inerte delle scelte gestionali, ma funge da contrappeso dinamico a tutela di una stabilità aziendale fondata su regole di trasparenza e responsabilità diffuse.

1.4.3. Monistico

Il consiglio di amministrazione, in un'architettura monistica, accentra prerogative gestionali e responsabilità di controllo in un unico organo, generando un assetto operativo che valorizza rapidità di coordinamento e immediatezza di comunicazione. Secondo Rudolf²⁶, tale modello, diffuso nei contesti anglosassoni, riflette un'impostazione in cui gli amministratori detengono ampie deleghe su questioni strategiche e procedurali, ma sono altresì gravati di compiti di sorveglianza interna, senza un'ulteriore istanza esterna deputata alla vigilanza. La riforma di questo schema, osservata in diverse economie dopo

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ Rudolf 2021, *Op. cit.*

i maggiori shock finanziari, ha cercato di potenziare le dinamiche di trasparenza e indipendenza dei board member, introducendo requisiti di competenza tecnica e standard di accountability per mitigare rischi di eccessiva autoreferenzialità.

In base allo studio di Schwizer e colleghi²⁷, la compresenza di funzioni gestionali e di controllo nel medesimo organismo di vertice richiede una peculiare combinazione di professionalità e skill mix. L'assenza di un organo separato di sorveglianza impone di individuare figure indipendenti in grado di scrutinare criticamente le iniziative operative, pur rimanendo inserite nello stesso ambito decisionale. Tale condizione alimenta interrogativi sull'effettiva autonomia di giudizio, specialmente quando rilevanti azionisti esprimono la maggioranza dei componenti. Il dibattito solleva la necessità di criteri rigorosi per definire il requisito di indipendenza, verificando conflitti d'interesse e rapporti pregressi con la società, onde evitare derive di mera facciata nella selezione dei controllori interni.

In uno studio di Ricci e colleghi²⁸, emerge come il monistico possa esprimere efficienza operativa grazie alla concentrazione del processo deliberativo, ma rischi di affievolire la varietà prospettica necessaria per scorgere tempestivamente disfunzioni o pratiche opache. L'assetto unitario accresce la speditezza degli scambi informativi, riduce i passaggi intermedi e favorisce interventi reattivi su aspetti controversi di governance. Tuttavia, la legittimazione dei membri incaricati di vigilare scaturisce dallo stesso organismo che essi sono chiamati a sorvegliare, creando una potenziale commistione tra interessi di controllo e interessi di gestione. Gli autori osservano che, per ovviare a tali criticità, molti ordinamenti richiedono la presenza di amministratori dotati di competenze finanziarie o contabili, imponendo una soglia minima di indipendenti e imponendo regole di trasparenza sui processi di nomina.

Da quanto espresso da questi autori, appare plausibile ritenere che la tenuta effettiva di un monistico dipenda dalla solidità etica e dalle convenzioni operative che regolano i flussi decisionali, nonché da forme di disclosure capaci di dissuadere comportamenti opportunistici. La coesione interna, pur agevolando un'armonizzazione dei ruoli, può

²⁷ Schwizer, P., Farina, V., & Stefanelli, V. (2010). Dimension, structure and skill mix in European boards: are they converging towards a common model of corporate governance. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8(1), 87-107.

²⁸ Esposito, P., Ricci, P., & Fusco, F. (2017). Is there a mediterranean corporate governance system? Evidence from literature. In *Global and national business theories and practice: bridging the past with the future* (pp. 1393-1403). EuroMed Press.

produrre collusioni involontarie o fenomeni di cattura cognitiva, ove la prossimità relazionale mini l'autonomia critica. L'adeguatezza di questo sistema, secondo diversi contributi, va valutata anche in funzione dell'assetto proprietario: un azionariato estremamente concentrato può ostacolare la genuina dialettica interna, mentre una base più frazionata intensifica la necessità di tutele e strumenti di vigilanza specialistica. Le riflessioni presenti in letteratura convergono comunque sull'idea che il monistico, con la sua fisionomia particolarmente flessibile, resti un modello interessante quando accompagnato da procedure rafforzate di rendicontazione e da un'adeguata formazione tecnica dei consiglieri, elementi considerati fondamentali per mantenere un controllo incisivo e preservare l'equilibrio fra efficienza e sorveglianza.

1.5. Teorie manageriali consolidate nel tempo

1.5.1. Teoria dell'agenzia

Adam Smith²⁹ è forse il primo autore a sospettare la presenza del problema dell'agenzia e da allora è stato un fattore motivante per gli economisti coltivare gli aspetti della teoria dell'agenzia. Smith ha previsto nel suo lavoro *The Wealth of Nations* che se un'organizzazione è gestita da una persona o da un gruppo di persone che non sono i veri proprietari, allora c'è la possibilità che non lavorino a vantaggio dei proprietari. Berle e Means³⁰ hanno successivamente alimentato questa preoccupazione, analizzando la struttura proprietaria delle grandi aziende degli Stati Uniti e hanno ottenuto che gli agenti nominati dai proprietari controllino le grandi aziende e conducano le operazioni commerciali. Questi due autori hanno sostenuto che gli agenti potrebbero utilizzare la proprietà dell'azienda per i propri fini, il che creerà il conflitto tra i mandanti e gli agenti e porta alla separazione della proprietà dal controllo.

Il modello di agenzia è considerato come una delle teorie più antiche nella letteratura del management e dell'economia. La teoria dell'agenzia discute i problemi che emergono nelle aziende a causa della separazione tra proprietari e dirigenti e sottolinea la riduzione di questo problema. Questa teoria aiuta a implementare i vari meccanismi di governance per controllare l'azione degli agenti nelle società a partecipazione congiunta. In una

²⁹ Smith, A. (1904[1776]). *The wealth of nations* (Edited by Edwin Cannan, 1904). New York: Modern Library.

³⁰ Berle, A. A. and Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*, New York. Macmillan,

società per azioni, la proprietà è detenuta da individui o gruppi sotto forma di azioni e questi azionisti che delegano l'autorità ai manager (agenti) per gestire l'attività per loro conto, ma il problema principale è se questi gestori si comportano per i proprietari o per sé stessi³¹.

Dunque, da quanto detto sopra emerge come sebbene la teoria dell'agenzia sia molto pragmatica e popolare, soffre ancora di varie limitazioni in quanto presuppone un accordo contrattuale tra il proponente e l'agente per un periodo futuro limitato o illimitato, in cui il futuro è incerto. La teoria presume che l'appalto possa eliminare il problema dell'agenzia, ma in pratica deve affrontare molti ostacoli come l'asimmetria delle informazioni, la razionalità, la frode e il costo delle transazioni. L'interesse degli azionisti nell'azienda è solo quello di massimizzare il loro rendimento, ma il loro ruolo è limitato nell'azienda. I ruoli degli amministratori sono limitati al solo monitoraggio dei dirigenti e il loro ulteriore ruolo non è chiaramente definito. La teoria considera i manager come opportunisti e ignora la competenza dei manager³².

1.5.2. Transaction cost economic theory

La transaction cost economic theory è una metodologia utilizzata per valutare il rapporto costo-efficacia degli accordi istituzionali. Questa teoria è emersa dalla spiegazione di Coase³³ dell'origine dell'azienda e ha trovato conferma in Williamson³⁴, il quale era dell'idea che le forme organizzative esistano per economizzare sui costi di transazione. La teoria ha fatto progressi significativi attraverso i dibattiti tra gli economisti sui meriti delle offerte in franchising per il monopolio naturale. A differenza dei modelli neoclassici di prezzo e quantità, i modelli economici dei costi di transazione presumono che la maggior parte dell'azione economica risieda nell'adattamento ai cambiamenti nel tempo e sono accompagnati da metodi di ricerca che offrono opportunità di internalizzare le esternalità nelle analisi dei costi. La teoria della resilienza, d'altra parte, fornisce un quadro per l'applicazione di tecniche analitiche per anticipare gli effetti a lungo termine dei disturbi sugli ecosistemi. La resilienza è sempre più importante nella progettazione di

³¹ Bonazzi, L., & Islam, S. M. (2007). Agency theory and corporate governance: A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of modelling in management*, 2(1), 7-23.

³² Roberts, J. (2005). Agency theory, ethics and corporate governance. In *Corporate governance: Does any size fit?* (pp. 249-269). Emerald Group Publishing Limited.

³³ Coase, R. H. (1937). *The Nature of the Firm*, London: Economica.

³⁴ Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: The Free Press.

sistemi infrastrutturali, in particolare sistemi pensati per proteggere gli insediamenti umani dai disastri e dai cambiamenti climatici³⁵.

Questi metodi micro-analitici possono essere sfruttati per valutare investimenti in infrastrutture urbane alternative e le loro disposizioni istituzionali, tenendo conto della sostenibilità sia economica che ambientale. Ad esempio, se le analisi economiche dei costi di transazione dovessero includere il costo storico a lungo termine ex post dei sistemi infrastrutturali, in particolare quelli soggetti a ripetuti cicli di catastrofi e ricostruzione, i risparmi sui costi a lungo termine disponibili attraverso accordi istituzionali alternativi diventerebbero evidenti. La transaction cost economic theory è strettamente correlata alla teoria dell'agenzia in quanto il suo punto di vista principale è che le società potrebbero risparmiare sui costi svolgendo compiti all'interno dell'organizzazione invece di concentrarsi interamente sugli esterni³⁶.

Questa teoria propone che i costi e le difficoltà nelle transazioni a volte supportano la produzione interna e talvolta i mercati come struttura di governance economica o meccanismo di intervento (noto ibrido o relazionale), tra i due estremi nella struttura di governance. È principalmente la teoria della Corporate Governance che pone l'enfasi sui costi di transazione interamente che si oppone ai costi di produzione. La teoria afferma che i manager operano sotto una razionalità limitata e sono alla ricerca di interessi personali. In altre parole, si può dire che sia il top management che il direttore agiscono per l'intenzione di aumentare la propria ricchezza invece di quella degli azionisti. L'idea della forma di governance (cioè mercato vs ibrido vs gerarchia) ha l'obiettivo di ridurre i costi di transazione³⁷.

1.5.3. Dalla shareholder theory alla stakeholder theory

L'uso frequente e confuso della terminologia collegata a shareholder e stakeholder tende a generare fraintendimenti sul piano della relazione effettiva tra l'assetto proprietario di un'organizzazione e i molteplici soggetti coinvolti nella sua esistenza, poiché l'individuo o l'istituzione che detiene azioni in un'impresa, beneficiando della possibilità di trarre profitto dalla crescita del valore del titolo o dal flusso dei dividendi, rientra

³⁵ Chen, P. (2007). Complexity of transaction costs and evolution of corporate governance. *The Kyoto Economic Review*, 76(2), 139-153.

³⁶ McClelland, P. L., & O'Brien, J. P. (2011). Transaction cost economics and corporate governance: The case of CEO age and financial stake. *Managerial and Decision Economics*, 32(3), 141-158.

³⁷ *Ibidem*.

inevitabilmente tra coloro che traggono vantaggio dal successo dell'iniziativa imprenditoriale, pur avendo come priorità principale la massimizzazione del ritorno finanziario. Tuttavia, non ogni stakeholder si identifica in un azionista, poiché l'insieme delle parti interessate include attori interni e figure esterne, dal dipendente al fornitore, dal manager al creditore, dalla collettività locale all'ente che monitora le pratiche ambientali, ognuno con aspettative e timori, ognuno disposto a osservarne con attenzione le strategie, tentando di influenzarle, direttamente o indirettamente, per salvaguardare istanze non sempre riconducibili all'andamento del titolo in borsa. Sorgono quindi tensioni e dinamiche sottili, dove la dimensione economica non monopolizza le logiche decisionali, dato che la pervasività della responsabilità sociale d'impresa esige di considerare soggetti che, pur non detenendo quote, risultano cruciale contraltare e necessitano di trasparenza, sensibilità, aggiustamenti operativi e dialogo costruttivo³⁸.

Secondo Zhang³⁹, l'evoluzione delle teorie di governance si è spesso dipanata attorno alla discussione su chi, fra gli azionisti e i gruppi esterni, debba esercitare un peso preminente nell'indirizzare la strategia societaria, evidenziando in modo netto la contrapposizione tra l'approccio "shareholder-oriented", focalizzato sull'ottimizzazione esclusiva del valore per gli investitori, e la visione "stakeholder-oriented", che invece riconosce all'impresa un dovere fiduciario nei confronti di una platea più ampia di soggetti. In base a uno studio di Baumfield⁴⁰, l'asse portante del modello dello shareholder value affonda le radici nel pensiero di Milton Friedman, secondo cui la massimizzazione dei profitti per i detentori di capitale rappresenta il principale, se non l'unico, obiettivo legittimo del management, pur condizionato da vincoli legali e doveri minimi di correttezza. Secondo quanto descritto da questo autore, Friedman considera la società uno strumento nelle mani degli azionisti, i quali, in ragione della proprietà, delegano temporaneamente la gestione a dirigenti incaricati di perseguire prioritariamente il ritorno finanziario. Tale visione, pur enfatizzando l'autonomia operativa del top management, vincola i dirigenti alla tutela degli interessi proprietari, respingendo la necessità di responsabilità sociale che non coincida con l'incremento dell'utile di esercizio.

³⁸ Jackson, K. V. (2011). Towards a stakeholder-shareholder theory of corporate governance: A comparative analysis. *Hastings Bus. LJ*, 7, 309.

³⁹ Zhang, Y. (2011, October). The analysis of shareholder theory and stakeholder theory. In *2011 Fourth International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering* (pp. 90-92). IEEE.

⁴⁰ Baumfield, V. S. (2016). Stakeholder theory from a management perspective: Bridging the shareholder/stakeholder divide. *Stakeholder Divide* (September 1, 2016), 31.

Uno studio condotto da Ferrero e colleghi⁴¹ mette in luce come la logica friedmaniana, se da un lato assume la tutela del diritto di proprietà come principio cardine per la libertà economica, dall’altro incontra tensioni laddove emergano esternalità negative o costi non previsti che si ripercuotono sulla collettività. Questi autori sostengono che, se un’impresa gode di meccanismi di responsabilità limitata, finisce per privatizzare i profitti e socializzare le perdite, scivolando così in una forma di “tassazione implicita” a carico di terze parti in assenza di un loro consenso esplicito. L’incongruenza tra un regime di limitata responsabilità e la difesa assoluta dell’interesse degli azionisti getterebbe le basi per mettere in discussione la pretesa esclusività dello shareholder value e porterebbe, secondo Ferrero e colleghi, a un parziale abbraccio della prospettiva stakeholder, fondata sulla considerazione di tutti gli interessi legittimi in gioco.

In contrapposizione diretta all’impostazione friedmaniana, l’approccio dello stakeholder management, che trova una delle sue formulazioni più note negli studi di Edward Freeman⁴², postula che l’impresa esista all’interno di una rete di relazioni con attori molteplici, ognuno dei quali esercita un’influenza e vanta pretese legittime nei confronti delle scelte manageriali. In tale visione, il consiglio di amministrazione e l’alta direzione non hanno un mero obbligo di “agenzia” verso i detentori del capitale, ma piuttosto un dovere etico e operativo di integrare le aspettative dei diversi stakeholder all’interno delle scelte di politica aziendale. Freeman sostiene che la coesistenza di interessi diversi, se armonizzata con processi di negoziazione e condivisione, produca un valore collettivo maggiore e favorisca la sostenibilità competitiva di lungo termine

Un filone di letteratura, come evidenziato da alcune ricerche di Goyal⁴³, mette però in luce che l’assunzione di una prospettiva stakeholder non risulta sempre univocamente definita, poiché i confini del concetto di “stakeholder” appaiono talvolta nebulosi, spaziando da un’accezione ristretta (ovvero coloro che contribuiscono in modo critico alla sopravvivenza del business) a una più ampia (comprendente qualsiasi portatore di interessi, anche potenziali). Da questa elasticità definitoria discendono sfide nel determinare chi abbia, in concreto, uno status privilegiato di interlocutore strategico e fino a che punto i manager debbano ritenersi responsabili di conciliare richieste eterogenee tra

⁴¹ Ferrero, I., Michael Hoffman, W., & McNulty, R. E. (2014). Must Milton Friedman embrace stakeholder theory?. *Business and Society Review*, 119(1), 37-59.

⁴² Freeman, E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman.

⁴³ Goyal, L. (2022). Stakeholder theory: Revisiting the origins. *Journal of Public Affairs*, 22(3), e2559.

loro.

Secondo Donaldson e Preston⁴⁴, è necessario scindere almeno tre dimensioni della stakeholder theory: la componente descrittiva, che illustra come le imprese effettivamente si relazionano ai propri stakeholder; la componente strumentale, che correla le buone prassi di stakeholder management a performance superiori; e la componente normativa, che pone l'accento sull'obbligo morale di considerare gli interessi di ogni parte coinvolta. Inoltre, in base a uno studio di Goodpaster⁴⁵, tale impostazione introduce il rischio di un “paradosso del dovere fiduciario”, poiché, da un lato, il management risulta vincolato a massimizzare la ricchezza degli azionisti, dall'altro emergono principi morali che suggeriscono di estendere la cura gestionale anche ad altri portatori di interessi, e ciò potrebbe generare conflitti e dupli fedeltà di non facile risoluzione pratica.

Uno studio condotto da Hendry⁴⁶ affronta la questione riflettendo sulla natura dei contratti che legano l'impresa ai suoi stakeholder, sottolineando come alcuni rapporti siano retti essenzialmente da premesse economiche, mentre altri possano assumere una valenza più sociale o fiduciaria. Ciò rispecchierebbe la necessità di riconoscere un profilo multifronte alle relazioni dell'impresa, evidenziando che l'adozione di logiche esclusive di profitto possa risultare riduttiva quando si considerano obblighi e attese di rilevanza etica o reputazionale. Parallelamente, Jones e Wicks⁴⁷ hanno tentato di armonizzare la dimensione normativa con quella strumentale, introducendo una teoria “convergente” che mira a dimostrare come la gestione etica degli stakeholder possa condurre a vantaggi competitivi solidi. Nello stesso solco, studi come quelli di Freeman, Wicks e Parmar hanno cercato di superare la separazione tra business ed etica, sostenendo la cosiddetta “Separation Thesis” come un artificio da superare attraverso l'integrazione dei principi etici nelle scelte manageriali.

Nella prospettiva di una governance più inclusiva, alcune ricerche recenti, citate da Goyal⁴⁸, insistono sul ruolo delle pratiche di engagement per valorizzare le istanze di vari soggetti, integrando metriche di sostenibilità e considerazioni sociali nella valutazione

⁴⁴ Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.

⁴⁵ Goodpaster, K. E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business ethics quarterly*, 53-73.

⁴⁶ Hendry, J. (2001). Economic contracts versus social relationships as a foundation for normative stakeholder theory. *Business Ethics: A European Review*, 10(3), 223-232.

⁴⁷ Jones, T. M., & Wicks, N. C. (2018). Convergent stakeholder theory. In *Business Ethics and Strategy, Volumes I and II* (pp. 361-376). Routledge.

⁴⁸ Goyal 2022, *Op. cit.*

strategica. Appare dunque evidente una tensione irrisolta fra chi reputa la stakeholder theory imprescindibile per prevenire danni reputazionali, tensioni sociali e squilibri a lungo termine, e chi, al contrario, continua a ritenere centrale il principio friedmaniano secondo cui la responsabilità fondamentale rimane la massimizzazione del valore per l'azionista, pur con il rispetto di norme e di standard etici essenziali.

In sintesi, la transizione dalla shareholder theory alla stakeholder theory rivela un quadro evolutivo in cui il progressivo riconoscimento del ruolo di molteplici portatori di interessi sfida la concezione proprietaria classica. Se, secondo Friedman, la dimensione sociale dell'impresa poteva essere adeguatamente tutelata dal mercato e dalle regole di base del contesto competitivo, gli sviluppi normativi e le evidenze empiriche sembrano attribuire alle imprese un raggio di responsabilità più esteso, coerente con la visione proposta da Freeman e successivamente elaborata da numerosi studiosi. Da tale prospettiva, la dialettica continua tra gli obiettivi di redditività e le esigenze di stakeholder molteplici mantiene intatta la sua centralità, apendo spazi sia per un rafforzamento della cultura aziendale sensibile a tali esigenze sia per la ricerca di nuovi quadri teorici in cui regolare e bilanciare, in modo più sistematico, i conflitti di interessi all'interno della governance contemporanea.

1.5.4. Behavioural perspective on governance

Secondo Hoeppner e Kirchner⁴⁹, emergono tensioni rilevanti nel quadro delle deleghe decisionali, poiché un'analisi puramente contrattuale non cattura i meccanismi psicologici che inducono gli attori a deviare dalla massimizzazione dell'utilità in modo strettamente razionale. Questi autori mettono in luce come i metodi di monitoraggio e controllo ex post, tipici del modello tradizionale di governance, presentino disfunzionalità comportamentali legate a tendenze retrospettive e interessi opportunistici difficilmente superabili tramite un mero inasprimento dei controlli. Tale visione contrasta con la prospettiva incentivante ex ante, fondata su contratti capaci di allineare, in misura non soltanto simbolica, gli obiettivi del management a quelli degli investitori, sebbene anch'essa sconti possibili difetti di disegno dei meccanismi premiali. Dunque, la chiave interpretativa offerta dal paradigma comportamentale suggerisce di rimodulare la

⁴⁹ Hoeppner, S., & Kirchner, C. (2016). Ex ante versus ex post governance: a behavioral perspective. *Review of Law & Economics*, 12(2), 227-259.

ripartizione dei poteri decisionali, riservando maggiore flessibilità agli interventi individuali sulle strategie di monitoraggio, ma al contempo invocando un ancoraggio pubblicistico più marcato per la costruzione di schemi retributivi in grado di tener conto della razionalità limitata del board e dei manager. In base a una riflessione più ampia, emerge come un ripensamento dell'assetto normativo possa implicare un trasferimento delle competenze regolatorie dalle istituzioni pubbliche alle pratiche privatistiche, nella speranza di introdurre una maggiore flessibilità nella progettazione dei meccanismi di controllo, contrastando in parte le distorsioni dovute all'eccessivo formalismo.

Uno studio condotto da van Ees e colleghi⁵⁰ sottolinea, in modo complementare, che la prospettiva comportamentale valorizza la natura problem-solving delle funzioni di governo societario, privilegiando non soltanto il contenimento dei conflitti di interesse, ma anche la cooperazione e la produzione di conoscenza. Invece di ridursi a un congegno per arginare l'opportunismo manageriale tramite contratti e incentivi, la governance potrebbe essere letta come un insieme di processi decisionali nel quale routine, ricerca problematica e forme di bargained order orientano le attività del consiglio di amministrazione. Così, la boardroom assume contorni di laboratorio decisionale, dove i consiglieri, in una logica di compromesso e ricerca congiunta di soluzioni, affrontano la complessità e l'incertezza del contesto organizzativo facendo leva su interazioni collaborative. Da questa prospettiva, la dialettica non ruota esclusivamente attorno alla massimizzazione di interessi azionari, ma considera la necessità di coordinare diverse coalizioni di stakeholder che condividono, almeno in parte, ambizioni, competenze e informazioni.

In base a uno studio di Westphal e Zajac⁵¹, la dimensione comportamentale si amplia ulteriormente mediante l'analisi di meccanismi di influenza sociale e reciprocità che spesso guidano i rapporti tra i leader aziendali e i vari interlocutori, interni o esterni all'impresa. L'uso strategico dell'adulazione, la ricerca di conferme d'opinione e la costruzione di reti di supporto personale costituiscono esempi di come la governance sia attraversata da dinamiche relazionali che plasmano la formazione di coalizioni e la definizione di pratiche di controllo. Tali processi, essendo radicati sia nella situazione

⁵⁰ Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 17(3), 307-319.

⁵¹ Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency. *Academy of Management Annals*, 7(1), 607-661.

sociale in cui si trovano i decisi sia nelle strutture cognitive e identitarie costruite attraverso l'esperienza, influiscono sulle decisioni collegiali e sulla percezione della legittimità manageriale, producendo effetti che possono attenuare o rafforzare le pressioni di conformità verso l'azionista. Da ciò scaturisce un modello di governance che non si accontenta di prevedere regole e incentivi, ma considera la costante negoziazione degli attori orientati da cognizioni, norme sociali e reti di scambi reciproci. Ne deriva un quadro in cui l'elemento chiave è la comprensione della interdipendenza tra agenti e contesto: la governance evolve in virtù di stimoli, feedback e interazioni che influenzano la percezione del rischio, la disponibilità a cooperare e la configurazione delle politiche societarie. I contributi citati aprono dunque la strada a un paradigma di ricerca focalizzato sull'osservazione puntuale dei comportamenti, sulla rilevazione dei nessi tra relazioni sociali e decisioni strategiche e sulla combinazione di istanze di vigilanza con meccanismi di co-creazione di valore.

1.6. Consiglio di amministrazione e composizione del board

Pfeffer⁵² sottolinea come il consiglio di amministrazione rappresenti un dispositivo che l'impresa utilizza per adattarsi alle pressioni esterne e ridurre l'incertezza ambientale. In base all'idea di cooptazione, l'organizzazione inserisce nel board individui legati a risorse strategiche, come banche, settori finanziari o settori tecnologici, al fine di creare legami strutturali e ottenere sostegno o stabilizzare relazioni fondamentali. Il consiglio, in questa prospettiva, non si limita dunque a essere un organo di vigilanza interna, ma funge da strumento relazionale: mette in contatto l'impresa con soggetti capaci di fornire risorse chiave e, contemporaneamente, consente di presidiare aree potenzialmente ostili. Per Pfeffer, dimensione e composizione del board riflettono la necessità di integrare portatori di interessi cruciali o di neutralizzare minacce competitive e istituzionali, rafforzando la sopravvivenza aziendale e migliorando i rapporti con stakeholder significativi.

Baysinger e Butler⁵³ evidenziano invece la centralità del consiglio in termini di controllo e di allineamento tra manager e azionisti, in particolare quando si discute di variazioni nella composizione, come l'incremento di esterni o la sostituzione di insider. Essi

⁵² Pfeffer, J. (2019). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. In *Corporate governance* (pp. 53-64). Gower.

⁵³ Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (2019). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. In *Corporate Governance* (pp. 215-238). Gower.

sottolineano che l'indipendenza può talvolta promuovere una sorveglianza più rigorosa, poiché gli amministratori non direttamente collegati al top management appaiono meno soggetti a pressioni interne. Tuttavia, gli autori notano anche che non esiste un'unica soluzione ottimale in cui un maggior numero di amministratori indipendenti comporti sempre un miglioramento lineare delle performance. Piuttosto, la forza del consiglio è condizionata dalla presenza di altri meccanismi di governance (come il mercato del controllo societario o la struttura proprietaria) e da caratteristiche dell'impresa, quali la complessità operativa e il settore di appartenenza. Le loro analisi mostrano come la spinta evolutiva degli anni Settanta e Ottanta verso board con più componenti esterni sia associata a risultati talvolta modesti, e che spesso ci sia un livello ottimale di equilibrio tra insider ed esterni, superato il quale i rendimenti marginali tendono a decrescere. In sostanza, l'idea è che la relazione tra composizione del board e performance segua andamenti non semplici da prevedere e che un consiglio ben funzionante debba porsi come esito di un processo di adattamento al contesto.

Adams e colleghi⁵⁴ propongono di considerare la composizione del consiglio come esito endogeno di scelte interdipendenti, a loro volta influenzate da fattori organizzativi e di mercato. Se da un lato la teoria può suggerire che più indipendenti e maggiore diversità conducano a un controllo più severo e a un orientamento etico più marcato, dall'altro questi studiosi segnalano come, in realtà, la composizione del board si conformi ai bisogni dell'impresa, ai rapporti di potere tra dirigenti e azionisti e a logiche di riduzione dell'incertezza. Pertanto, una configurazione orientata all'indipendenza può risultare ottimale in certi contesti e meno efficace in altri. A complicare la questione interviene la dimensione della coerenza strategica: le imprese scelgono un certo disegno di governance perché può essere funzionale a obiettivi specifici, come la crescita, la difesa da scalate ostili o la ricerca di legittimità presso gli investitori istituzionali. Gli autori insistono su come la relazione tra caratteristiche del consiglio e performance non sia isolabile senza considerare il fatto che i consigli vengono plasmati dalle stesse dinamiche manageriali che dovrebbero controllare. In questo senso, la letteratura su board e governance vive di un paradosso: occorre studiare il consiglio come meccanismo di vigilanza, ma esso si determina attraverso decisioni nelle quali il management esercita un ruolo centrale. Ciò

⁵⁴ Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.

conduce alla nozione di “second best”: le strutture e le pratiche di governance osservate, compresa la composizione del board, potrebbero non essere le migliori in termini astratti, ma rappresentano soluzioni di compromesso date le condizioni contingenti.

García-Sánchez e colleghi⁵⁵ si concentrano, invece, sulla connessione tra consiglio e attività di natura etica, in particolare la stesura e l’implementazione dei codici etici. Essi mostrano che un board con una quota elevata di indipendenti e una maggiore varietà di competenze e background (inclusa la presenza di donne) tende a promuovere la definizione di codici di condotta più completi e, in alcuni casi, più severi. Tale orientamento deriva dall’interazione di molteplici fattori: la sensibilità reputazionale, l’importanza di soddisfare le pressioni di investitori e autorità di vigilanza, la volontà di gestire in modo proattivo i rapporti con i portatori di interesse. Inoltre, i ricercatori evidenziano come il contesto di governance (per esempio, il sistema anglosassone caratterizzato da azionariato diffuso rispetto a quelli continentali o latini con azionisti di maggioranza più influenti) moderi l’efficacia del board nel definire comportamenti etici. In contesti in cui prevale l’orientamento al mercato dei capitali, la presenza di indipendenti assume un ruolo ancor più cruciale perché favorisce la trasparenza e offre maggiore garanzia circa la protezione degli investitori. Nei sistemi con azionisti di riferimento, l’apporto dei consiglieri indipendenti nell’elaborazione di codici etici può rivelarsi meno incisivo, in quanto i poteri di decisione spesso restano concentrati nelle mani di un blocco proprietario o del management.

Nel complesso, questi contributi mostrano come il consiglio di amministrazione si collochi in un complesso equilibrio tra meccanismi di vigilanza e risposte alle esigenze ambientali, e che la sua composizione, intesa come numero, indipendenza e diversità, incida sull’adozione di pratiche etiche. Pfeffer pone l’accento sulla dimensione di interdipendenza e cooptazione. Baysinger e Butler segnalano che l’aumento di indipendenti e l’evoluzione nel board possono influenzare la performance, benché non in modo lineare e univoco. Adams e colleghi pongono l’attenzione sul carattere endogeno del consiglio, disegnato in maniera funzionale alle dinamiche interne ed esterne. Infine, García-Sánchez e colleghi evidenziano il legame fra queste caratteristiche e la predisposizione a introdurre codici etici, ricordando come l’efficacia della supervisione

⁵⁵ García-Sánchez, I. M., Rodríguez-Domínguez, L., & Frías-Aceituno, J. V. (2015). Board of directors and ethics codes in different corporate governance systems. *Journal of Business Ethics*, 131, 681-698.

morale dipenda pure dal contesto legale e culturale.

Pertanto, all'interno della corporate governance, il consiglio di amministrazione si rivela cruciale: esso non soltanto esercita (o dovrebbe esercitare) un ruolo di verifica e monitoraggio delle strategie proposte dal top management, ma assume anche la funzione di strumento di raccordo con l'ambiente. Sulla base delle teorie e evidenze discusse, appare chiaro che l'ottimizzazione della composizione consiliare non si riduce a un semplice conteggio di esterni o insiders; al contrario, occorre valutare le specifiche caratteristiche di ogni impresa, la natura del proprio sistema di governance e le finalità strategiche ed etiche perseguitate. Un board equilibrato, indipendente e diversificato può sostenere con più forza sia il processo decisionale etico sia la fiducia degli stakeholder, generando potenziali benefici reputazionali e, indirettamente, vantaggi competitivi. Tuttavia, se un'impresa si discosta troppo dal profilo ritenuto congruente con le sue esigenze ambientali e organizzative, i costi di un eccesso o di una carenza di indipendenza e diversità potrebbero tradursi in inefficienze e peggioramento delle performance. Siffattamente, il consiglio di amministrazione diventa un fattore cardine nel definire la traiettoria etica e strategica dell'impresa e nel conciliare le aspettative di controllo, responsabilità e adattamento alle richieste di un contesto globale in continua trasformazione.

Capitolo 2

I principali modelli di governance nazionali

2.1. Modello anglosassone

Secondo Ahmad e Omar⁵⁶ emerge come l'assetto anglosassone sia stato influenzato, in maniera determinante, dalla separazione tra proprietà e controllo, fenomeno che ha spostato l'attenzione verso il conflitto di interessi tra azionisti e management. Tale conflitto si basa sulla necessità di tutelare gli investitori esterni, i quali forniscono il capitale ma non sono direttamente coinvolti nella gestione, e sul rischio che i dirigenti possano non allineare le proprie decisioni al fine primario di massimizzare il valore per gli azionisti. Le imprese aderenti a questo modello mostrano una struttura caratterizzata da ampio frazionamento della proprietà e, al contempo, dal principio secondo cui il consiglio di amministrazione risponde prevalentemente ai portatori del capitale di rischio. Il consiglio è in genere di tipo unitario, con una prevalenza di amministratori indipendenti incaricati della supervisione, e tende a evitare sovrapposizioni di ruoli tra presidente e amministratore delegato, benché in alcuni contesti statunitensi la dualità di tali funzioni sia accettata se considerata strategica. Questi autori mettono in luce anche il ruolo dei mercati azionari, che esercitano pressioni costanti sulle scelte gestionali per incrementare il rendimento delle azioni; ciò rende centrale l'idea di short-termism, poiché i manager possono sentirsi obbligati a privilegiare obiettivi di breve periodo in risposta alle valutazioni del mercato.

Uno studio condotto da Cernat⁵⁷ sottolinea che, nel panorama europeo, l'impianto anglosassone si distingue per l'ampio ricorso al mercato dei capitali come canale di finanziamento principale e per la presenza di un mercato del controllo societario particolarmente sviluppato, in cui le scalate ostili fungono da strumento correttivo nei confronti di gestioni poco efficienti. Diversamente dai sistemi in cui le banche e gli azionisti di maggioranza esercitano un controllo più ravvicinato, nel contesto anglosassone gli investitori, prevalentemente istituzionali e diffusi, utilizzano l'andamento del titolo in Borsa come indicatore di performance manageriale. Cernat

⁵⁶ Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: A systematic review. *International Journal of Law and Management*, 58(1), 73-107.

⁵⁷ Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?. *Journal of European public policy*, 11(1), 147-166.

ritiene che la disciplinarietà del mercato trovi la propria legittimazione nella possibilità, da parte degli azionisti, di uscire rapidamente dall'investimento qualora non siano soddisfatti dei risultati, ponendo una pressione costante su chi governa l'impresa. La polverizzazione dell'azionariato ha incoraggiato un orientamento incentrato sul valore azionario, con conseguenze importanti sul piano della trasparenza, che nelle realtà anglosassoni assume tratti peculiari in virtù di una regolamentazione stringente sui bilanci e sulle informazioni societarie. Secondo alcuni commentatori citati da Cernat, la dinamicità tipica del contesto statunitense e di quello britannico sarebbe anche uno degli elementi che facilitano l'eventuale processo di convergenza verso pratiche orientate alla massimizzazione del rendimento azionario, benché ciò possa sollevare quesiti sulla sostenibilità di approcci eccessivamente focalizzati sull'interesse di breve termine.

Uno studio pubblicato da Edwards⁵⁸ osserva che l'organizzazione del lavoro e le relazioni industriali, nello scenario anglosassone, si sviluppano in parallelo con l'attenzione prioritaria rivolta agli azionisti. Malgrado la regolamentazione del lavoro non sia del tutto assente, il confronto tra dirigenza e maestranze tende a essere meno istituzionalizzato che in altri modelli, e spesso il turnover elevato del capitale di rischio rafforza l'idea che la governance si concentri sulle aspettative dei mercati. Viene evidenziato come l'impresa cerchi di acquisire flessibilità ricorrendo a misure di ristrutturazione, fusioni e acquisizioni, in modo da riconfigurare rapidamente la propria struttura in risposta a mutate condizioni di mercato. Il modello descritto da Edwards suggerisce che i rapporti sindacali, seppure presenti, non dispongono quasi mai di poteri assimilabili a quelli di altri contesti, e ciò permette una margine di manovra gestionale più ampio in termini di riallocazione delle risorse o di revisione dei processi organizzativi. La prospettiva di Edwards, riferendosi nello specifico a imprese multinazionali con base anglosassone, mette in risalto come la competitività globale sia una leva che spinge queste aziende a rivedere costantemente le proprie dinamiche di governance, in modo da soddisfare le aspettative degli investitori e, contemporaneamente, preservare un assetto in cui la direzione può muoversi con relativa autonomia decisionale.

Secondo Mueller⁵⁹, il baricentro del modello anglosassone ruota attorno al concetto di

⁵⁸ Edwards, T. (2004). Corporate governance, industrial relations and trends in company-level restructuring in Europe: convergence towards the Anglo-American model?. *Industrial Relations Journal*, 35(6), 518-535.

⁵⁹ Mueller, D. C. (2006). The Anglo-Saxon approach to corporate governance and its applicability to emerging markets. *Corporate governance: an international review*, 14(4), 207-219.

corporate governance che limita i rischi di cattivo uso delle risorse da parte dei dirigenti, proprio grazie alla minuziosa tutela degli azionisti minoritari. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, i dispositivi normativi e giudiziari volti alla difesa dei piccoli investitori svolgono una funzione cruciale nel mantenere elevata la fiducia nel mercato e ridurre i costi di agenzia collegati alla separazione fra proprietà e controllo. Mueller sottolinea che l'impresa anglosassone storicamente si è sviluppata in un ambiente giuridico definito dalla common law, il quale offrirebbe maggiori garanzie per i soggetti che comprano titoli, rispetto alle forme di civil law. Tale differenza si traduce, a suo avviso, in mercati azionari più grandi e liquidi, nei quali le imprese ricorrono al capitale di rischio con maggiore facilità e dove i manager, pur avendo un'autonomia decisionale, vengono costantemente monitorati dalla possibilità di fluttuazioni negative del titolo e da interventi degli investitori istituzionali. Questa costante sorveglianza riduce l'opportunità di pratiche estranee all'obiettivo di accrescere il valore del titolo e, in parallelo, incrementa la trasparenza sulle operazioni societarie, anche attraverso obblighi di disclosure particolarmente severi. Mueller mette in luce come il dinamismo dei mercati anglosassoni abbia attirato imprese di altre nazioni, interessate a beneficiare di meccanismi di vigilanza maggiormente orientati alla protezione dell'azionista e a una rapida raccolta di fondi sul mercato. Da un punto di vista strettamente teorico, la logica del principal-agent è qui enfatizzata: i conflitti tra direzione e azionisti vengono mitigati mediante l'uso di opportune forme di incentivazione manageriale e la presenza di un consiglio di amministrazione unitario che includa personalità indipendenti, capaci di influenzare le decisioni e di garantire maggiore imparzialità. Il modello risulterebbe capace di attrarre capitali in quanto offre la percezione di un clima di fiducia per gli investimenti, pur suscitando talvolta interrogativi sulle possibili ricadute di scelte manageriali concentrate su rendimenti di breve raggio temporale.

In base a uno studio di Pande e Ansari⁶⁰, la dimensione teorica del modello anglosassone è storicamente radicata nell'idea che il consiglio di amministrazione agisca come meccanismo di supervisione a tutela degli azionisti, i quali sono considerati i principali portatori di rischio. Nella prospettiva illustrata, la teoria dell'agenzia costituisce il fondamento concettuale che spiega la centralità del valore azionario come misura di

⁶⁰ Pande, S., & Ansari, V. A. (2014). A theoretical framework for corporate governance. *Indian Journal of Corporate Governance*, 7(1), 56-72.

efficienza, nonché l'uso frequente di strumenti come stock option e bonus variabili per allineare gli interessi della direzione con quelli dei proprietari dei titoli. Pande e Ansari evidenziano che il sistema di governance statunitense e britannico, facendo leva su standard contabili rigorosi e su un compliance framework piuttosto articolato, mira a prevenire usi opportunistici del patrimonio societario. Simili pratiche si riflettono in codici di autodisciplina e principi di best practice, dai quali emergerebbe la volontà di responsabilizzare i vertici aziendali con controlli esterni e obblighi informativi verso gli investitori. Nella riflessione di questi autori, si può osservare che l'intero impianto mira a esaltare l'efficienza dei mercati, la tutela della minoranza azionaria e la trasparenza nelle dinamiche di governance, ma implica che buona parte delle strategie e delle decisioni operative siano soggette a giudizi rapidi da parte degli operatori finanziari. Tale tensione potrebbe favorire un approccio improntato alla massimizzazione immediata del valore del titolo, benché una prospettiva più lungimirante suggerisca di integrare i criteri di profitto con valutazioni circa la solidità di lungo periodo.

Uno degli snodi critici, secondo Pande e Ansari, consiste proprio nell'equilibrio tra interessi degli investitori e delle altre parti coinvolte, perché, da un lato, il modello anglosassone ha generato un'elevata competitività e un'efficace allocazione delle risorse, dall'altro ha suscitato perplessità in merito alla possibile sottovalutazione di aspetti quali la stabilità occupazionale o il benessere collettivo. Alcune società, negli ultimi anni, hanno tentato di bilanciare la ricerca dei profitti per gli azionisti e una gestione più inclusiva, sebbene l'assetto anglosassone resti intrinsecamente focalizzato su variabili finanziarie e metriche di performance collegate al mercato dei capitali. Al tempo stesso, come rilevano gli stessi autori, le influenze del modello anglosassone sono rintracciabili in numerose riforme di governance in contesti giuridici e culturali differenti, dove si è tentato di importare strumenti di disclosure e meccanismi di board supervision. La loro efficacia, tuttavia, dipende dalla capacità di adattare i presidi tipici di una visione orientata agli azionisti alle strutture di potere e ai rapporti contrattuali già consolidati in altri sistemi.

2.2. Modello europeo

Secondo Meier e Meier⁶¹ emerge che, nell'analizzare la configurazione europea, è

⁶¹ Meier, H. H., & Meier, N. C. (2014). Corporate governance: An examination of US and European

indispensabile considerare come le società del Vecchio Continente abbiano intrapreso un percorso di regolamentazione differenziato rispetto all'assetto statunitense, soprattutto in merito ai rapporti tra assemblea dei soci, consiglio di amministrazione e meccanismi di vigilanza. Questi autori individuano la presenza di strutture di governance che, in alcune giurisdizioni europee, riflettono un approccio dualistico, grazie alla distinzione tra un consiglio di sorveglianza e un consiglio di gestione. Tale bipartizione consente di disgiungere le funzioni di controllo strategico da quelle operative, generando un equilibrio che in molti casi facilita l'inclusione di rappresentanti degli stakeholder diversi dagli azionisti puri. In base a quanto esposto, sussiste un'attenzione sostanziale per le procedure di trasparenza, giacché la normativa europea, secondo Meier e Meier, appare incline a considerare l'integrità delle informazioni societarie un prerequisito essenziale. Nelle realtà tedesca e olandese, per esempio, la facoltà attribuita ai lavoratori o alle banche di influenzare, a vari livelli, le decisioni del consiglio costituisce un segnale di interdipendenza che differenzia la mentalità europea, più legata a un modello collettivo. Meier e Meier mostrano anche che le evoluzioni normative post-scandali finanziari hanno cercato di uniformare alcuni principi base, come la separazione tra funzioni di verifica interna e responsabilità gestionali, ma l'Europa conserva una maggiore varietà di soluzioni rispetto alla standardizzazione statunitense di ispirazione Sarbanes-Oxley. Il modello europeo contempla una pluralità di attori, tra cui spesso le istituzioni creditizie, che nelle economie continentali rivestono un ruolo più incisivo. Secondo Meier e Meier, l'attitudine a consolidare la tutela degli azionisti di minoranza convive con la necessità di non pregiudicare la rappresentanza di altri gruppi aventi interessi significativi nell'impresa. Da un punto di vista sistematico, la combinazione di dimensione nazionale e aspirazione a regole comuni dell'Unione Europea fa sì che le disposizioni locali possano integrare, piuttosto che scontrarsi con, linee guida europee sulla governance. Nello scenario descritto, viene sottolineato che la coesistenza di diversi quadri legislativi non preclude la possibilità di un mercato dei capitali solido, poiché la flessibilità di soluzioni nazionali può talvolta attirare imprese e investitori desiderosi di sfruttare i vantaggi di un contesto multi-giurisdizionale. Da quanto illustrato, affiora l'idea di un tessuto variegato, nel quale i codici di autodisciplina, le norme di listing, la presenza di consigli di sorveglianza e la partecipazione di più soggetti alla governance formano un impianto

models. *Corporate Ownership & Control*, 11(2), 347-351.

europeo di natura complessa, distinto da quello americano e volto a valorizzare il pluralismo decisionale.

Secondo Ahmad e Omar⁶², l'architettura del modello continentale si fonda su un'impostazione teorica di natura stakeholder, in contrapposizione all'approccio anglosassone che predilige la centralità assoluta dell'azionista. Questi autori sottolineano che la prospettiva europea, definita spesso “Continental European Model”, pone l'accento su un insieme di soggetti, banche, dipendenti, fornitori, collettività locale, i cui interessi, perlomeno in linea di principio, influenzano le dinamiche di consiglio di amministrazione. Viene evidenziato che tale configurazione appare prevalentemente correlata a mercati finanziari meno “estesi” rispetto agli omologhi anglosassoni, con un fabbisogno maggiore di finanziamenti bancari e una concentrazione della proprietà meno dispersa. In un contesto del genere, le istituzioni creditizie e le partecipazioni azionarie incrociate forniscono un ancoraggio stabile al management, riducendo l'attivismo degli investitori esterni. Ahmad e Omar mostrano che la dialettica tra proprietà e controllo assume declinazioni più composite, in quanto la banca finanziatrice o un gruppo di azionisti stabili possono sostenere progetti di lungo respiro, perseguitando logiche di crescita sostenuta invece che focalizzarsi esclusivamente sulla redditività immediata.

In base a una rassegna di letteratura richiamata da questi autori, la “variante europea” trova la sua legittimità in una storia legislativa e culturale che ha promosso codici civili e commerciali a tutela di molteplici categorie, non soltanto degli investitori istituzionali. Da ciò deriva che il consiglio di amministrazione, nella maggior parte dei Paesi continentali, possa implementare strategie che bilanciano profili di rischio, responsabilità sociale d'impresa e attenzione alla stabilità occupazionale. Ahmad e Omar specificano che, malgrado la crescente influenza dei mercati globalizzati, vari tentativi di riforma nei contesti francese, tedesco, italiano o spagnolo si sono ispirati soltanto parzialmente alle prassi anglosassoni, mantenendo architetture duali e poteri di intervento per i lavoratori. Viene sottolineato come i discorsi sulla convergenza si scontrano spesso con la resistenza di reti politiche e istituzionali radicate, che continuano a sostenere un modello di governance meno focalizzato sulla massimizzazione immediata del valore azionario. In Europa, gli scandali finanziari hanno innescato un percorso di armonizzazione legislativa, ma senza intaccare l'idea che la società commerciale possa essere governata secondo una

⁶² Ahmad & Omar 2016, *Op. cit.*

visione multi-stakeholder. Questi autori concludono che la tensione tra pressioni degli investitori globali e volontà di non sacrificare la dimensione collettiva del governo societario caratterizza la peculiare direzione evolutiva europea.

Uno studio di Cicon e colleghi⁶³, dedicato alle linee guida elaborate da vari organismi nazionali, mette in luce come i codici di governance europei adottino il cosiddetto approccio “comply or explain”, dove le imprese hanno la facoltà di discostarsi dai precetti codificati a condizione di motivarne le ragioni. Questi autori sostengono che tale forma di regolamentazione morbida rappresenti una specificità del continente, finalizzata a conciliare principi comuni con la duttilità necessaria in differenti ordinamenti nazionali, con la ratio di tali codici va individuata nella volontà di favorire un allineamento graduale verso buone pratiche, senza compromettere l'autonomia delle aziende. Le ricerche di Cicon e colleghi sottolineano che, confrontando i documenti emanati dalle autorità di Borsa, dalle associazioni imprenditoriali o da organi governativi, emergono alcune differenze: laddove i governi hanno una presenza più incisiva, si riscontra un'enfasi maggiore su trasparenza e disclosure contabile, mentre le linee guida emanate dalle associazioni di categoria pongono l'accento su una strutturazione interna del consiglio più orientata a equilibrare i ruoli. Il modello europeo, secondo questi autori, non appare appiattito su un'unica tendenza, bensì rivela un insieme di cluster normativi: a volte si assiste a un avvicinamento agli standard del Regno Unito, considerati un riferimento evoluto in materia di accountability, mentre altrove prevalgono retaggi di partecipazione e codesign tipici di economie tedesche o scandinave.

Cicon e colleghi ritengono che la varietà degli emittenti di tali codici (governi, Borse, associazioni industriali, o coalizioni miste) incida sui temi privilegiati nei documenti. In particolare, secondo un'analisi semantica, la questione della disclosure finanziaria, l'organizzazione del board e la remunerazione degli esponenti di vertice ricorrono con frequenze diverse a seconda che il codice sia promulgato, ad esempio, dal regolatore pubblico piuttosto che dalla Borsa valori. Le proposte governative talvolta presentano prescrizioni più esaustive, mentre i codici di Borsa tendono a raccomandazioni interpretate quali condizioni per l'ammissione alla quotazione. Inoltre, questi autori indicano che la tendenza verso l'armonizzazione non procede in maniera uniforme: se, da

⁶³ Cicon, J. E., Ferris, S. P., Kammel, A. J., & Noronha, G. (2012). European corporate governance: a thematic analysis of national codes of governance. *European financial management*, 18(4), 620-648.

un lato, l'attenzione alla trasparenza contabile sembra crescere in tutti i Paesi, dall'altro rimangono divari in relazione alla tutela dei lavoratori o agli spazi riservati alle banche nei consigli. Nello scenario complessivo, emerge dunque un panorama europeo che non punta a cancellare le differenze nazionali, preferendo una convergenza selettiva su alcuni aspetti chiave, entro una cornice giuridica che valorizza la discrezionalità locale.

Uno studio di Jeffers⁶⁴ pone la questione se il modello di governance europeo, caratterizzato da una forte presenza di attori tradizionalmente radicati (banche, famiglie imprenditoriali, Stato), stia subendo una trasformazione sotto l'impulso degli investitori istituzionali, in prevalenza nordamericani. Jeffers rimarca che la crescita dei fondi pensione statunitensi, a partire dagli anni Ottanta, ha influenzato l'azionariato di numerose grandi imprese del continente, favorendo una transizione parziale verso logiche di mercato più orientate alla performance azionaria. Secondo questo autore, l'interrogativo cruciale verte sulla possibilità che questo afflusso di capitali inneschi un progressivo allineamento allo schema anglosassone. Inoltre, Jeffers discute come, in varie nazioni, i legislatori abbiano incentivato l'apertura dei mercati azionari e indebolito le partecipazioni incrociate e, in alcune circostanze, constata che ciò ha effettivamente incrementato la dispersione del capitale, riducendo la stabilità di blocchi familiari o bancari.

Da un altro punto di vista, Jeffers evidenzia che permangono specificità profonde, giacché in diverse giurisdizioni le modifiche non hanno scardinato la matrice collaborativa fra stakeholder. Le normative, ad esempio in Francia, continuano a riconoscere al management una certa libertà progettuale che prescinde dalla pura massimizzazione del prezzo del titolo. Questo autore mostra che sebbene la presenza di investitori stranieri abbia innalzato il livello di attenzione sui profili di redditività, la struttura complessiva del controllo societario europeo rimane ancorata a meccanismi di rappresentanza interna, a regole di codeterminazione e a un rapporto di lunga durata con il sistema bancario, con tale circostanza che modera la prospettiva di un'imminente omologazione all'approccio anglosassone. Jeffers ribadisce che, in contesti come quello francese, l'intreccio tra privatizzazioni e investitori d'oltreoceano non ha tuttavia annullato l'intervento statale né la tendenza a difendere interessi nazionali in società strategiche. Il risultato, nella lettura

⁶⁴ Jeffers, E. (2005). Corporate governance: Toward converging models?. *Global Finance Journal*, 16(2), 221-232.

di questo autore, è un modello europeo in cui la pressione a rendere conto agli azionisti e la presenza di grandi investitori internazionali convivono con retaggi di governance in cui la proprietà e il controllo restano legati a gruppi consolidati, e le rivendicazioni dei dipendenti trovano ancora alcune tutele legali.

In base a uno studio di Rébérioux⁶⁵, un tratto peculiare del modello europeo risiede nell’istituzionalizzazione della partecipazione dei lavoratori, considerati co-stakeholder che hanno interessi specifici nella gestione e nell’orientamento strategico dell’impresa. Rébérioux evidenzia che la presenza di rappresentanti dei lavoratori in organi di vigilanza, come nel sistema tedesco della Mitbestimmung, incide sull’equilibrio dei poteri e costituisce un ostacolo alla supremazia unilaterale degli azionisti. In alcuni Paesi, la codeterminazione riveste un ruolo essenziale per definire la politica di investimenti di lungo termine e per compensare l’influenza degli shareholder più propensi a pressioni sul breve. Inoltre, questo autore sottolinea che tale configurazione non implica un’inefficienza strutturale, bensì tende a bilanciare i vari interessi, riconoscendo la natura pluridimensionale dell’impresa europea.

Un’ulteriore riflessione svolta da Rébérioux riguarda la concezione giuridica di impresa, differente dal contesto statunitense: le norme in molte nazioni europee riflettono la volontà di considerare la società per azioni come un soggetto a valenza sociale, tenuto a rispondere non soltanto al capitale conferito ma anche alle relazioni con l’ambiente circostante, ivi incluse le esigenze dei lavoratori. Rébérioux nota che la diffusione di un modello di workplace democracy si configura come l’antitesi dell’ipotesi di una convergenza integrale verso la shareholder primacy. Secondo lui, i progressi legislativi comunitari, in particolare la Direttiva sui comitati aziendali europei e il regolamento sulle Società Europee (SE), hanno ulteriormente codificato meccanismi partecipativi, stimolando un aumento della centralità dei dipendenti nelle decisioni. In tale prospettiva, questo studio richiama come la governance europea includa aspetti di regolarità contrattuale e funzioni di consultazione, mantenendo una visione più armonica della comunità aziendale rispetto a un regime orientato unicamente al mercato dei capitali.

Da un punto di vista operativo, Rébérioux segnala che in Germania, per esempio, i consigli di sorveglianza con la presenza paritetica di rappresentanti dei lavoratori

⁶⁵ Rebérioux, A. (2002). European style of corporate governance at the crossroads. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 40(1), 111-134.

affermano un paradigma opposto rispetto al dogma dell’impresa come semplice aggregato di interessi proprietari. Un tale assetto, definito enterprise-based system, prefigura un’idea di responsabilità estesa, in cui la performance economica viene coniugata a obiettivi sociali di stabilità, evitando un turn-over selvaggio di manager e indirizzando le strategie verso la sostenibilità. Un risultato implicito, secondo questo autore, è che la posizione degli azionisti, seppur rilevante, non riesce a monopolizzare le decisioni come accade invece in molte multinazionali quotate su piazze anglosassoni. Il fil rouge di questa lettura si riconnette all’idea che l’ordinamento europeo non contempla un’univoca subordinazione del management alle sole richieste di mercato, ma piuttosto un sistema di pesi e contrappesi in cui la voce dei lavoratori è inserita nelle sedi di controllo, plasmando scelte societarie di respiro più ampio.

2.3. Modello giapponese

Secondo Jackson e Miyajima⁶⁶ emerge come il sistema di governance giapponese abbia attraversato trasformazioni non lineari dopo il collasso della cosiddetta Bolla, manifestando un processo di ripensamento degli equilibri fra banche, corporazioni e investitori più recenti. Lo studio condotto da questi autori sottolinea che, nel secondo dopoguerra, l’assetto societario nipponico si era progressivamente fondato sul ruolo di “main bank” e su una complessa rete di azionisti stabili, pronti a supportare il management in virtù di una visione di lungo respiro. Tale configurazione, inizialmente solidissima, ha però rivelato delle fragilità in coincidenza della recessione, quando sono emersi crediti non performanti e incapacità di reagire tempestivamente alle sfide dei mercati globali. Secondo i loro approfondimenti, le autorità pubbliche hanno tentato di migliorare la trasparenza dei bilanci e di incentivare una maggiore indipendenza del consiglio di amministrazione, ma lo sviluppo di queste riforme si è scontrato con la profonda radice culturale di un modello basato su relazioni di lungo corso, sia fra banche e imprese, sia fra i dirigenti e il nucleo stabile di dipendenti. Nel contributo di Jackson e Miyajima, inoltre, si evidenzia che l’introduzione di forme di monitoraggio più marcatamente di mercato, incluse pressioni da parte di investitori esteri, non ha innescato una convergenza integrale verso logiche anglosassoni. Al contrario, la governance

⁶⁶ Jackson, G., & Miyajima, H. (2007). Introduction: The diversity and change of corporate governance in Japan. *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, 1-47.

giapponese ha iniziato a incorporare solo alcuni elementi nuovi, rimodellandoli e creando un tessuto ibrido in cui le partecipazioni incrociate continuano a esercitare un certo peso, pur avviandosi verso un ridimensionamento. La persistenza dei legami storici e la compresenza di normative nazionali hanno favorito quella che Jackson e Miyajima definiscono una diversificazione interna: alcune imprese hanno decisamente riformato la struttura del board, introducendo comitati e nominando amministratori indipendenti, mentre altre hanno conservato un assetto più tradizionale, limitandosi a interventi minimi di adeguamento per rassicurare gli investitori internazionali. Secondo questa prospettiva, il governo societario giapponese dimostra un'eccezionale capacità di adattamento incrementale, senza un ribaltamento drastico dei principi fondamentali che avevano contraddistinto il periodo di massima crescita economica.

Uno studio condotto da Shishido⁶⁷ mostra come, nel tentativo di interpretare la struttura legale e operativa delle società nipponiche, emerga una forte distanza fra la dottrina classica della proprietà azionaria e la prassi effettiva. In base a questo studio, la teoria legale postula il primato assoluto degli azionisti e il potere residuale affidato al consiglio di amministrazione, ma in Giappone ciò si traduce in un quadro di apparente delega manageriale, retto però da equilibri sotterranei. Egli sottolinea che le banche, in virtù di quote di partecipazione non necessariamente elevate, agiscono da catalizzatore e sovrintendono, tramite relazioni di lunga durata, alla solidità del management, specialmente nei momenti di crisi. Secondo Shishido, la “Company Community” si configura come una formula peculiare, nella quale i dipendenti più anziani, grazie al meccanismo di tenure a lungo termine e alla prospettiva di carriera interna, assumono un ruolo di monitoraggio informale sulla gestione, fornendo un contributo non codificato dalle norme societarie ma rilevante nel preservare l’orientamento aziendale di medio-lungo periodo. Ciò non implica che il sistema ignori del tutto la centralità degli azionisti: Shishido osserva che, in situazioni di difficoltà estrema, i poteri del board e la pressione da parte dei creditori possono sfociare in operazioni di sostituzione dei vertici o in piani di ristrutturazione radicale, benché queste misure vengano adottate con maggiore riluttanza e in modo più tardivo rispetto ai sistemi di matrice anglosassone. Nel pensiero di Shishido, tale modello ha garantito stabilità e coesione nei decenni di crescita, ma si è

⁶⁷ Shishido, Z. (2000). Japanese corporate governance: The hidden problems of corporate law and their solutions. *Del. J. Corp. L.*, 25, 189.

rivelato meno flessibile una volta che la recessione ha eroso le rendite di posizione delle banche e i margini di manovra per la direzione. Proprio in quell'evoluzione, Shishido individua il crescente ruolo degli azionisti esteri e dei fondi di investimento, che hanno accelerato la discussione su un maggiore allineamento ai principi di “shareholder ownership”, pur senza stravolgere i fondamenti giuridici del contesto nipponico.

Secondo Yafeh⁶⁸, la prospettiva storica getta una luce ulteriore sulle peculiarità del modello nipponico. In una sua ricerca, Yafeh mette in evidenza come, in Giappone, l'assetto odierno sia in parte riconducibile alle riforme dell'occupazione americana nel secondo dopoguerra, che smantellarono gli zaibatsu e diffusero una titolarità azionaria più capillare. Questo tentativo, almeno inizialmente, aveva mirato a creare condizioni di mercato più democratiche, ma secondo Yafeh la proprietà si ricongiunse presto nelle mani di banche e imprese affiliate, così da prevenire scalate e consentire un controllo incrociato del capitale. Il risultato fu l'affermazione di un governo societario nel quale la figura della banca principale, specialmente durante gli anni di alta crescita, si è posta come garante finale della continuità aziendale, esercitando un potere disciplinare soltanto quando le performance dell'impresa scendevano sotto una soglia critica. Nel contributo di Yafeh, si osserva come questo approccio favorisse un ricorso massiccio al debito bancario, riducendo la rilevanza del mercato azionario e limitando i meccanismi tipici del “controllo ostile” tramite takeover. Tuttavia, prosegue Yafeh, l'apertura progressiva dei mercati finanziari e l'inasprirsi di difficoltà creditizie nelle banche giapponesi hanno incrinato la solidità di tali rapporti. A fronte dell'incapacità delle banche di sostenere a oltranza le imprese decotte, numerose società hanno iniziato a cercare soluzioni sul mercato, emettendo obbligazioni o prendendo il capitale a investitori stranieri. Yafeh coglie in questo passaggio una svolta fondamentale: il Giappone è entrato in una fase in cui i principi di governance relazionale coesistono con elementi di maggiore competitività finanziaria, creando un paesaggio estremamente vario fra settori e fra imprese più o meno esposte ai venti globali. Secondo la sua analisi, l'esito non è un passaggio unilaterale verso il modello anglosassone, bensì una transizione graduale in cui diversi attori negoziano nuove forme di controllo e finanziamento.

Uno studio condotto da Yoshikawa e colleghi⁶⁹ mette in luce come, nel panorama

⁶⁸ Yafeh, Y. (2000). Corporate governance in Japan: Past performance and future prospects. *Oxford Review of Economic Policy*, 16(2), 74-84.

⁶⁹ Yoshikawa, T., Tsui-Auch, L. S., & McGuire, J. (2007). Corporate governance reform as institutional

nipponico, l'introduzione di forme di governance più market-oriented si realizzi con modalità parziali e talvolta divergenti. In base a uno studio di questi autori, aziende come Sony hanno sperimentato per prime consigli di amministrazione con comitati ricalcati sugli standard statunitensi, nominando “director” indipendenti e rivedendo i meccanismi di incentivazione per i manager. Al contempo, i soggetti istituzionali più conservatori, come alcune grandi imprese affiliate a keiretsu storici, hanno alimentato un dibattito acceso, sostenendo che la cultura manageriale giapponese non debba subordinarsi unicamente alle logiche di massimizzazione del valore azionario di breve periodo. Yoshikawa e colleghi osservano che, in questo clima di tensione, il ministero della Giustizia e altre autorità hanno introdotto emendamenti alla Commercial Code, legittimando la possibilità di adottare schemi di governance alternativi: un consiglio con comitati di nomina, remunerazione e audit, oppure un sistema più vicino alla tradizione, che si affida ai sindaci statutari e a meccanismi endogeni di controllo. Secondo questi autori, tale flessibilità regolamentare ha consentito una proliferazione di approcci ibridi, in cui alcune aziende hanno abbracciato l'innovazione in modo coerente, altre l'hanno introdotta parzialmente, e altre ancora sono rimaste assai vicine al vecchio impianto. Questi autori sottolineano come l'interazione fra pressioni globali e specificità nazionali non abbia prodotto una convergenza immediata, bensì una forma di “decoupling”: certe prassi tipiche dell'ambito anglosassone vengono recepite formalmente, ma successivamente adattate o limitate. Nel discorso di Yoshikawa e colleghi, tali fenomeni vanno interpretati alla luce di un modello di istituzioni in continua negoziazione, dove lo Stato giapponese non agisce né come mero passacarte di riforme esterne, né come monolite restio al cambiamento, ma piuttosto come moderatore di spinte opposte, proteggendo alcuni nuclei del proprio sistema mentre cede spazio a esigenze di trasparenza e accountability.

Secondo Yoshikawa e McGuire⁷⁰, occorre adottare una prospettiva che includa tanto la dimensione storica quanto l'eterogeneità degli attori coinvolti. Uno studio pubblicato da questi autori indica che le riforme legislative susseguitesi a partire dagli anni Novanta non hanno imposto un unico “modello occidentale”, ma hanno predisposto un doppio binario, lasciando alle società la scelta fra un consiglio di amministrazione con comitati

innovation: The case of Japan. *Organization science*, 18(6), 973-988.

⁷⁰ Yoshikawa, T., & McGuire, J. (2008). Change and continuity in Japanese corporate governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 25, 5-24.

e un assetto più classico. In base a questo studio emerge come molte imprese hanno sì accolto investitori esteri, ma ne hanno temperato la pressione introducendo cambiamenti graduali, come la nomina di alcuni direttori indipendenti o la creazione di speciali comitati consultivi, piuttosto che affidare loro poteri determinanti. Questo atteggiamento, pur manifestando una volontà di rassicurare i capitali internazionali, preserva la consuetudine di affidare posizioni-chiave a figure interne formatesi con un percorso di carriera lungo e basato su cooptazioni progressive. Nella lettura di Yoshikawa e McGuire, tale combinazione illustra efficacemente l'idea di “cambiamento nella continuità”: da un lato, la governance giapponese si è spostata rispetto alla vecchia ortodossia, con una riduzione sostanziale dell'influenza delle banche principali e un calo delle partecipazioni incrociate; dall'altro, persistono strutture relazionali e principi cooperativi, specialmente nella gestione del personale e nelle relazioni fornitore–cliente. Secondo l'analisi di questi autori, la tensione irrisolta tra le logiche di massimizzazione di breve periodo e le filosofie manageriali incentrate sulla lealtà e sul coordinamento di lungo termine continua a caratterizzare la fisionomia del modello nipponico. Mentre alcune imprese sembrano orientarsi verso una governance più in linea con i parametri di mercato, altre preservano un'impostazione ancorata al coinvolgimento degli stakeholder interni e a una gerarchia manageriale di tipo endogeno. Tale dualismo sarebbe, nella prospettiva di Yoshikawa e McGuire, la fonte di una varietà strutturale di soluzioni, in cui le aziende selezionano l'ibrido più adatto alle proprie esigenze competitive e culturali, senza aderire integralmente a una piattaforma esogena.

2.4. Modello tedesco

Secondo Lane⁷¹ emerge come il sistema di governance tedesco, per molto tempo emblema del capitalismo coordinato, abbia sperimentato trasformazioni rilevanti che ne hanno progressivamente indebolito alcuni pilastri. Egli osserva che l'assetto dualistico, basato su un consiglio di gestione (Vorstand) e un consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat), rimanga un segno distintivo: il primo è responsabile delle scelte operative e strategiche, mentre il secondo svolge la funzione di supervisione, nominando e revocando i componenti del consiglio di gestione. In questo modello, la codeterminazione

⁷¹ Lane, C. (2003). Changes in corporate governance of German corporations: convergence to the Anglo-American model?. *Competition & Change*, 7(2-3), 79-100.

(Mitbestimmung) conferisce ai rappresentanti dei lavoratori una quota significativa di seggi nel consiglio di sorveglianza, condizionando la politica aziendale in direzione di un equilibrio fra interessi del capitale e istanze degli stakeholder interni. Lane puntuizza che la Germania ha costruito buona parte del proprio successo postbellico su un sistema in cui le banche principali esercitavano un robusto controllo sulle imprese, detenendone partecipazioni e votando in assemblea per delega degli azionisti individuali. Tale assetto, unito alla tendenza a trattenere utili da reinvestire anziché distribuirli ai soci, ha consolidato un capitalismo relazionale con scarsa contendibilità del controllo. Lane evidenzia tuttavia che, a partire dagli anni Novanta, pressioni derivanti dall'unificazione tedesca, dal fenomeno della globalizzazione e dalla crescita dei mercati finanziari internazionali hanno esercitato spinte riformatrici: le banche hanno iniziato a cedere parte delle loro partecipazioni, indebolendo quel tessuto di incroci proprietari che i critici definivano Deutschland AG. L'adozione di norme innovative, come la riduzione delle imposte sulle plusvalenze da cessione di partecipazioni, ha ulteriormente incentivato le grandi istituzioni finanziarie a dismettere alcune quote. Il conseguente calo di concentrazione ha favorito l'ingresso di investitori più orientati al profitto di breve termine, generando tensioni con la logica stakeholder tradizionale e introducendo meccanismi di mercato, fra cui la possibilità di scalate ostili. Lane afferma che, malgrado tali cambiamenti, il modello tedesco non si sia disgregato: la co-determinazione resta un ingrediente essenziale della cultura manageriale, il consiglio di sorveglianza conserva rilevanza nel vaglio delle decisioni strategiche, e molte piccole e medie imprese continuano a coltivare legami di lungo periodo con le banche locali. Secondo l'autore, ciò produce un equilibrio precario tra spinte interne di natura socio-economica e pressioni esterne volte all'aumento della trasparenza contabile e della tutela degli investitori di minoranza. La Germania avrebbe dunque intrapreso una via di evoluzione graduale, piuttosto che una cesura netta, mantenendo alcuni tratti classici del proprio sistema e importandone altri dal contesto anglosassone, specialmente nelle realtà maggiormente internazionalizzate o quotate al DAX 30.

Uno studio condotto da Rahman⁷² evidenzia, attraverso casi emblematici, come la governance tedesca si collochi al crocevia fra esigenze politiche, regionali e il rapporto

⁷² Rahman, M. (2009). Corporate governance in the European Union: Firm nationality and the 'German' model. *Multinational Business Review*, 17(4), 77-98.

con la comunità internazionale dei mercati. In base al suo lavoro, viene mostrato quanto un Land possa esercitare un controllo significativo su un'azienda di punta, rendendo la scalata ostile virtualmente impossibile e introducendo logiche di tutela dell'occupazione locale. Egli chiarisce che investitori istituzionali stranieri e fondi comuni, soprattutto di matrice anglosassone, criticano aspramente tale modello, ritenendolo poco compatibile con la prospettiva di massimizzazione del valore per gli azionisti. Rahman individua il rischio che gli alti livelli di protezione dei lavoratori e le ingerenze governative possano frenare l'efficienza produttiva e l'innovazione, in assenza di un mercato del controllo societario effettivo. Tuttavia, l'autore precisa che la Germania ha adottato, negli ultimi due decenni, misure tese a migliorare la trasparenza e ad avvicinare la contabilità ai principi internazionali: l'introduzione di alcuni standard internazionali di rendicontazione finanziaria in alcune società quotate e la spinta a un maggiore rispetto del free float vanno interpretate come risposte alla globalizzazione finanziaria. Egli rileva inoltre che la definizione di un contesto legislativo più aperto alle operazioni di M&A e la crescente presenza di attori finanziari internazionali, spesso dotati di ingenti capitali, erodono l'antico dominio delle banche storiche. Queste ultime, pur detenendo ancora un peso rilevante, hanno iniziato a orientarsi verso forme di investimento più liquide, abbandonando in taluni casi partecipazioni di lungo termine. Rahman sostiene che, sotto la pressione dei mercati, alcune imprese abbiano reagito introducendo politiche di ottimizzazione dei margini e ridimensionando l'apparato occupazionale. Tuttavia, i sindacati e i rappresentanti dei lavoratori conservano meccanismi di voto significativi, capaci di rinviare piani di ristrutturazione radicale. L'autore conclude che il panorama rimane segnato da un ancoraggio culturale alla logica del coordinamento e del compromesso sociale, in tensione con la penetrazione di principi più orientati al valore azionario e alla competitività globale.

Uno studio condotto da Eling e Marek⁷³, incentrato sul comparto assicurativo, corrobora l'idea che le caratteristiche del modello tedesco possano influenzare la propensione al rischio delle imprese. Secondo quanto evidenziato, la presenza di un consiglio di sorveglianza indipendente e la co-determinazione, con i rappresentanti dei lavoratori coinvolti nelle decisioni, inducono una maggiore prudenza nelle strategie. Gli autori

⁷³ Eling, M., & Marek, S. D. (2014). Corporate governance and risk taking: Evidence from the UK and German insurance markets. *Journal of Risk and Insurance*, 81(3), 653-682.

identificano correlazioni tra struttura di governance e parametri di rischio come leva finanziaria, composizione del portafoglio di investimenti e tipologia di prodotti assicurativi proposti. La condizione di avere più voci da parte degli stakeholder contrasta con una visione basata sullo shareholder value di breve periodo, rendendo meno probabile l'assunzione di rischi eccessivi. Tuttavia, Eling e Marek sottolineano che, se da un lato, tale moderazione contenuta nella cultura gestionale risulti adatta a prevenire derive speculative e insolubilità, dall'altro potrebbe rallentare la capacità di reazione quando sopravvengono mutamenti improvvisi nello scenario di mercato. L'analisi di Eling e Marek inserisce i processi di liberalizzazione e riforma del sistema bancario in un quadro più ampio, segnalando che l'uscita di alcune banche dalle tradizionali partecipazioni industriali, un tempo perno del capitalismo di relazione, ha lasciato spazio a investitori più focalizzati su parametri di redditività e meno inclini alla protezione di relazioni di lungo corso. Ciononostante, la persistenza del meccanismo duale e la consultazione obbligatoria dei lavoratori in merito a scelte di investimento e piani di ristrutturazione testimoniano la resilienza dei valori associati al modello tedesco, che non sembra destinato a convergere del tutto con i paradigmi anglosassoni.

Secondo Cromme⁷⁴, le critiche mosse al sistema tedesco, specialmente da parte di investitori internazionali, hanno spinto il legislatore e gli attori economici a intraprendere un percorso di rafforzamento della chiarezza e della divulgazione delle regole. A questa esigenza risponde il Codice di Corporate Governance Tedesco (Deutscher Corporate Governance Code), introdotto per codificare in modo chiaro i principi cardine di un governo societario improntato a efficienza e trasparenza. Cromme afferma che, oltre a facilitare l'accessibilità del modello tedesco per chi non ne conosceva in dettaglio i meccanismi, il Codice ha instaurato il principio *comply or explain*, spingendo le società quotate a rispettare indicazioni su board composition, remunerazione dei dirigenti e bilanci, o a giustificare le deviazioni. Egli puntualizza che tale innovazione ha contribuito a rassicurare gli investitori sulle prassi di governance, dimostrando la volontà tedesca di avvicinarsi agli standard internazionali, pur senza stravolgere la co-determinazione e la struttura duale. Cromme sottolinea che si tratta di un passo significativo: la divulgazione più ampia di informazioni finanziarie, la definizione di best

⁷⁴ Cromme, G. (2005). Corporate governance in Germany and the German corporate governance code. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 362-367.

practice in materia di compensi e la maggiore incisività delle funzioni di controllo hanno favorito la fiducia degli investitori, con effetti positivi sulla valutazione dei titoli. D'altra parte, il Codice non ha imposto l'abolizione della supervisione dei lavoratori, mantenendo la specificità di un sistema in cui la finalità degli stakeholder è giuridicamente tutelata. L'autore indica che le maggiori criticità sorgono nel far rispettare effettivamente tali raccomandazioni, soprattutto nelle imprese di media dimensione e a proprietà familiare, che possono preferire logiche meno orientate alla Borsa. Tuttavia, la tendenza complessiva mostra un progresso verso forme di disclosure più complete, la riduzione di partecipazioni incrociate e una crescente attenzione alle dinamiche di mercato, sebbene la Germania stia ancora proteggendo alcuni principi ispirati al coordinamento e alla stabilità sociale.

In base a uno studio di Wójcik⁷⁵, il periodo che va dalla fine degli anni Novanta ai primi anni Duemila ha testimoniato una diminuzione sensibile del livello di concentrazione proprietaria nelle società quotate tedesche. La consuetudine delle Hausbanken, che conferiva a banche e assicurazioni un potere incisivo nelle assemblee azionarie, si è ridimensionata, complice anche l'abolizione della tassazione sulle plusvalenze da cessione di partecipazioni: tale misura ha favorito il disinvestimento di quote rilevanti e lo scioglimento di reticolari incrociati di proprietà. Secondo Wójcik, la nuova composizione dell'azionariato, con un ruolo più evidente di fondi pensione stranieri o investitori istituzionali, ha introdotto logiche di disciplina di mercato finora inusuali, sollevando il tema della contendibilità delle imprese. L'autore indica come alcuni settori, per esempio quello tecnologico, siano stati più esposti a questa transizione: la creazione di mercati come il Neuer Market ha permesso a start-up e società di crescita di raccogliere capitali in un clima di maggiore risk appetite, con standard contabili più simili a quelli IFRS. Allo stesso tempo, Wójcik osserva che, malgrado la crescita di un mercato mobiliare più attivo, esistono ancora imprese di lungo corso con quote di controllo stabili, spesso detenute da famiglie imprenditoriali o dal governo locale. Tali differenze generano una mappa di governance eterogenea: le regioni fortemente industrializzate con imprese globalizzate evidenziano parametri di governance più aperti, mentre regioni marginali o imprese con un radicamento locale continuano a riprodurre il vecchio modello, in cui le banche e i

⁷⁵ Wójcik, D. (2003). Change in the German model of corporate governance: evidence from blockholdings 1997–2001. *Environment and Planning A*, 35(8), 1431-1458.

consigli di sorveglianza rivestono ruoli dominanti. Wójcik reputa dunque che la Germania abbia imboccato un sentiero di parziale convergenza, mantenendo al contempo segmenti fedeli al tradizionale insider system. Tale ambivalenza, secondo l'autore, discende anche da ragioni socio-culturali e normative che non possono essere riformate con immediatezza.

Uno studio condotto da Chhillar e Lellapalli⁷⁶ evidenzia, sintetizzando questi fenomeni, come il modello tedesco stia affrontando una fase ricca di paradossi. Da un lato, alcune riforme e la logica di competizione globale spingono verso l'adozione di principi che valorizzano gli azionisti e la trasparenza, avvicinando la Germania alle dinamiche tipiche dell'Anglo-Saxon Model. Dall'altro lato, la co-determinazione, il doppio organo di amministrazione e le consuetudini relazionali forgiatesi nel contesto socio-economico tedesco conferiscono un'impronta stakeholder-oriented difficile da rimuovere. Gli autori sostengono che queste tensioni si manifestano soprattutto nelle imprese di grandi dimensioni, soggette alle pressioni di mercati internazionali e costrette ad adeguare i propri assetti di governance, ma che coesistono molte realtà in cui i rapporti tra banche, management e dipendenti restano sostanzialmente inalterati. Inoltre, Chhillar e Lellapalli notano che l'introduzione di codici volontari non equivale a un abbandono totale dei valori tradizionali: la formula “comply or explain” permette a ciascuna impresa di adottare o respingere taluni elementi. Secondo questi autori, l'elemento decisivo per comprendere l'evoluzione futura sta nella capacità delle imprese e del legislatore di bilanciare le esigenze di un mercato dei capitali globale con l'eredità di un sistema che, storicamente, ha garantito una coesione sociale più elevata e un orientamento di lungo periodo. Tale sfida, per Chhillar e Lellapalli, non trova una risposta univoca, ma delineerebbe piuttosto una graduale ibridazione, dove la governance tedesca conserva la partecipazione dei lavoratori e l'architettura duale, pur affinando procedure di controllo contabile e meccanismi di tutela dei minoritari.

Nel complesso, dagli studi dei sopracitati autori, scaturisce il quadro di un modello di governance tedesco che, pur essendo passato da un capitalismo bancocentrico e contraddistinto da forti relazioni incrociate, si muove verso standard di trasparenza, disciplina e accountability più prossimi a quelli internazionali. Ciononostante, la

⁷⁶ Chhillar, P., & Lellapalli, R. V. (2015). Divergence or convergence: paradoxes in corporate governance?. *Corporate Governance*, 15(5), 693-705.

partecipazione dei lavoratori, la natura dualistica dei consigli e la persistenza di alcune concentrazioni proprietarie testimoniano la volontà di non eliminare la dimensione sociale e la protezione degli stakeholder diversi dall'azionista. Tali dinamiche indicano che la convergenza non si traduce in un'integrazione totale nel modello anglosassone, ma in un'evoluzione ibrida, sintesi delle tensioni fra continuità e trasformazione nel tessuto industriale e finanziario della Germania.

2.5. Discussione e sintesi dei modelli di governance nazionali: differenze e similitudini

Le configurazioni nazionali di governance, osservate in chiave comparativa, rivelano contrasti profondi e punti di contatto che si originano da radici giuridiche, assetti proprietari e tradizioni sociali differenti, mostrando come la tensione fra dinamiche di mercato e relazioni stabili possa generare risultati eterogenei. Il modello anglosassone, dominato da un azionariato diffuso e da forme contrattuali flessibili, concentra l'attenzione sugli interessi degli investitori esterni, sfruttando i takeovers come strumento disciplinare e contando su un controllo costante esercitato dall'attivismo dei fondi. Ciò produce strutture proprietarie in continuo mutamento, manager sensibilizzati dal valore di Borsa e una cultura d'impresa proiettata verso la massimizzazione degli utili su orizzonti piuttosto brevi. Tale fluidità garantisce un ricambio dirigenziale energico, con scarsi vincoli formali, ma crea anche una certa precarietà nelle relazioni interne, in cui i dipendenti possono sentirsi esposti alle fluttuazioni borsistiche e alle decisioni di investitori capaci di disinvestire rapidamente, costringendo le imprese a scelte spesso improntate a logiche di breve periodo.

Le economie europee presentano una varietà di modelli che condividono tuttavia la valorizzazione di un tessuto normativo più articolato, mirato a controllare l'equilibrio fra capitale e stakeholder di natura diversa. In alcuni Paesi, i blocchi familiari o le partecipazioni statali assicurano la stabilità del controllo, mentre in altri gli investitori istituzionali domestici o le banche esercitano una forma di tutela a lungo termine, limitando le scalate ostili e l'instabilità proprietaria. L'attenzione verso l'adempimento normativo induce le società a una maggiore formalizzazione di procedure di rendicontazione e di governance, con la previsione di comitati interni, codici di autodisciplina e sistemi di controllo contabile più invasivi. Questo ambiente, pur

scoraggiando la volatilità tipica del mondo anglosassone, può risultare meno reattivo alle spinte innovative e più sensibile a patti di sindacato o accordi informali fra i principali detentori di quote.

L'esperienza giapponese incarna un percorso ancora diverso, legato alla coesione interna assicurata da rapporti di fiducia e da partecipazioni incrociate tra banche, imprese e partner commerciali, i quali tessono reti stabili, dette keiretsu, che riducono la pressione degli investitori estranei al sistema e promuovono strategie di lungo respiro. Le banche principali, oltre a erogare credito, si ergono a custodi della solidità finanziaria, intervenendo con sostegni tempestivi in situazioni critiche ed evitando il ricorso a metodi aggressivi come i takeovers. Ne discende un ordine in cui i manager, spesso reclutati internamente, si sentono protetti dal flusso di capitali di natura collaborativa, guadagnando autonomia nello sviluppo di progetti tecnologici e nella gestione del personale. Il prezzo da pagare per questo assetto risiede nella minor propensione alle ristrutturazioni radicali, a volte posticipate in nome della solidarietà e della conservazione dell'armonia aziendale, con un graduale rallentamento dell'adattamento se lo scenario globale diventa turbolento.

Il sistema tedesco, con la sua caratteristica struttura duale tra Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza, accentua ulteriormente l'elemento di coordinamento, integrando nel meccanismo di governo anche la voce dei dipendenti, i quali partecipano attivamente alle decisioni di vertice. Questa co-determinazione, unita alla presenza di blocchi azionari dominati da banche e famiglie industriali, erige una barriera contro i movimenti speculativi e stabilisce un contesto in cui il compromesso, la negoziazione e la stabilità a lungo termine prevalgono su scelte unilaterali o su pressioni di mercato estreme. Il monitoraggio dell'impresa non si limita al mercato borsistico, bensì si realizza mediante la dialettica costante fra gli interessi del capitale e quelli dei lavoratori, supportata da un complesso apparato normativo che disciplina la rappresentanza paritetica o quasi paritetica nei consigli. Ciò favorisce un orientamento condiviso nel prendere decisioni strategiche, evitando che i cambi di rotta siano imposti in modo repentino.

Esaminando in controluce differenze e similitudini, si nota come i modelli dominati dal dinamismo dei mercati finanziari, quali l'anglosassone, risultino efficaci nel selezionare rapidamente manager e imprese efficienti, sebbene possano generare oscillazioni notevoli

e un orizzonte breve per le strategie industriali. D’altro canto, assetti come quelli nipponici o tedeschi, che si basano su relazioni di lungo termine e partecipazioni stabili, mostrano maggiore resilienza alle crisi, offrendo tuttavia minore flessibilità nel recepire trasformazioni disruptive. Le economie europee in senso lato costituiscono una via intermedia, sperimentando diverse declinazioni di stabilità e apertura, in cui la presenza di investitori istituzionali nazionali e la rigidità normativa impediscono sia derive speculative sia eccessi di formalizzazione. In tutti i modelli si scorge una tensione fra la necessità di attrarre capitali, l’obbligo di proteggere gli interessi dei lavoratori e degli azionisti di minoranza e la vocazione a mantenere un controllo societario che eviti di diluire la governance.

In termini di caratteristiche comuni, si intravede in ciascun paradigma la ricerca di un equilibrio tra trasparenza informativa e difesa di prerogative interne, il che spiega la presenza diffusa di requisiti di disclosure, auditing e responsabilità manageriale. La divergenza appare nelle modalità di enforcement, con l’anglosassone che punta su tribunali e azioni giudiziarie collettive, mentre il giapponese confida nella mediazione relazionale e il tedesco innalza barriere normative a protezione dei diritti dei dipendenti, con un’attenzione congiunta alle banche che forniscono capitale e supervisione. La cultura aziendale rispecchia tale varietà: la premessa concorrenziale e individualistica nei sistemi di matrice anglofona si contrappone al senso di comunità che pervade la governance nipponica, mentre la convergenza europea offre un mosaico di soluzioni che oscillano tra apertura al mercato e salvaguardia di blocchi stabili, con la Germania a incarnare una forma di cooperazione intrinseca tra capitale e lavoro.

La dialettica tra modelli non permette di isolare un prototipo universalmente ottimale, poiché ciascuno interpreta, in maniera originale, il rapporto fra interessi azionari, strategie di crescita e salvaguardia del tessuto sociale. Il contesto anglosassone appare propenso a premiare l’iniziativa individuale e l’espansione rapida delle imprese vincenti, mentre la prospettiva giapponese inquadra l’azienda come una comunità quasi familiare, cementata da vincoli fiduciari e contrattazioni di lungo periodo, e la Germania invita i lavoratori a condividere responsabilità e oneri con i detentori di capitale, orientando le scelte verso obiettivi inclusivi. L’Europa, più in generale, miscela normative e prassi differenti, riflettendo la varietà di ordinamenti e culture, dando luogo a modelli ibridi che talvolta oscillano fra l’imitazione di soluzioni angloamericane e la difesa delle peculiarità

storiche. Al di là delle specifiche, la finalità è comunque la medesima: garantire una condotta manageriale efficiente, innovativa e rispettosa di un quadro di regole condivise, affinché lo sviluppo economico possa armonizzarsi con la stabilità degli equilibri sociali.

Capitolo 3

Gli investitori istituzionali come meccanismo di governance: ruoli, implicazioni e limiti

3.1. Ruolo degli investitori istituzionali nei meccanismi interni di governance

Gli investitori istituzionali, dotati di una massa critica di capitale e di risorse analitiche specializzate, ricoprono una posizione singolare nel disciplinare i meccanismi interni di governance, poiché la loro presenza fa da contrappeso all'autonomia manageriale, prevenendo comportamenti opportunistici che potrebbero erodere il valore aziendale. Edmans⁷⁷ ha messo in luce come questi soggetti possano intervenire in modo diretto, promuovendo modifiche organizzative o opponendosi a operazioni ritenute dannose, o mediante la minaccia di liquidare la propria quota, prospettando un significativo impatto sul prezzo del titolo. Tali azioni trovano espressione nei meccanismi di “voice” e “exit,” la cui efficacia dipende dalla quota detenuta e dalla prontezza nel reagire a segnali di inefficienza. Se un investitore istituzionale riscontra scarsa trasparenza o derivazioni strategiche poco coerenti, può confrontarsi con il consiglio di amministrazione, candidare figure indipendenti e, in casi estremi, minacciare un disinvestimento che costringerebbe il management a rivalutare le proprie decisioni.

Secondo Liu e colleghi⁷⁸, la pressione esercitata da questi grandi azionisti risulta incisiva soprattutto nella supervisione dei consigli, luogo cardine in cui si definiscono politiche di remunerazione e piani di investimento. I ricercatori sottolineano che, quando gli investitori istituzionali monitorano stabilmente i board, i dirigenti rimangono sensibilmente attenti alle critiche e alle raccomandazioni formulate. L'impegno di sorveglianza richiede risorse analitiche, tempo e competenze approfondite, spesso concentrate nelle mani di fondi specializzati. Nonostante ciò, le situazioni di distrazione, in cui l'investitore devia la propria attenzione verso altre partecipazioni, compromettono l'esercizio di un monitoraggio costante. In tali frangenti, il management avverte un allentamento della tensione disciplinare, che potrebbe incoraggiare politiche rischiose o operazioni di scarsa utilità strategica. Questa variabilità rafforza l'idea che la governance

⁷⁷ Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 23-50.

⁷⁸ Liu, C., Low, A., Masulis, R. W., & Zhang, L. (2020). Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance. *The Review of Financial Studies*, 33(10), 4489-4531.

interna risenta della prontezza con cui gli investitori istituzionali individuano criticità e se ne fanno carico, ponendo come discriminante la priorità che assegnano a ogni singola società del proprio portafoglio.

Alvarez e colleghi⁷⁹ documentano invece come l'impatto degli investitori istituzionali possa risultare ancor più evidente nei mercati emergenti, dove le regole di tutela degli azionisti minoritari non sempre sono solide quanto nei Paesi industrializzati. In tali contesti, la presenza di un blocco istituzionale significativo limita l'autonomia manageriale e sollecita il consiglio di amministrazione a favorire scelte di investimento coerenti con un'equilibrata allocazione delle risorse. La partecipazione degli investitori non si limita a una vigilanza passiva, bensì si manifesta attraverso proposte formali e informali di ristrutturazione, richieste di chiarimenti sul bilancio o, ancora, la raccomandazione di adottare standard di disclosure più rigorosi. L'evidenza raccolta da questi autori mostra come le imprese con azionariato istituzionale ampio e concentrato adottino piani di crescita più disciplinati e riducano l'eccesso di spesa in progetti improduttivi, migliorando i risultati aziendali. Questo ruolo diventa particolarmente rilevante quando gli investitori agiscono da catalizzatori nella nomina di consiglieri e manager con competenze specifiche, favorendo l'integrazione tra prospettiva strategica e rigore contabile.

Tali dinamiche si inseriscono in un dibattito più ampio sul ruolo dei grandi azionisti nell'assicurare un funzionamento efficiente del consiglio. Fama e Jensen⁸⁰ avevano già sottolineato come le strutture di governance siano più robuste allorché esiste un monitoraggio indipendente dei dirigenti. Gli investitori istituzionali, con la loro influenza, contribuiscono a rendere il board effettivamente responsabile, nel senso che la presenza di un soggetto con una quota cospicua rende meno probabile l'emergere di collusioni occulte tra il top management e una pletora di azionisti dispersi. Gli azionisti istituzionali, infatti, hanno la convenienza a spendere risorse analitiche per verificare la coerenza delle operazioni strategiche, dato che possiedono una porzione del capitale sufficientemente grande da avvertire in modo diretto i benefici o i danni derivanti dalle scelte del consiglio⁸¹. Questo flusso di monitoraggio, in molti casi, contribuisce a ridurre il

⁷⁹ Alvarez, R., Jara, M., & Pombo, C. (2018). Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 53, 38-64.

⁸⁰ Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

⁸¹ Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of*

cosiddetto problema di free-riding, dal momento che i piccoli azionisti, privi delle stesse competenze, si affidano a investitori più preparati e numericamente rilevanti per contenere possibili abusi.

Un altro aspetto, emerso nelle ricerche di Gillan e Starks⁸², evidenzia la capacità degli investitori istituzionali di promuovere l'evoluzione della cultura manageriale da una logica auto-centrata a una più rispettosa degli interessi collettivi, grazie alla facoltà di influenzare la struttura del board tramite voti assembleari e proposte formali. In alcune situazioni, tali fondi si coordinano per respingere piani di stock option ritenuti eccessivi o per sospingere l'azienda verso politiche più trasparenti nella rendicontazione delle scelte di capitale. Nei casi estremi, la prospettiva di un'eventuale presa di posizione congiunta di diversi investitori istituzionali, detentori di una frazione considerevole di azioni, funge da forte deterrente per i manager in disaccordo con la linea voluta dalla maggioranza. Il consiglio si trova costretto ad accogliere tali istanze e a mettere in atto modifiche organizzative, accettando che il monitoraggio non abbia un carattere meramente simbolico.

Le modalità con cui questi investitori esercitano la loro influenza variano: alcuni preferiscono un approccio più consultivo, dialogando in via confidenziale col consiglio per suggerire linee di intervento, mentre altri adottano toni più aggressivi, fino a lanciare campagne pubbliche per sostituire membri ritenuti inadatti⁸³. Se, tuttavia, manca un confronto trasparente e i manager perseverano in pratiche contrarie all'interesse generale, l'investitore istituzionale può approfittare della crescente attenzione mediatica e dell'appoggio di altri azionisti per far valere la sua posizione. Il consiglio, da parte sua, acquisisce consapevolezza di questo potere e, in un'ottica di prevenzione del conflitto, cerca di incorporare anticipatamente le raccomandazioni, riducendo al minimo le frizioni. La fluidità di tali rapporti influisce sulla qualità complessiva del governo societario, poiché promuove la definizione di processi decisionali più rigorosi e affidabili.

Nel contesto europeo, segnatamente in mercati come quello britannico o tedesco, l'influenza degli investitori istituzionali si avverte attraverso la partecipazione a comitati di corporate governance, in cui i rappresentanti dei fondi condividono best practice e si

finance, 58(6), 2351-2374.

⁸² Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275-305.

⁸³ Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

confrontano periodicamente con i dirigenti su tematiche critiche quali audit, remunerazione e scelte di investimento⁸⁴. Tale partecipazione rende il consiglio un organo più esposto al giudizio esterno, e ciò incentiva i manager a formare un quadro di progetti ampio ma disciplinato, mantenendo una rendicontazione puntuale delle risorse. L'influenza sulla composizione dei comitati di controllo interno diventa quindi un veicolo mediante cui gli investitori possono vigilare sulla qualità delle scelte e l'integrità dei dati, evitando manipolazioni contabili o decisioni in conflitto con l'interesse sociale.

Diversi studi, tra cui quello di Cremers e Nair⁸⁵, sottolineano inoltre la funzione di stabilità che i fondi istituzionali possono esercitare, specialmente se dotati di orizzonti temporali lunghi. Tali soggetti mirano a salvaguardare l'impresa da turbolenze speculative e a favorire piani di sviluppo sostenibile, con un risvolto positivo per la governance interna. Il consiglio, sapendo di poter contare su un nucleo di azionisti stabili e competenti, tende a sviluppare strategie con un'ottica a medio-lungo termine, piuttosto che concentrarsi su risultati trimestrali di breve respiro. Questa prospettiva è coerente con quanto evidenziato da Edmans⁸⁶ e da Alvarez e colleghi⁸⁷, i quali confermano che, laddove gli investitori istituzionali scelgano di impegnarsi con costanza, la qualità delle decisioni del board cresce e si riducono gli eccessi di opportunismo.

Un fattore non trascurabile riguarda la reputazione degli investitori istituzionali: un fondo noto per la sua perseveranza nel monitorare le imprese e nel denunciare prassi scorrette acquisisce ulteriore credibilità⁸⁸. Ciò significa che, anche in assenza di interventi diretti, la minaccia di un'azione futura o di un coordinamento con altri investitori può bastare per spingere i manager a conformarsi a standard più elevati di governance interna. La cultura di responsabilità che si crea in tali condizioni offre ai membri del consiglio un sostegno per contrapporsi a un CEO troppo autoritario o a progetti che privilegiano l'interesse di pochi stakeholder. Nel contempo, la presenza di tali investitori può frenare eventuali conflitti tra i consiglieri e il management, poiché entrambi sanno di dover rendere conto a un soggetto vigile, competente e in grado di smuovere il consenso di altri azionisti.

⁸⁴ Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.

⁸⁵ Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *the Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.

⁸⁶ Edmans 2014, *Op. cit.*

⁸⁷ Alvarez *et al.* 2018, *Op. cit.*

⁸⁸ Coffee Jr, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Colum. L. Rev.*, 91, 1277.

Nei mercati emergenti, come evidenziato da Alvarez e colleghi⁸⁹, l’azione degli investitori istituzionali conduce a un rafforzamento delle garanzie per gli azionisti di minoranza, altrimenti soggetti ai rischi connessi alla concentrazione proprietaria e a rapporti collusivi tra i manager e la proprietà di controllo. Il consiglio, sapendo di poter essere esposto a richieste di trasparenza e di revisione delle strategie, assume un atteggiamento più prudente nella gestione del cash flow e in operazioni che potrebbero diluire il valore per gli azionisti. La legittimazione offerta da investitori istituzionali di caratura internazionale, inoltre, facilita l’accesso ai mercati di capitale, poiché la presenza di tali soggetti funge da segnale di affidabilità e di conformità ai criteri di buona governance⁹⁰. Dal quadro delineato, risulta che il ruolo degli investitori istituzionali, se efficacemente integrato nel tessuto decisionale, promuove non soltanto un controllo delle strategie e dei progetti societari, ma incentiva anche una mentalità improntata alla rendicontazione e al rispetto degli interessi diffusi. Tali investitori detengono uno status peculiare nel consiglio, potendo rappresentare un ponte tra la sfera manageriale e l’universo degli azionisti esterni, al fine di individuare soluzioni allineate alla massimizzazione del valore. Il potenziale di influenza è tuttavia condizionato da molteplici fattori, tra cui il livello di attenzione dedicato, la struttura dell’azionariato, le normative locali e l’eventuale presenza di altri soggetti di pari forza. Non di rado, la governance interna si tramuta in un’arena di negoziazione, nella quale gli investitori e i manager si scambiano informazioni e potenziali vantaggi, cercando di preservare l’armonia e di minimizzare i rischi di stallo decisorio. Inoltre, gli studi sopracitati convergono nel ritenere che gli investitori istituzionali rappresentino un elemento cruciale per rafforzare i meccanismi interni di governance, con un impatto che va ben oltre il possesso di azioni e si snoda lungo tutto il processo decisionale aziendale, agendo da collante tra la sfera societaria e la realtà dei mercati finanziari.

3.2. Strumenti di governance esterni e il confronto con gli strumenti interni

Secondo Manne⁹¹ la prospettiva del mercato per il controllo societario rappresenta uno dei meccanismi di governance esterni più consolidati nell’ambito degli studi economici,

⁸⁹ Alvarez *et al.* 2018, *Op. cit.*

⁹⁰ Hartzell & Starks 2003, *Op. cit.*

⁹¹ Manne, H. G. (2019). Mergers and the market for corporate control. In *Corporate Governance* (pp. 27-38). Gower.

poiché la minaccia di una potenziale acquisizione ostile può esercitare pressioni profonde sulla dirigenza interna, inducendola a comportamenti di maggiore responsabilità e rigore nella gestione. L'argomento ruota intorno all'idea che gli azionisti, percependo la possibilità di cedere il proprio pacchetto di titoli a un soggetto interessato ad assumere il controllo della società, si sentano incentivati a valutare con attenzione le scelte manageriali. L'intrusione di un acquirente esterno, pronto a proporre un premio sul prezzo di mercato delle azioni, crea un ambiente competitivo capace di spingere il top management a perseguire strategie di massimizzazione del valore. Manne, attraverso un'analisi approfondita delle oscillazioni di borsa e dei piani di fusione del periodo, ha delineato un quadro in cui l'assetto proprietario frammentato agevola la manifestazione di takeovers finalizzati a sostituire i vertici societari considerati inadeguati. Tale configurazione esterna differisce strutturalmente dalle dinamiche interne di monitoraggio, in cui il consiglio di amministrazione e i comitati esecutivi intendono disciplinare i manager mediante contratti e incentivi, senza affidarsi a forze di mercato capaci di decapitare in modo repentino la governance esistente.

Secondo Jensen e Meckling⁹² la contrapposizione tra governance esterna e governance interna si radica nella tensione tra il bisogno di allineare gli interessi di manager e azionisti e la presenza di costi di agenzia che sorgono proprio quando il management non risulta sufficientemente responsabilizzato dai meccanismi contrattuali interni. In base al loro studio, i sistemi di controllo interni, seppur fondamentali, non sempre sono in grado di contenere comportamenti opportunistici, specialmente in organizzazioni di grandi dimensioni in cui la dispersione della proprietà limita la capacità degli azionisti di esercitare pressioni effettive. L'acquisizione ostile, in questo scenario, si qualifica come strumento esterno che, bypassando i limiti fisiologici del controllo interno, introduce la prospettiva di una sostituzione diretta dei manager. L'ipotesi è che la minaccia di un takeover, laddove la struttura proprietaria e il quadro normativo lo consentano, indirizzi i dirigenti verso decisioni che massimizzano il valore delle azioni, generando un effetto disciplinante complementare ai presidi posti in essere dal consiglio di amministrazione e dall'assemblea dei soci.

Uno studio condotto da Shleifer e Vishny⁹³ mette in luce ulteriori strumenti di governance

⁹² Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

⁹³ Shleifer & Vishny 1997, *Op. cit.*

esterni, affiancando al mercato del controllo societario anche la competizione del mercato dei prodotti come fattore potenzialmente disciplinante. Quando un'impresa opera in settori caratterizzati da forte concorrenza, i manager poco efficienti faticano a garantire performance adeguate, esponendosi alla pressione degli investitori e alla concreta possibilità di essere rimpiazzati. Tale effetto concorrenziale, nel contesto di un'economia sempre più globalizzata, plasma un meccanismo esterno di correzione che, in alcuni casi, risulta persino più solido degli strumenti interni, in quanto non si fonda su regole formali di governance o su contratti di natura privata, bensì sulla logica di sopravvivenza nel proprio settore. Shleifer e Vishny ravvisano un'asimmetria di fondo tra contesti industriali con elevata competizione e contesti caratterizzati da barriere all'entrata, suggerendo che la governance interna fatichi maggiormente a esercitare un impatto incisivo in quelle aziende protette dal mercato, nelle quali la disciplina proveniente dalla concorrenza si rivela attenuata.

In base a un'analisi di Fama⁹⁴, l'abilità di un meccanismo esterno di governance dipende anche dal funzionamento dei mercati del lavoro per i manager, che includono la fama e la reputazione come variabili decisive. Egli evidenzia che, laddove i manager agiscano in modo subottimale in presenza di un sistema di controllo interno debole, la prospettiva di essere penalizzati sul mercato del lavoro managerialmente qualificato funge da deterrente. Tale dimensione esterna, pur sfiorando dinamiche di natura contrattuale che si manifestano all'interno dell'impresa, trascende l'impalcatura degli accordi stipulati con l'azienda, poiché si colloca su un livello più ampio, nel quale i dirigenti competono tra loro in un contesto intersoggettivo che premia competenze e risultati concreti. Fama sottolinea che l'efficacia di questa forma di disciplina esterna dipende in modo sostanziale dalla trasparenza dei mercati finanziari, dall'elevato grado di diffusione delle informazioni e dalla robustezza degli indicatori di performance, tutti elementi che consentono di identificare con precisione sia gli esecutivi poco performanti sia quelli invece capaci di generare valore aggiunto.

Uno studio di Coffee⁹⁵ approfondisce le implicazioni giuridiche e istituzionali dei meccanismi di governance esterni, confrontandole con le strutture interne maggiormente

⁹⁴ Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.

⁹⁵ Coffee Jr, J. C. (1998). Future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Nw. UL Rev.*, 93, 641.

diffuse nei sistemi di common law rispetto ai sistemi di civil law. Coffee rileva che in contesti normativi più flessibili, caratterizzati da minori restrizioni e da una protezione degli investitori esterni relativamente forte, il mercato del controllo societario opera con maggiore incisività, favorendo operazioni di fusione e acquisizione. Al contrario, in giurisdizioni dove le leggi a tutela degli azionisti risultano meno solide, gli operatori esterni faticano a organizzare takeover ostili, trovando barriere di natura legale o culturale che compromettono l'efficacia disciplinante di tale meccanismo. Coffee evidenzia altresì che i meccanismi interni, come l'influenza del consiglio di sorveglianza, la presenza di amministratori indipendenti e l'uso di comitati di revisione, acquistano una maggiore rilevanza proprio in quei sistemi in cui i canali di mercato non possono operare in modo fluido, determinando un adattamento dell'assetto di governance complessivo alle caratteristiche dell'ambiente istituzionale di riferimento.

Secondo Bebchuk⁹⁶ l'esistenza di barriere difensive erette dalle società target, come clausole anti-takeover e pillole avvelenate, condiziona il dualismo tra governance interna ed esterna. Tali misure, implementate dalla dirigenza in sinergia con i consigli di amministrazione, mirano a scoraggiare scalate ostili, attribuendo un potere negoziale superiore agli amministratori interni. Bebchuk osserva che un ricorso eccessivo a stratagemmi di difesa può rendere i meccanismi esterni poco efficaci nel breve periodo, conferendo una protezione quasi impermeabile ai manager incapaci di perseguire adeguati risultati economici. Dal confronto, emerge come i sistemi interni debbano comunque bilanciarsi con un minimo di pressione proveniente dal mercato, altrimenti si corre il rischio di trasformare la governance in un recinto blindato, nel quale gli azionisti subiscono passivamente le scelte del top management. Bebchuk riconosce, tuttavia, che una certa protezione, se calibrata correttamente, permette alle imprese di evitare attacchi speculativi o meramente opportunistici, mantenendo la continuità strategica e la capacità di orientare gli investimenti a lungo termine.

Uno studio di La Porta e colleghi⁹⁷ sottolinea che, in contesti in cui la protezione legale degli azionisti di minoranza è più sviluppata, i meccanismi di governance esterni assumono un ruolo ancora più marcato, poiché gli investitori confidano nella possibilità

⁹⁶ Bebchuk, L. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. NBER Working Paper No. 7203.

⁹⁷ La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

di esercitare un'influenza decisiva sulle scelte aziendali, anche attraverso operazioni di mercato e pressioni esercitate sui prezzi dei titoli. L'analisi comparata di diversi ordinamenti, condotta dal gruppo di ricerca, mostra che le strutture interne non sempre compensano lacune legali e che, in molti casi, l'assenza di un solido quadro normativo disinnescia la forza disciplinare del mercato per il controllo. Secondo gli autori, il rafforzamento delle garanzie legali agli investitori stranieri e minoritari crea un panorama in cui le imprese sono esposte a scrutinio costante, aumentando la probabilità che operazioni esterne di governance, come acquisizioni o iniziative di shareholder activism, possano concretizzarsi quando i rendimenti e la qualità manageriale risultano insoddisfacenti.

Uno studio condotto da Gompers e colleghi⁹⁸ introduce un'analisi quantitativa del legame tra solidità dei meccanismi di governance e performance di mercato. Gli autori elaborano un indice di qualità della governance (il cosiddetto G-Index) che include non soltanto variabili interne come la composizione del consiglio di amministrazione e le strutture di incentivi, ma anche l'assenza o la presenza di strumenti difensivi verso acquisizioni esterne. Secondo i risultati emersi, le imprese con un G-Index basso – ovvero aziende dotate di minori barriere anti-takeover e di strutture interne più trasparenti – mostrano rendimenti azionari più elevati nel lungo periodo rispetto a quelle caratterizzate da un G-Index elevato. Tale riscontro empirico suggerisce che un equilibrio tra meccanismi interni aperti e la possibilità concreta di subire scalate ostili favorisce l'efficienza operativa, poiché i manager sanno di poter essere sostituiti senza ostacoli ingiustificati se non riescono a generare valore per gli azionisti. Questi autori evidenziano come un assetto di governance equilibrato generi fiducia negli investitori e favorisca l'elasticità dei sistemi di controllo, che non dipendono esclusivamente dal consiglio di amministrazione o da comitati ristretti.

Un'analisi di Gillan e Starks⁹⁹ si concentra su un altro strumento di governance esterno, ovvero l'azionariato attivista, considerando il ruolo degli hedge fund e dei fondi pensione che, attraverso campagne pubbliche o trattative private, esercitano una pressione significativa sui team manageriali. L'aspetto esterno, in questo caso, risiede nel fatto che l'influenza non viene agita soltanto con i poteri statutari di voto o con le nomine in seno

⁹⁸ Gompers *et al.* 2003, *Op. cit.*

⁹⁹ Gillan & Starks 2000, *Op. cit.*

ai consigli, ma mediante la costruzione di un consenso tra gli altri azionisti e la mobilitazione dell'opinione pubblica finanziaria. Gillan e Starks mostrano che, nelle imprese con un'ampia presenza di investitori istituzionali, l'attivismo azionario rappresenta un meccanismo di governance esterno che si affianca ai tradizionali presidi interni, creando un'ulteriore fonte di supervisione. L'effetto di tali interventi risulta particolarmente evidente quando la struttura proprietaria non è eccessivamente concentrata e i costi di coordinamento tra gli azionisti rimangono contenuti, consentendo un'azione collettiva più incisiva.

In base a un'osservazione di Brav e colleghi¹⁰⁰, l'hedge fund activism, a differenza del tradizionale sistema di proxy fight o del takeover ostile, opera su un piano di negoziazione spesso confidenziale, mirando a migliorare la governance interna e la performance operativa senza necessariamente capovolgere l'organo amministrativo. Gli autori evidenziano che la potenzialità di un'attività di engagement esterno dei fondi speculativi risiede nella capacità di individuare inefficienze specifiche e di esercitare pressioni mirate, al di là della prospettiva di un cambio di controllo societario. Tale forma di governance esterna può risultare vantaggiosa laddove i meccanismi interni non si dimostrino abbastanza flessibili nell'adottare variazioni rapide di strategia o interventi correttivi. Questi autori confermano che, sebbene l'hedge fund activism non sia sempre risolutivo, la semplice presenza di investitori potenzialmente aggressivi in termini di richieste di cambiamento può influenzare il comportamento dei manager, stimolandoli a rafforzare la governance interna per scongiurare intrusioni.

Un'indagine di Karpoff e colleghi¹⁰¹ sulla dimensione sanzionatoria del contesto esterno suggerisce che la reputazione del consiglio di amministrazione e del team esecutivo subisce ripercussioni significative nel caso di sanzioni legali e regolamentari. Gli studiosi dimostrano che l'azione delle autorità di vigilanza e i procedimenti giudiziari agiscono come un meccanismo di governance esterno poiché, al manifestarsi di violazioni normative o di frodi contabili, si innesca un processo di sfiducia generalizzata che colpisce non soltanto i manager direttamente implicati, ma anche la credibilità complessiva della struttura interna di supervisione. Questi autori osservano come i mercati reagiscano con un impatto negativo sui prezzi azionari e, di conseguenza, come i

¹⁰⁰ Brav *et al.* 2008, *Op. cit.*

¹⁰¹ Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of financial economics*, 42(3), 365-395.

costi di finanziamento possano lievitare sensibilmente. Questo scenario di “punizione” collettiva opera su un piano esterno, essendo innescato sia dalle autorità pubbliche sia dal giudizio degli investitori, che non è mediato da alcun organo interno specifico. Ne deriva un incentivo aggiuntivo, per il consiglio di amministrazione, a rafforzare i sistemi di compliance e di monitoraggio, nel tentativo di ridurre il rischio di scandali e le relative conseguenze sul valore di mercato.

In uno studio successivo, Cremers e Nair¹⁰² esplorano la correlazione tra governance interna, governance esterna e risultati in termini di creazione di valore, mettendo in luce che le imprese dotate di una combinazione equilibrata tra board indipendenti e minaccia credibile di takeover mostrano un premio di rendimento superiore rispetto alle imprese che si affidano esclusivamente a uno dei due canali di controllo. Gli autori sostengono che la mera presenza di amministratori indipendenti non basta a garantire un monitoraggio effettivo, laddove non vi sia un mercato sufficientemente libero di sanzionare la cattiva gestione con una potenziale acquisizione ostile. Tale constatazione enfatizza la natura complementare tra governance interna ed esterna, in cui la prima si concentra su aspetti contrattuali e di configurazione organizzativa, mentre la seconda fa leva sulla contingenza di fenomeni di mercato, sulle pressioni concorrenziali e sulle iniziative di shareholder activism. Cremers e Nair evidenziano che l’integrazione di questi due poli di controllo genera un effetto sinergico, poiché la governance interna si rafforza nel momento in cui un meccanismo esterno, come il mercato del controllo o l’azione concertata degli investitori, si mantiene costantemente pronto a intervenire.

Secondo Aggarwal e colleghi¹⁰³, gli investitori istituzionali esteri rappresentano un ulteriore veicolo di governance esterna, soprattutto per le imprese quotate nei mercati emergenti che cercano capitali internazionali. Gli autori documentano che, quando i capitali provengono da investitori stranieri con ampie competenze nella valutazione del rischio e con una sofisticata conoscenza del diritto societario globale, le aziende subiscono una trasformazione graduale nei propri assetti di governo, adottando regole più trasparenti e, in taluni casi, avviando riforme interne per evitare di apparire opache agli occhi degli azionisti internazionali. Tale fenomeno, pur originato esternamente, ricade in maniera sostanziale sulla governance interna, modificando la composizione del board e

¹⁰² Cremers & Nair 2005, *Op. cit.*

¹⁰³ Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, 100(1), 154-181.

introducendo policy di maggiore tutela per gli investitori. Questi autori spiegano che, in simili circostanze, la presenza di fondi esteri funge da catalizzatore per una convergenza verso standard di governance più elevati, suggerendo che il confine tra interno ed esterno risulti talvolta fluido e caratterizzato da intersezioni di notevole rilevanza.

Secondo Bolton e von Thadden¹⁰⁴ esiste una correlazione tra la struttura del debito di un’impresa e l’impatto dei meccanismi di governance esterni, poiché l’architettura finanziaria può agevolare o ostacolare un eventuale takeover, influenzando la capacità di terzi di prendere il controllo in modo efficiente. Se l’impresa adotta una politica di leva finanziaria elevata, l’acquirente potenziale potrebbe trovare più complesso rifinanziare i debiti e quindi risulterebbe meno interessato all’operazione di acquisto. D’altro canto, un livello modesto di debito rende l’impresa appetibile per operazioni di leveraged buyout, intensificando la pressione esterna sul management, che si troverebbe sotto la costante minaccia di acquisizioni finanziate con capitale di debito. Questa dimensione spiega che la governance interna non può prescindere da scelte di natura finanziaria che calibrano la resistenza dell’azienda a operazioni esterne, determinando in modo implicito l’efficacia di tale meccanismo nel disciplinare i dirigenti.

Un approccio comparato di Franks e Mayer¹⁰⁵ sulle differenze tra i sistemi anglosassoni e quelli continentali segnala che, nei primi, i meccanismi di governance esterni hanno un ruolo più incisivo, mentre nelle economie europee caratterizzate da proprietà concentrata e da banche con funzioni di monitoraggio, il controllo interno acquisisce peso maggiore. Gli studiosi individuano radici storiche e istituzionali di questo fenomeno, collegandole alle modalità di finanziamento delle imprese e all’assetto legale che regola le fusioni e le acquisizioni. L’analisi mette in risalto come il confronto tra strumenti esterni e interni non possa prescindere dal contesto nazionale in cui le imprese operano, poiché la cultura giuridica e la struttura proprietaria definiscono i margini di applicazione effettiva dei meccanismi di mercato. Franks e Mayer rilevano che nei sistemi bancocentrici, dove l’accesso al credito dipende in larga misura da relazioni di lungo termine, i manager sono soggetti a una forma di controllo interno più immediata, mentre la disciplina proveniente dalle acquisizioni ostili risulta limitata da vincoli regolamentari e dall’assenza di mercati

¹⁰⁴ Bolton, P., & Von Thadden, E. L. (1998). Blocks, liquidity, and corporate control. *The journal of finance*, 53(1), 1-25.

¹⁰⁵ Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of financial economics*, 40(1), 163-181.

finanziari sufficientemente sviluppati.

Secondo Roe¹⁰⁶ la sfera politica può influenzare la funzione di governance esterna nel confronto con i meccanismi interni, in quanto le normative sul diritto societario, sui poteri dell'assemblea e sulle modalità di elezione degli amministratori subiscono spesso interferenze da parte dei gruppi politici o degli organismi che vogliono tutelare interessi pubblici o privati. Se, da un lato, l'intento di proteggere l'occupazione e la stabilità del tessuto economico può limitare l'efficacia dei takeover ostili, dall'altro lato, politiche di liberalizzazione e privatizzazione possono rafforzare il ruolo del mercato come strumento di governance, inducendo le imprese a strutturarsi in modo da attrarre investitori e ridurre i costi di agenzia. Roe afferma che la commistione tra politica e governance diventa una variabile cruciale per comprendere la dinamica reale tra governance esterna e interna, evidenziando come la tutela del controllo interno talvolta rifletta interessi di natura socio-economica o corporativa piuttosto che logiche di creazione di valore per gli azionisti.

3.3. Implicazioni del ruolo attivo degli investitori istituzionali: impatti sulla performance aziendale

Gli effetti che scaturiscono da un intervento attivo degli investitori istituzionali sul piano delle performance aziendali appaiono soggetti a complesse dinamiche di interazione tra struttura proprietaria, incentivi manageriali e intensità del monitoraggio esercitato. Secondo Ward e colleghi¹⁰⁷, gli investitori con un orientamento attivo risultano capaci di migliorare sensibilmente l'efficienza degli investimenti, in virtù di una sorveglianza costante sui progetti intrapresi e di un confronto serrato con il management in merito alle allocazioni di capitale. Tali autori mettono in evidenza come un'attività di controllo motivata, svolta da istituzioni che detengono quote significative, riduca l'inerzia e le inefficienze interne, determinando un effetto di disciplinamento su quei dirigenti che mostrano esitazioni o che privilegiano iniziative di breve periodo a scapito di una traiettoria di crescita sostenibile. La presenza di investitori attivi, nella prospettiva delineata, spinge il consiglio di amministrazione a rivedere le strategie aziendali con maggior rigore, ponendo l'accento su rendimenti attesi e criteri di valutazione analitica.

¹⁰⁶ Roe, M. J. (2003). *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*. OUP Oxford.

¹⁰⁷ Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2020). Motivated monitoring by institutional investors and firm investment efficiency. *European Financial Management*, 26(2), 348-385.

Questi autori evidenziano un incremento tangibile nella redditività e nell'equilibrio finanziario, derivante dalla tempestiva correzione di progetti non redditizi e dall'ottimizzazione dei piani di investimento, generando risultati apprezzabili anche sotto il profilo dell'innovazione di prodotto e del posizionamento competitivo.

L'effetto di stimolo alla creazione di valore, nella prospettiva di un coinvolgimento attivo, non si limita al semplice miglioramento dell'efficienza negli investimenti, ma interessa altresì la gestione operativa quotidiana. Numerosi contributi nella letteratura di corporate governance, come quello condotto da Gillan e Starks¹⁰⁸, hanno messo in luce che gli investitori istituzionali, specialmente quando mantengono un orizzonte temporale intermedio-lungo, tendono a sostenere politiche di ristrutturazione, riorganizzazione dei processi e implementazione di controlli di gestione più stringenti. In questa cornice, l'idea di "motivated monitoring" suggerita da Ward e colleghi assume contorni particolarmente significativi: l'investitore istituzionale, spinto da responsabilità fiduciaria e da esigenze di massimizzazione del ritorno per i sottoscrittori, si impegna a garantire che le risorse aziendali vengano impiegate con disciplina e trasparenza, riducendo l'opacità che talvolta contraddistingue le imprese a proprietà frammentata. Questo intervento attivo incide sulle performance aziendali poiché, oltre a limitare forme di opportunismo dirigenziale, introduce meccanismi di valutazione continua dei piani strategici, con un riscontro positivo sui risultati di periodo.

Un altro contributo di grande rilevanza deriva dal lavoro di Alvarez e colleghi¹⁰⁹, in cui si sottolinea come gli investitori istituzionali attivi agiscano da catalizzatori nel rafforzamento delle strutture di governance. L'analisi condotta sugli effetti di tali investitori nei mercati emergenti mostra che, laddove si registri una presenza consistente di azionisti istituzionali, si assiste a un incremento degli investimenti produttivi e a una minore resistenza interna nell'adottare decisioni incentrate sul lungo termine. Gli autori sostengono che questa spinta allo sviluppo nasca dal potere negoziale esercitato su consigli di amministrazione a volte inattivi, i quali, costretti a confrontarsi con una componente proprietaria ben organizzata, sono più propensi a selezionare progetti a più alto potenziale di rendimento. L'effetto si traduce in una crescita della performance, evidenziata dal miglioramento delle metriche di profitabilità e da un impatto positivo sul

¹⁰⁸ Gillan & Starks 2000, *Op. cit.*

¹⁰⁹ Alvarez *et al.* 2018, *Op. cit.*

valore di mercato, che beneficia di una percezione di maggiore solidità gestionale. Questi autori sottolineano inoltre che gli investitori istituzionali non si limitano a richiedere un uso efficiente del capitale, ma incoraggiano anche pratiche di trasparenza e di accountability, ponendo particolare enfasi sui meccanismi di reporting e di disclosure finanziaria. Tale attenzione incide ulteriormente sui risultati di periodo, in quanto riduce l'asimmetria informativa e promuove una reputazione più solida nel mercato dei capitali, agevolando l'accesso a nuove fonti di finanziamento a costi ridotti.

Nella stessa direzione si muovono i risultati di Appel e colleghi¹¹⁰, secondo i quali la presenza di investitori attivi, capaci di coalizzarsi per influenzare le decisioni aziendali, favorisce l'emergere di strategie più incisive sul piano della performance. Gli autori sottolineano che l'attivismo di alcuni soggetti, unitamente alla convergenza di interessi con altre istituzioni, scatena un processo virtuoso nel quale la credibilità di chi promuove proposte di trasformazione interna viene rafforzata dalla mole di capitale aggregata. Tale dinamica consolida l'efficacia delle iniziative di rinnovamento, inducendo il management a ridimensionare pratiche inefficaci e a intraprendere manovre di rilancio rivolte ai mercati esteri o a segmenti di business più redditizi. Questi autori evidenziano inoltre come la presenza di investitori attivi, in grado di richiamare l'attenzione di altri azionisti sulle inefficienze di un'impresa, incentivi la sostituzione di dirigenti che abbiano dimostrato performance deludenti, generando un effetto positivo sull'andamento generale dei corsi azionari. La letteratura derivante da tali studi suggerisce che l'attivismo non debba essere interpretato come mera ingerenza estemporanea, bensì come un processo di allineamento continuo degli incentivi interni ed esterni.

All'interno del quadro teorico più ampio, autori come Edmans¹¹¹ avevano già messo in evidenza come gli investitori istituzionali che svolgono un ruolo attivo possano modificare le strutture di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti, vincolandole maggiormente alle metriche di performance. Tale collegamento tra compensi e risultati orienta la condotta del management verso scelte più vicine all'interesse degli azionisti, riducendo situazioni di moral hazard e incentivando l'adozione di piani a medio termine. Questa correlazione, secondo le analisi empiriche, esercita un impatto positivo sui tassi di crescita e sui margini operativi, anche in contesti di turbolenza congiunturale.

¹¹⁰ Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2019). Standing on the shoulders of giants: The effect of passive investors on activism. *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2720-2774.

¹¹¹ Edmans 2014, *Op. cit.*

L'approccio proposto da Edmans fa leva sull'idea che un'uscita tempestiva e massiccia da parte degli investitori istituzionali possa danneggiare la reputazione del top management, innescando un vortice di sfiducia che induce il board a riconsiderare le politiche aziendali. La prospettiva di un'eventuale sanzione di mercato spinge dunque i dirigenti a garantire standard di performance più elevati per preservare la fiducia di questi azionisti.

L'osservazione di alcuni casi pratici suggerisce che la presenza di un forte blocco istituzionale spesso permette la realizzazione di accordi informali col management, evitando la necessità di arrivare a conflitti aperti o a sostituzioni radicali. Il patto implicito prevede che i manager si conformino alle raccomandazioni di chi detiene una quota notevole del capitale, mentre gli investitori si impegnano a non avviare azioni aggressive che possano destabilizzare l'assetto proprietario. Tale intesa, se finalizzata a obiettivi di crescita e di stabilità finanziaria, può tradursi in miglioramenti tangibili nei margini di redditività e nella produttività, con un conseguente impatto positivo su tutto il sistema stakeholder. In tal modo, l'azione attiva degli investitori funge anche da strumento di mitigazione di potenziali conflitti tra manager e soci di minoranza, promuovendo una cultura aziendale più aperta al confronto e all'innovazione strategica¹¹².

La letteratura si è altresì interrogata sui possibili rischi associati all'attivismo istituzionale, temendo che un eccesso di pressioni di breve periodo possa minare investimenti a lungo termine ad alto contenuto di incertezza. Alcuni studi passati sostengono che gli investitori focalizzati su risultati trimestrali possano forzare politiche di taglio dei costi, restrizioni sugli investimenti in ricerca e sviluppo o altre operazioni finalizzate a incrementare subito la redditività, sacrificando prospettive innovative che richiedono orizzonti più estesi. Tuttavia, in molte situazioni, la convergenza di interessi tra gestori istituzionali e obiettivi di crescita sostenibile attenua la spinta a fare cassa nel breve termine, ponendo l'accento su una pianificazione strategica che porti frutti duraturi. Gli investitori attivi, in sostanza, non operano in maniera omogenea: alcuni mostrano una tendenza a incentivare progetti di lungo corso, includendo metriche ambientali e sociali nei criteri di valutazione, mentre altri si concentrano su incrementi immediati di valore

¹¹² Carleton, W. T., Nelson, J. M., & Weisbach, M. S. (1998). The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The journal of finance*, 53(4), 1335-1362.

azionario¹¹³.

Il dibattito empirico, comunque, indica che la partecipazione attiva di alcuni investitori istituzionali corrisponde a un innalzamento complessivo della performance, a condizione che il management risulti recettivo a proposte di rinnovamento e che i canali di comunicazione siano ben strutturati. In settori caratterizzati da forte competizione e innovazione accelerata, l'apporto di competenze specialistiche offerto dai fondi attivi può guidare il management nella ricerca di soluzioni organizzative e tecnologiche più avanzate, generando un vantaggio competitivo in grado di tradursi in rendimenti superiori. In questo contesto, risulta determinante l'apporto di analisti interni ai fondi, capaci di selezionare progetti ad alto potenziale e di individuarne le criticità in modo tempestivo, promuovendo successivamente un dialogo serrato con i dirigenti responsabili¹¹⁴.

Le implicazioni sul piano della redditività si manifestano anche nelle scelte di allocazione del capitale e nelle strategie di mergers and acquisitions. Studi approfonditi, come quello condotto da Brav e colleghi¹¹⁵, evidenziano che i fondi istituzionali più attivi, intervenendo nelle fasi preliminari di due diligence, favoriscono la realizzazione di operazioni più ponderate, limitando la tendenza dei manager a perseguire acquisizioni meramente volte a espandere il perimetro aziendale senza considerare attentamente i ritorni attesi. In un'ottica evolutiva, si delineano dunque organizzazioni più snelle, in cui la governance risulta arricchita da un meccanismo interno di reciproco controllo tra manager e istituzioni finanziarie. Tale sinergia è correlata con i miglioramenti di performance sotto molteplici profili: dalla riduzione del costo del capitale al miglioramento dell'indice di rotazione del magazzino, sino a parametri più raffinati come l'efficienza nella gestione della catena di fornitura.

La presenza di investitori istituzionali attivi, peraltro, non determina un impatto esclusivamente positivo in qualsiasi circostanza: alcuni contesti regolamentari possono favorire iniziative aggressive di hedge fund, che tendono a spingere ristrutturazioni drastiche, vendita di asset non strategici e dimissioni di top manager, con effetti potenzialmente destabilizzanti se l'impresa attraversa una fase di riorganizzazione

¹¹³ Porter, M. E. (1992). Capital choices: Changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2), 4-16.

¹¹⁴ Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2009). 11. the evolution of shareholder activism in the United States. In *Us corporate governance* (pp. 202-240). Columbia University Press.

¹¹⁵ Brav *et al.* 2008, *Op. cit.*

complessa. Il ruolo propulsivo degli investitori attivi nel migliorare la performance va quindi commisurato alla capacità di bilanciare le esigenze di breve periodo con le necessità di consolidamento di lungo termine. Gli autori che si occupano di corporate governance, in generale, evidenziano che tale equilibrio dipenda molto dalle dinamiche di ownership concentration e dallo stile operativo dei fondi, nonché dal grado di indipendenza del consiglio di amministrazione¹¹⁶.

Il fermento di ricerche in materia conferma come l'ingresso di investitori attivi porti a una rivisitazione critica delle linee strategiche. Le imprese, incentivando una cultura del risultato e responsabilizzando i dirigenti, beneficiano di un meccanismo correttivo che riduce la tentazione di scelte avventate. L'influenza esercitata da tali investitori si declina in pratiche di engagement, a volte condotte con discrezione e altre volte pubblicizzate, incluse in proposte di voto assembleare che sollecitano ampi stravolgimenti nell'assetto societario. Tali interventi incidono sulle metriche di performance di breve e medio termine, mentre gli effetti sulle strategie a lungo raggio dipendono dalla configurazione interna e dall'approccio del top management alle richieste di cambiamento¹¹⁷.

L'attenzione prestata al monitoraggio e alla promozione di scelte manageriali oculate si correla in modo diretto con l'obiettivo finale degli investitori attivi di incrementare il valore delle proprie partecipazioni. Nel panorama competitivo attuale, la reputazione di un fondo come attore rigoroso e pronto a intervenire può condizionare le aspettative di mercato: la sola notizia di un suo ingresso nel capitale di una società può spingere altri operatori a rivalutare la solidità dell'impresa e la sostenibilità delle sue scelte strategiche, influenzando positivamente i corsi azionari. Le evidenze fornite dai sopraccitati studi confermano, in sostanza, che l'attivismo istituzionale si traduce in un fattore di stimolo per la performance, a patto che trovi una struttura di governance aperta e recettiva, in grado di trasformare la pressione esterna in meccanismi di miglioramento costante.

3.4. Effetti del ruolo passivo degli investitori istituzionali sulle paghe dei manager

Gli studi empirici hanno evidenziato come la crescita degli investitori istituzionali caratterizzati da un approccio passivo, soprattutto nel segmento degli index fund, possa plasmare in maniera talvolta indiretta i meccanismi di remunerazione dei vertici societari,

¹¹⁶ Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.

¹¹⁷ Bebchuk, L. A. (2007). The myth of the shareholder franchise. *Va. L. Rev.*, 93, 675.

determinando effetti non necessariamente univoci sul livello e sulla struttura degli emolumenti direzionali. Secondo Appel e colleghi¹¹⁸, l'espansione delle quote possedute da fondi indicizzati in imprese quotate ha modificato il panorama dell'azionariato, poiché tali investitori appaiono meno propensi a dismettere rapidamente le posizioni e, allo stesso tempo, mostrano una tendenza a non intervenire con azioni di monitoraggio continuo. In quella prospettiva, i manager potrebbero trarre vantaggio da una vigilanza meno pressante, che talora facilita la stabilità dei contratti retributivi già in essere. Il loro studio, tuttavia, rivela anche un aspetto controidintuitivo: la presenza crescente di investitori passivi può generare un sostegno incrementale per proposte di governance volte a imporre forme di trasparenza nei piani di incentivazione, con conseguenze ambivalenti sulla probabilità di porre un tetto a compensi giudicati eccessivi. L'inerzia decisionale e la necessità di seguire gli indici di riferimento possono indurre i gestori di tali fondi a votare in maniera omogenea rispetto alle linee guida di proxy advisor, senza sviluppare un'analisi approfondita delle dinamiche retributive, favorendo un controllo limitato se non addirittura lacunoso.

Uno studio condotto da Bebchuk e Hirst¹¹⁹ su un ampio campione di imprese statunitensi mostra come gli index fund, sebbene talvolta percepiti come attori neutri, abbiano incentives ridotti a contrastare pacchetti retributivi sproporzionati, in quanto l'incremento del valore di mercato di una singola società risulta marginale nel portafoglio fortemente diversificato di un investitore indicizzato. Tale struttura di incentivi può indebolire la volontà di esercitare pressioni contro schemi di compenso manageriale poco allineati alla performance di lungo termine. All'interno di quella cornice, il loro lavoro suggerisce che l'assenza di sanzioni immediate, congiunta alla stabilità del mandato d'investimento passivo, possa esporre le imprese a un rischio di ingegneria contrattuale favorevole ai top manager. L'osservazione secondo cui i fondi indicizzati votino di frequente in modo conforme alle raccomandazioni dei proxy advisor, senza un'analisi esaustiva del design retributivo, avvalora l'ipotesi di una parziale corresponsabilità di tali operatori nel perpetuare contratti molto generosi, corroborando il ruolo passivo come fattore di attenuazione del controllo effettivo.

¹¹⁸ Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 111-141.

¹¹⁹ Bebchuk, L. A. & Hirst, S. (2019). Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy. *Columbia Law Review*, 119, 2029–2146.

Un'indagine di Brav e colleghi¹²⁰ mette in luce ulteriori sfumature legate all'inerzia dei fondi passivi nei processi deliberativi: dal loro punto di vista, le iniziative di voto concernenti le paghe dei dirigenti, in mancanza di un conflitto palese, tendono a seguire una linea di minor resistenza, che si concretizza nell'accettazione delle proposte dell'alta dirigenza. Tale dinamica, sul versante gestionale, può implicare una negoziazione meno serrata sui parametri remunerativi, soprattutto nelle imprese in cui la componente equity-based della paga è determinante. L'analisi condotta su diverse assemblee annuali evidenzia come un elevato peso di investitori passivi possa tradursi in un minor numero di contestazioni specifiche alle proposte di compenso, in parte perché i gestori di tali fondi non desiderano incorrere in costi di approfondimento e di engagement reputati troppo elevati rispetto ai benefici. Al contempo, la possibilità di coalizione con investitori attivi appare limitata da restrizioni regolamentari e dalla stessa filosofia gestionale dei fondi indicizzati, maggiormente focalizzati nel replicare l'andamento di un indice piuttosto che nell'influenzare gli assetti di governance di ogni singola impresa.

Secondo Ferri e Maber¹²¹, l'introduzione di meccanismi di say-on-pay nel contesto anglosassone ha contribuito a intensificare il dibattito sulla legittimità delle remunerazioni dirigenziali, ma l'efficacia di tale strumento dipende in modo sensibile dal coinvolgimento degli investitori istituzionali. Nel loro studio, il ruolo passivo dei fondi indicizzati emerge come un fattore di potenziale fragilità, in quanto tali investitori, pur avendo il diritto di esprimersi, spesso non implementano un esame rigoroso delle componenti variabili della paga di vertice. L'effetto tangibile di un pronunciamento assembleare, secondo la loro analisi, può rivelarsi meno incisivo in presenza di un azionariato dominato da soggetti passivi, i quali non si attivano per ridefinire parametri quali il rapporto tra bonus cash e premi azionari o l'orizzonte temporale di maturazione delle stock option. L'assenza di un contrappeso solido alle proposte manageriali innalza la probabilità di politiche retributive che prediligono l'enfasi su risultati di breve periodo, a scapito di un effettivo allineamento di interessi.

Harford e colleghi¹²² prendono in esame l'incidenza dei fondi passivi sulle scelte di

¹²⁰ Brav, A., Jiang, W., Li, T., & Pinnington, J. (2020). Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests. *Columbia Business School Research Paper*, (18-16).

¹²¹ Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.

¹²² Harford, J., Kecskés, A., & Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making?. *Journal of Corporate Finance*, 50, 424-452.

governance, dimostrando che la silenziosa influenza di tali istituzioni può spingere i manager ad assumere scelte conservative sul piano strategico, soprattutto quando la massa di investimenti indicizzati risulta considerevole. Nel contesto della retribuzione esecutiva, la loro ricerca registra una correlazione tra la maggiore presenza di investitori passivi e la stabilità di compensi di tipo equity-based, interpretata come un segnale della scarsa propensione di questi investitori a confrontarsi apertamente con il board sulle metriche di performance sottostanti ai piani di stock option. L'approccio passivo, in circostanze simili, non determina necessariamente un aumento dei compensi aggregati, ma si traduce piuttosto in una riduzione delle pressioni negoziali volte a ristrutturare l'architettura retributiva in caso di risultati finanziari deludenti. Secondo gli autori, ciò può favorire la cristallizzazione di contratti generosi e scarsamente modulati in base al rischio, con conseguenze controverse sulle dinamiche di risanamento aziendale.

Uno studio successivo di Crane e colleghi¹²³ rileva che la diffusione dei fondi passivi, se associata a una concentrazione significativa di partecipazioni, possa produrre effetti non lineari. Da un lato, l'approccio indicizzato tende a ridurre gli incentivi a vendere repentinamente le azioni di una società, circostanza che, in linea teorica, potrebbe concedere maggiore spazio al confronto sul tema della remunerazione. Dall'altro lato, la condotta effettiva di tali investitori mostra un ricorso moderato all'engagement diretto e un ricorso piuttosto consistente a procedure standardizzate di voto. Nei casi in cui la leadership manageriale riesce a convincere i proxy advisor della bontà di un determinato schema di incentivi, i fondi passivi si allineano automaticamente, abdicando di fatto a un'analisi indipendente. Nella prospettiva delineata dagli autori, la passività di fondo può contribuire a una sorta di delega implicita delle prerogative di controllo sulle politiche salariali, traducendosi in contratti poco sensibili agli indicatori di redditività di medio-lungo periodo.

Bebchuk e Fried¹²⁴ avevano già messo in guardia sulla nozione di “cattura manageriale” dei processi di definizione degli stipendi dirigenziali, postulando che, in assenza di un azionariato vigile, i manager possano gestire in autonomia la propria sfera remunerativa, stabilendo obiettivi di performance modesti e premi elevati. Nel quadro attuale, il ruolo

¹²³ Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *The Review of Financial Studies*, 29(6), 1377-1408.

¹²⁴ Bebchuk, L., & Fried, J. M. (2006). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.

passivo degli investitori istituzionali sembra rafforzare questa tendenza, poiché la mancanza di un’azione concertata da parte di grandi blocchi azionari riduce il rischio di sanzioni per i dirigenti che gestiscono in modo spregiudicato i contratti di lavoro. Sebbene i fondi passivi rappresentino un elemento di stabilità nel capitale, la difettiva propensione al monitoraggio e la pigrizia di engagement alimentano l’impressione che i manager godano di un “lasciapassare” in materia di compenso, con scarsa possibilità di trovarsi sotto la lente di un esame dettagliato.

Un’analisi condotta da Schmidt e Fahlenbrach¹²⁵ si sofferma su come i fondi passivi, nonostante la crescente importanza dimensionale, detengano strutturalmente minori risorse per svolgere ricerche individualizzate e per partecipare alle dinamiche di boardroom. L’assenza di un rapporto dialettico costruttivo con il top management riduce le probabilità di ridimensionare piani di incentivazione ritenuti eccessivi, specialmente nelle imprese con minore trasparenza contabile. Nel campione studiato, in effetti, si riscontra una correlazione tra l’aumento della quota di proprietà passiva e la persistenza di pay package con multipli retributivi elevati rispetto alla media di settore. Gli autori suggeriscono che l’equilibrio tra i costi e i benefici del monitoraggio attivo appare spesso sfavorevole ai fondi indicizzati, che dunque procedono su binari di inerzia, lasciando ai fondi attivi o agli hedge fund l’onere di una contestazione puntuale. Tale scenario, tuttavia, penalizza il contenimento dei compensi quando anche gli investitori attivi non trovano convenienza a ingaggiare una battaglia di governance.

Da un punto di vista metodologico, i diversi studi convergono nell’adottare misure di ownership passiva e variabili di remunerazione manageriale che includono sia la componente fissa sia la porzione equity-based, evidenziando come il passivismo incida soprattutto sulla struttura di lungo periodo. Ne deriva un dibattito ancora aperto sulla rilevanza dei meccanismi di engagement collaborativo e sulle possibili riforme che incentivino una partecipazione meno superficiale al processo di definizione dei compensi. I ricercatori tendono a focalizzarsi sull’idea che i fondi passivi, pur non assumendo iniziative dirompenti, esercitino una sorta di influenza silenziosa che, in mancanza di un orientamento esplicitamente restrittivo, può agevolare la proliferazione di contratti remunerativi generosi e poco rigorosi sul piano degli obiettivi.

¹²⁵ Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?. *Journal of financial economics*, 124(2), 285-306.

3.5. Criticità e limiti del ruolo degli investitori istituzionali nella governance aziendale

Le dinamiche di governance che ruotano intorno al ruolo degli investitori istituzionali evidenziano, accanto a indubbi benefici, alcune criticità e limiti che possono comprometterne l'efficacia nel presidio degli organi societari. Secondo Liu e colleghi¹²⁶, uno dei problemi più evidenti consiste nella potenziale “distrazione” di questi soggetti, che riduce la pressione costante sul management e sul consiglio di amministrazione. Se un fondo deve occuparsi di un portafoglio molto ampio, nel quale potrebbero emergere situazioni di crisi impreviste, l’attenzione dedicata a ciascuna singola impresa risulta inevitabilmente limitata, implicando un indebolimento della vigilanza. In tale scenario, i dirigenti, avvertendo un calo nel monitoraggio, potrebbero adottare politiche meno trasparenti o assumere decisioni in leggero conflitto con gli obiettivi di massimizzazione del valore. L’analisi di questi autori conferma che la fase di distrazione si correla a una minore partecipazione degli investitori alle assemblee e a una ridotta capacità di influenzare le strategie, dimostrando così come la governance interna ne esca affievolita. L’elemento della distrazione suggerisce che il ruolo istituzionale subisca compromissioni nonostante l’alta professionalità e le ingenti risorse analitiche di cui i fondi dispongono. I manager, in alcuni casi, ne approfittano per rafforzare la propria discrezionalità, dando priorità a investimenti di dubbio valore o a pratiche retributive poco correlate alle performance. Tale limite nella pressione azionaria mette in luce che il monitoraggio istituzionale non è sempre un meccanismo affidabile in modo incondizionato: la reattività e la continuità di attenzione degli investitori dipendono dalla stabilità del mercato e dagli eventuali impegni concomitanti che si sviluppano in altri segmenti del portafoglio. Quando questi soggetti riprendono a focalizzarsi su una specifica azienda, possono emergere richieste di correzione tardive, con conseguenti costi reputazionali per la società e incertezze organizzative che impattano la performance di lungo periodo¹²⁷.

Un’ulteriore criticità è stata messa in luce da Edmans¹²⁸, secondo il quale gli investitori istituzionali blocchisti, seppure potenzialmente in grado di migliorare la governance grazie alla loro influenza, possono talvolta perseguire obiettivi personali o secondari

¹²⁶ Liu *et al.* 2020, *Op. cit.*

¹²⁷ *Ibidem.*

¹²⁸ Edmans 2014, *Op. cit.*

rispetto all'interesse collettivo dei soci. Il ragionamento si basa sull'osservazione che tali investitori, disponendo di una quota rilevante del capitale, possiedono mezzi per ottenere benefici privati di controllo, come lo sfruttamento di sinergie tra le attività della società in cui investono e le proprie strutture operative. Ne deriva il rischio che il consiglio di amministrazione risponda più alle preferenze di questi blockholders che a una visione di crescita equilibrata e condivisa. Edmans sottolinea che la presenza di un grande azionista non è sempre sinonimo di efficienza: in alcuni casi, l'azione del blocco proprietario può distorcere l'orientamento strategico, sacrificando opportunità redditizie in favore di vantaggi non monetari o di interessi specifici legati a rapporti di prossimità con determinati membri del board.

Un altro limite strutturale emerge dal lavoro di Appel e colleghi¹²⁹, in cui si discute l'ambivalenza degli investitori passivi. Sebbene il loro elevato peso azionario possa facilitare l'attivismo di altre categorie di azionisti più dinamici, tali fondi, orientati principalmente a replicare un indice e a minimizzare costi e rischi, riducono spesso le iniziative di pressione diretta sugli amministratori. Il risultato, nel complesso, è un monitoraggio meno incisivo, poiché i gestori passivi non si impegnano in pratiche di engagement o in proposte di riforma dei processi interni. Secondo questi autori, la crescita della quota di mercato posseduta dai fondi passivi può far sì che le imprese percepiscano una soglia di controllo istituzionale relativamente bassa: i manager di fatto notano l'assenza di pressioni costanti e potrebbero tollerare inefficienze o resistere a modifiche rilevanti, confidando nell'inattività di tali investitori. Questo scenario favorisce un ambiente in cui, a fronte di alcune iniziative di attivismo sostenute da soggetti più propositivi, permane comunque una frazione considerevole di capitale che non si preoccupa di esercitare un'influenza attiva.

Ward e colleghi¹³⁰ mostrano come l'efficacia della vigilanza istituzionale dipenda strettamente dalla motivazione profonda di ciascun investitore e dal livello di attenzione che dedica a ogni realtà aziendale. All'interno di un grande fondo, se la partecipazione in una singola impresa rappresenta una minima parte del portafoglio totale, la tensione al monitoraggio si riduce, poiché le ricadute di una potenziale sottoperformance risulterebbero marginali. Ne consegue che il consiglio di amministrazione, pur essendo

¹²⁹ Appel *et al.* 2019, *Op. cit.*

¹³⁰ Ward *et al.* 2020, *Op. cit.*

formalmente sotto la supervisione di un azionista istituzionale, potrebbe non sentirsi realmente condizionato dai giudizi di quest'ultimo. Questi autori evidenziano inoltre come, in assenza di un incentivo economico diretto a incrementare il valore aziendale, gli investitori istituzionali rispondano soprattutto a sollecitazioni reputazionali e normative, che potrebbero non bastare a garantire un controllo costante ed efficace. Tale fenomeno sottolinea la contraddizione intrinseca dei cosiddetti fondi “quasi-attivi”, i quali vantano elevate competenze ma non sempre le utilizzano per indirizzare concretamente le scelte manageriali.

Oltre a questi profili, la letteratura di corporate governance sottolinea che la frammentazione del panorama istituzionale può generare il cosiddetto problema di coordinamento fra diversi investitori. In situazioni in cui molteplici fondi detengono ciascuno una quota rilevante ma non di maggioranza, risulta complesso concertare azioni di pressione unificate. Se un soggetto inclina verso una strategia di engagement e un altro predilige la vendita delle azioni come mezzo di disciplina, il risultato è un'inerzia collettiva che facilita i manager nella conservazione dello status quo. La divergenza di intenti tra i vari fondi riduce la compattezza dell'azionariato istituzionale, vanificando in parte la forza che potrebbe esercitare sul consiglio. Tale debolezza strutturale rappresenta un limite notevole, specialmente in contesti di crisi gestionale, in cui sarebbe cruciale una risposta rapida e coordinata degli investitori¹³¹.

Un'ulteriore sfaccettatura critica riguarda il potenziale conflitto di interessi tra i fondi istituzionali e l'azienda: in alcuni casi, la stessa banca o la medesima compagnia assicurativa che fornisce servizi al management detiene partecipazioni rilevanti nella società, e ciò può frenare eventuali azioni correttive. Il timore di perdere un cliente importante o di intaccare rapporti commerciali consolidati induce questi investitori a essere più indulgenti verso il management, limitando la genuinità delle istanze di governance. L'inefficacia del monitoraggio si manifesta con l'assenza di reazioni a politiche retributive eccessive o a progetti poco redditizi approvati dal consiglio senza un'adeguata analisi. Nel lungo periodo, questo tipo di conflitto silente può minare l'affidabilità dei meccanismi di controllo interni, generando dubbi sulla capacità degli investitori istituzionali di difendere effettivamente l'interesse degli azionisti di

¹³¹ Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, 20, 267-291.

minoranza¹³².

In parallelo, alcuni studi mettono in luce come la crescente concentrazione del mercato istituzionale, con pochi grandi player che gestiscono capitali enormi, possa dar luogo a situazioni di potere oligopolistico. Tali conglomerati finanziari, qualora decidano di intervenire, potrebbero condizionare massicciamente le scelte aziendali fino a sostituirsi, di fatto, alla direzione societaria¹³³. Ciò, per quanto possa apparire un meccanismo di controllo stringente, introduce il pericolo di orientamenti troppo personalizzati, in cui un investitore dominante impone ristrutturazioni sgradite ad altre categorie di soci. L'equilibrio tra il diritto di questi colossi di esercitare la propria influenza e la necessità di salvaguardare la pluralità di interessi degli altri investitori risulta complesso, mostrando i limiti di un modello di governance in cui un solo blocco istituzionale prevale e si sostituisce quasi completamente agli organi di amministrazione.

Una problematica ulteriore coinvolge la discrepanza tra orizzonte temporale degli investitori e strategie gestionali. Se alcuni fondi agiscono su prospettive estremamente ridotte, spostando velocemente le risorse tra vari segmenti di mercato, il consiglio di amministrazione potrebbe subire pressioni a generare rendimenti immediati¹³⁴. Questo fenomeno, reiterato, penalizza la capacità di investimento a lungo termine e innesca un ciclo di decisioni conservative volte a rendere la società appetibile per chiusure di trimestre più che per progetti di sviluppo. Viceversa, fondi con ottiche lungimiranti potrebbero non avere la massa critica necessaria a contrastare gli impulsi speculativi di altri grandi investitori istituzionali, creando una sorta di “braccio di ferro” interno al capitale in cui, a conti fatti, chi ne fa le spese è l’impresa stessa, priva di una direzione strategica coerente. Tali considerazioni ridimensionano l’idea, troppo ottimista, che gli istituzionali possano da soli risolvere tutti i conflitti di agenzia.

La questione della responsabilità ambientale, sociale e di governance (ESG) introduce infine un ulteriore limite. Molti investitori istituzionali promuovono pubblicamente valori di sostenibilità, ma in casi di conflitto tra la massimizzazione dei rendimenti e il rispetto di pratiche ESG rigorose, alcuni finiscono per privilegiare la dimensione economica¹³⁵.

¹³² Hawley, J. P., & Williams, A. T. (2000). *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate America more democratic*. University of Pennsylvania Press.

¹³³ Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The Rand journal of economics*, 589-606.

¹³⁴ Porter 1992, *Op. cit.*

¹³⁵ Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social

Ciò implica una contraddizione tra l’immagine esterna di “investitore responsabile” e la gestione interna degli equilibri di governance, soprattutto se l’impresa è coinvolta in attività con alto rischio reputazionale. Il sostegno alle strategie dirigenziali, in un simile contesto, si fonda su calcoli di convenienza piuttosto che su principi etici, generando diffidenza tra i piccoli azionisti e gli stakeholder che auspicano un cambiamento radicale delle politiche aziendali.

La letteratura, pur sottolineando i benefici spesso associati agli investitori istituzionali, mostra dunque un insieme variegato di limiti. Da una parte, la distrazione e la scarsa costanza di monitoraggio¹³⁶, la possibile influenza distorsiva dei blockholders¹³⁷ e l’inattivismo dei fondi passivi¹³⁸ riducono l’incisività della loro presenza. Dall’altra, i problemi di conflitto di interessi, di potere oligopolistico e di divergenza degli orizzonti temporali¹³⁹ completano il quadro delle criticità, evidenziando che l’azione istituzionale, benché teoricamente vantaggiosa, non sempre si traduce in un rafforzamento automatico del governo societario. L’impresa, di conseguenza, si trova a gestire una relazione complessa con tali operatori, oscillando tra la necessità di coinvolgerli come alleati strategici e il rischio di incorrere in fenomeni di cattura del controllo o di manipolazione della strategia a scapito di un equilibrio inclusivo.

responsibility? International evidence. *Journal of financial economics*, 131(3), 693-714.

¹³⁶ Liu *et al.* 2020, *Op. cit.*

¹³⁷ Edmans 2014, *Op. cit.*

¹³⁸ Appel *et al.* 2016, *Op. cit.*

¹³⁹ Ward *et al.* 2020, *Op. cit.*

Hawley & Williams 2000, *Op. cit.*

Capitolo 4

Il ruolo dei blockholders nella corporate governance: una prospettiva di rassegna

4.1. Definizione e caratteristiche dei blockholders

Secondo Jensen e Meckling¹⁴⁰, la figura del blockholder, intesa come soggetto o gruppo di soggetti che detengono una quota consistente del capitale sociale di un'azienda, emerge come un elemento fondamentale nell'analisi della separazione tra proprietà e controllo. L'idea centrale è che, in situazioni di proprietà diffusa, i piccoli azionisti non abbiano l'incentivo né le risorse per supervisionare con attenzione le scelte dei dirigenti, lasciando così ampio spazio a comportamenti opportunistici del management. Al contrario, la presenza di un investitore di rilievo, capace di concentrare nel proprio blocco un volume di azioni sufficientemente elevato, esercita una pressione costante sul team direttivo, inducendolo a operare in modo più allineato agli interessi degli azionisti. In altre parole, la soglia di partecipazione considerevole rappresenta un deterrente contro eventuali deviazioni che i manager potrebbero mettere in atto, attenuando i cosiddetti costi di agenzia. Jensen e Meckling sottolineano che la forza dei blockholders si basa non soltanto sulla dimensione assoluta della quota, ma anche sulla loro volontà di impiegare tempo e risorse per esaminare le decisioni strategiche, ponendosi come veri e propri controllori interni dell'impresa. Pur riconoscendo che questa concentrazione proprietaria possa, in determinate circostanze, sfociare in possibili squilibri di potere, i due autori insistono sulla sua capacità di ridurre la distanza tra chi investe e chi gestisce, riportando parte del controllo nelle mani di soggetti dotati di un interesse diretto nella performance aziendale. Demsetz e Lehn¹⁴¹ ampliano il discorso, evidenziando come la creazione di partecipazioni rilevanti dipenda non solo dal desiderio di sorvegliare i dirigenti, ma anche da fattori di mercato, tra cui la volatilità dei profitti e le caratteristiche tecnologiche dei settori industriali. I due autori sostengono che, in contesti in cui i ricavi subiscono oscillazioni significative, l'esistenza di un blockholder diventa ancora più importante, perché garantisce una guida più salda e un monitoraggio continuo dei manager. Inoltre, notano

¹⁴⁰ Jensen & Meckling 1976, *Op. cit.*

¹⁴¹ Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

che la scelta di acquisire una quota pesante in un'azienda non è riconducibile esclusivamente a un calcolo legato alla riduzione dei costi di agenzia, ma è anche influenzata dalle opportunità di guadagno che un mercato specifico può offrire a un singolo investitore. In sostanza, Demsetz e Lehn mettono in luce la relazione tra rischio, potenziale di guadagno e livello di concentrazione proprietaria: nei settori con alti livelli di instabilità, risulta più probabile la formazione di un nucleo di azionisti forti, dotati di competenze o di informazioni specialistiche, in grado di esercitare un controllo ferreo sulle strategie aziendali. Essi ribadiscono che questa forma di concentrazione non assume le stesse proporzioni in tutti i mercati, poiché le condizioni competitive, i modelli di governance e le tradizioni legali giocano un ruolo cruciale nel plasmare la convenienza economica di detenere una partecipazione corposa.

Shleifer e Vishny¹⁴² proseguono in questa direzione, mettendo l'accento sul valore del blockholder come forza di controllo che contrasta la dispersione tipica del capitale nelle società quotate. Secondo loro, i grandi azionisti hanno una capacità negoziale superiore rispetto a quella di una moltitudine di investitori frammentati, poiché possono coordinare le proprie azioni e proporre cambiamenti radicali nella conduzione dell'impresa, arrivando perfino a cambiare i vertici manageriali se necessario. Shleifer e Vishny riconoscono che l'azione dei blockholders non è sempre lineare o al riparo da conflitti, dato che l'interesse di questi soggetti, sebbene più vicino a quello di tutti gli azionisti rispetto a quello dei manager, può a sua volta divergere da quello dei piccoli soci, specie nei casi in cui il blockholder mira a strategie volte a massimizzare il proprio tornaconto a breve termine.

Morck e colleghi¹⁴³ analizzano un altro aspetto strettamente correlato: l'entrenchment effect. Nel loro contributo, i blockholders vengono definiti come investitori capaci di mantenere il controllo effettivo della società, sia in virtù dell'entità della quota posseduta, sia grazie alla capacità di influenzare lo statuto e la composizione degli organi di governance. Se da un lato questi soggetti garantiscono un controllo sulle decisioni manageriali, dall'altro, quando la loro partecipazione supera determinate soglie, possono instaurare un dominio stabile e difficile da scalzare. Questo rischio di entrenchment,

¹⁴² Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

¹⁴³ Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.

ovvero di “radicamento” al vertice della governance, può condurre a situazioni in cui l’azionista di riferimento privilegia i propri interessi e compie scelte difensive finalizzate a consolidare la propria posizione, trascurando le richieste della minoranza. Morck e colleghi suggeriscono così che l’efficacia del blockholder nel tutelare l’interesse di tutti gli azionisti presenta un limite, perché, oltre una certa concentrazione, la stessa figura che in origine fungeva da presidio contro le derive manageriali potrebbe trasformarsi in un fattore di squilibrio. Il loro studio invita pertanto a valutare con attenzione il peso di ciascun grande investitore e le modalità con cui esercita il proprio potere, poiché la presenza di partecipazioni elevate non garantisce di per sé un allineamento assoluto con le aspettative di tutti gli altri soci.

La Porta e colleghi¹⁴⁴ introducono una lettura comparata, mettendo in rilievo come le differenze tra sistemi legali, livelli di protezione dei piccoli azionisti e standard di trasparenza influiscano sul ruolo dei blockholders. Inoltre, La Porta e i suoi collaboratori evidenziano che la definizione di blockholder, in questi contesti, si estende a investitori che, pur non detenendo la maggioranza assoluta, dispongono di leve contrattuali, patti parasociali o partecipazioni incrociate tali da consentire loro di pilotare in modo significativo la governance. Dalla loro analisi risulta evidente che l’equilibrio tra benefici e possibili abusi di potere dei blockholders dipende in misura rilevante dalle norme che regolano l’informatica societaria, le assemblee e i diritti di voto, rendendo perciò i sistemi giuridici un fattore determinante nel definire fino a che punto la concentrazione proprietaria possa essere positiva o problematica.

McConnell e Servaes¹⁴⁵ sottolineano che anche la natura dell’investitore è importante: un soggetto con competenze settoriali specifiche, oppure con un orizzonte temporale di lungo periodo, tende a stabilire un controllo più costruttivo, teso a migliorare effettivamente la governance. Viceversa, un investitore focalizzato su guadagni rapidi potrebbe preferire politiche di breve respiro, come la distribuzione di dividendi elevati a scapito di futuri investimenti innovativi. Inoltre, i due autori evidenziano che la soglia per classificare qualcuno come blockholder dipende dal livello generale di dispersione azionaria: in un’impresa con molti piccoli investitori, anche un 5-6% può costituire una posizione dominante, mentre in una società già controllata da pochi soggetti, potrebbe

¹⁴⁴ La Porta *et al.* 1998, *Op. cit.*

¹⁴⁵ McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.

essere necessaria una quota superiore. Il contributo di McConnell e Servaes mostra dunque che i blockholders non sono tutti uguali, e che le loro caratteristiche, così come la struttura complessiva del capitale, incidono profondamente sulle scelte operative e strategiche dell'azienda.

Claessens e colleghi¹⁴⁶ analizzano la definizione di blockholder in un contesto ancor più vasto, includendo realtà in cui famiglie e strutture proprietarie piramidali hanno un rilievo significativo. In molte economie asiatiche, per esempio, i grandi gruppi familiari controllano partecipazioni che si estendono in reti di società collegate, esercitando un potere che va oltre la mera percentuale di azioni in una singola impresa. Claessens e colleghi mostrano che, in questi casi, il blockholder può radicare la propria posizione attraverso legami incrociati, deleghe di voto e altre forme di coordinamento, rendendo di fatto complicata l'ingerenza di investitori esterni. Secondo la loro analisi, la dimensione familiare accentua alcuni aspetti tipici della concentrazione proprietaria, come la volontà di tramandare il controllo di generazione in generazione, ma introduce anche nuove sfide di governance, fra cui il rischio che una famiglia privilegi i propri progetti a discapito dei soci minoritari.

Alla luce dei contributi di queste ricerche, risulta, dunque, che la definizione di blockholder sia intrinsecamente legata al contesto: in un sistema di common law ben regolamentato, il blockholder si afferma spesso come figura di controllo positivo, mentre in uno scenario con protezioni legali scarse può trasformarsi in un dominus che si preoccupa soltanto del proprio beneficio. La ricerca empirica ribadisce che la formazione di tali blocchi di controllo si intreccia con i livelli di rischio percepito nel mercato, le prospettive di guadagno, le norme in vigore e persino le dinamiche culturali che influenzano la fiducia degli investitori. Resta comunque centrale l'idea che un azionista di riferimento, forte di una quota concentrata e di un reale interesse per l'impresa, possa diventare un interlocutore privilegiato per i manager, segnalando il bisogno di trasparenza e di responsabilità nelle scelte. Nel contempo, non mancano gli esempi in cui la proprietà concentrata sfocia in prassi oligarchiche, allontanando l'azienda dai principi di democrazia e di equità verso i soci di minoranza. Da qui l'importanza di meccanismi bilanciati, capaci di valorizzare i vantaggi del controllo concentrato ma di limitarne gli

¹⁴⁶ Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.

eccessi.

4.2. Blockholders e loro influenza nei modelli di governance nazionali

La conformazione degli assetti proprietari, caratterizzata spesso dalla presenza di investitori istituzionali o di famiglie dominanti, è stata indagata con particolare attenzione da Shleifer e Vishny¹⁴⁷, i quali hanno evidenziato come l'influenza esercitata dai blockholders nelle imprese statunitensi risulti cruciale per comprendere le distinte modalità di disciplina del management. In base allo studio di Shleifer e Vishny, la prassi di detenere partecipazioni ingenti risponde a una logica di monitoraggio sistematico, in cui gli azionisti di riferimento risultano maggiormente incentivati a sorvegliare la condotta degli amministratori e a intervenire in modo tempestivo quando la governance manifesta segnali di inefficienza o conflitti di interesse. Da tale prospettiva, in contesti in cui prevalgono investitori di minoranza, l'azione disciplinare appare attenuata, e il potenziale conflitto tra manager e azionisti tende a emergere con maggiore intensità. Shleifer e Vishny hanno inoltre sottolineato che la presenza dei cosiddetti "large shareholders" negli Stati Uniti, pur limitata in alcuni settori dall'ampia diffusione del capitale sul mercato, rimane un fenomeno determinante nelle società che richiedono investimenti cospicui in ricerca o in progetti a lungo termine, perché la dimensione del blocco di controllo favorisce una supervisione più approfondita.

Uno studio condotto da Faccio e Lang¹⁴⁸ ha fatto emergere ulteriori elementi sulla configurazione dei blockholders in Europa occidentale, con un'attenzione rivolta in particolare al peso delle famiglie dominanti e delle società finanziarie nell'azionariato. Nelle conclusioni di Faccio e Lang, la concentrazione proprietaria risulta elevata soprattutto in Paesi come l'Italia o la Spagna, dove le famiglie controllanti tendono a ricorrere a meccanismi piramidali o a partecipazioni incrociate per ampliare la propria influenza sulle scelte strategiche aziendali. Da ciò deriva un modello di governance in cui il conflitto di interesse fra proprietari di maggioranza e azionisti di minoranza si rivela un tema di importanza cruciale. La presenza di blockholders non si traduce, di per sé, in un rafforzamento della tutela dei soci non controllanti; al contrario, la gestione societaria può risultare alquanto opaca, specialmente se non si adottano misure volte a impedire pratiche

¹⁴⁷ Shleifer & Vishny 1997, *Op. cit.*

¹⁴⁸ Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.

di self-dealing o trasferimenti di risorse intra-gruppo non equi.

Aguilera e Jackson¹⁴⁹ hanno messo in luce come i modelli di governance nazionali siano fortemente influenzati dalle componenti istituzionali e culturali che legittimano la concentrazione di potere in capo a pochi azionisti, soprattutto nei sistemi dove prevale il network di relazioni tra banche, famiglie influenti e gruppi industriali. Secondo Aguilera e Jackson, la dimensione relazionale gioca un ruolo determinante nel veicolare la voce dei blockholders, dal momento che i rapporti di lungo periodo e gli intrecci di partecipazioni consentono a questi investitori dominanti di negoziare con maggiore incisività gli equilibri interni al consiglio di amministrazione. Nei Paesi in cui vige un approccio alle relazioni industriali più collaborativo, come in parte della Germania, la presenza di stakeholder di dimensioni rilevanti può condurre a una governance più stabile ma, talora, meno reattiva alle pressioni del mercato finanziario. Il lavoro di Aguilera e Jackson sottolinea come la posizione di forza detenuta dal blockholder possa tradursi in una protezione di interessi specifici a scapito di un'allocazione efficiente delle risorse, qualora manchino adeguati meccanismi di checks and balances.

Morck e colleghi¹⁵⁰ hanno esaminato, in una prospettiva comparativa, il rapporto tra proprietà concentrata, governance e sviluppo economico, ponendo l'accento sulle distorsioni che possono emergere in contesti caratterizzati da blocchi di controllo molto accentuati. La ricerca condotta da questi autori segnala come, nei mercati asiatici, i conglomerati familiari esercitino una sfera di influenza tale da condizionare il dinamismo complessivo dell'ecosistema imprenditoriale, poiché la mancanza di turn-over nel controllo delle imprese riduce lo spazio per l'imprenditoria di nuova generazione e limita la contendibilità del potere decisionale. Nel medesimo quadro, l'esistenza di barriere all'ingresso di potenziali investitori rilevanti ostacola la creazione di un mercato dei corporate control contest, rendendo l'assetto proprietario statico e talvolta sclerotizzato. Tale rigidità può determinare, secondo gli autori, una minore adattabilità delle imprese alle trasformazioni tecnologiche, con un impatto non trascurabile sulla competitività nazionale.

Laeven e Levine¹⁵¹ si sono soffermati sulla complessità delle strutture di controllo e sul

¹⁴⁹ Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.

¹⁵⁰ Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of economic literature*, 43(3), 655-720.

¹⁵¹ Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *The Review*

collegamento tra blockholders multipli, osservando come la coesistenza di diversi attori dominanti possa generare sia effetti di bilanciamento interno, sia conflitti che rallentano l’azione di governo societario. In base a uno studio di Laeven e Levine, la presenza di più blockholders, dotati di quote significative, può in teoria favorire una maggiore protezione degli interessi di minoranza, purché tali azionisti di riferimento non costituiscano un cartello omogeneo. Nel caso in cui i blockholders cooperino esclusivamente per massimizzare i propri benefici privati, il risultato potrebbe essere una ridotta trasparenza e un conseguente aggravio dei costi di agenzia, dovuto all’incertezza circa le reali intenzioni del gruppo di controllo. La sinergia tra diversi blockholders può tuttavia creare un ambiente di governance più equilibrato, sempre che la struttura proprietaria sia affiancata da un sistema di regole che incoraggi la disclosure delle decisioni, la responsabilizzazione degli amministratori e la tutela effettiva delle minoranze.

Demsetz e Lehn¹⁵², in uno dei primi studi empirici dedicati alla relazione tra struttura proprietaria e performance aziendale, hanno individuato una correlazione significativa tra concentrazione azionaria e variabili di governance, suggerendo che il livello di concentrazione si adatta da un punto di vista endogeno alle caratteristiche dell’impresa e del contesto di mercato. Secondo Demsetz e Lehn, i blockholders emergono laddove le condizioni competitive richiedono un monitoraggio intenso dei dirigenti, per esempio in settori a forte intensità di capitale o in imprese che attraversano fasi di ristrutturazione strategica. Tale ricerca, pur non soffermandosi in modo specifico sulle differenze nazionali, ha fornito un inquadramento teorico rilevante che ha influenzato molte analisi successive sui ruoli assunti dai soci di riferimento. Nei sistemi con ridotte opportunità di diversificazione, la formazione di blocchi proprietari ampi rispecchia l’esigenza di esercitare una supervisione profonda e continua, benché ciò possa tradursi, in alcune circostanze, in costi superiori per la minoranza e in una minore fluidità del mercato del controllo societario.

Gomes¹⁵³ ha offerto una prospettiva aggiuntiva sui blockholders, esaminando la relazione tra concentrazione proprietaria e scelte di governance in mercati emergenti, in particolare in Brasile e in altri Paesi dell’America Latina. Nel lavoro di Gomes, emerge che le

of Financial Studies, 21(2), 579-604.

¹⁵² Demsetz & Lehn 1985, *Op. cit.*

¹⁵³ Gomes, A. (2000). Going public without governance: Managerial reputation effects. *the Journal of Finance*, 55(2), 615-646.

normative di tutela degli investitori ancora in evoluzione influiscono sulla struttura dei diritti di voto e sul ricorso a strumenti come le azioni privilegiate, adottati per preservare il controllo in mano a pochi soggetti. Tale configurazione si rivela particolarmente delicata quando un investitore dominante detiene la possibilità di nominare la maggioranza dei membri del board, con un conseguente potenziale di influenza sulle strategie di investimento e sulle politiche di redistribuzione del dividendo. Le analisi di Gomes sottolineano che, laddove manchino enforcement adeguati, la posizione dominante di un blockholder può dar luogo a esiti contraddittori: da un lato, una stabilizzazione della governance, dall'altro, il rischio di fenomeni di espropriazione delle minoranze e di concentrazione del potere in poche mani.

L'applicazione delle logiche appena delineate in sistemi come quello giapponese, caratterizzato storicamente dai keiretsu, è stata vagliata da Aoki¹⁵⁴, il quale ha evidenziato come i conglomerati industriali e bancari siano responsabili di un governo societario che si fonda su un intreccio fittissimo di partecipazioni incrociate. In base allo studio di Aoki, la presenza di blockholders in Giappone non si limita alla singola impresa, bensì si estende a un gruppo di società collegate che condividono interessi e strategie di lungo periodo. Ne consegue una forma di governance nella quale la massimizzazione del valore per l'azionista è talora subordinata a logiche di cooperazione e preservazione di rapporti che trascendono l'orizzonte di profitto immediato. Tale peculiare struttura, se da un lato può facilitare investimenti con orizzonti strategici più estesi, dall'altro solleva interrogativi riguardanti la trasparenza delle decisioni e la salvaguardia dei diritti degli azionisti estranei al network dominante.

La rilevanza dei blockholders nei modelli di governance nazionali si manifesta in modo eterogeneo, poiché interagisce con variabili normative, storiche e culturali che condizionano il comportamento degli attori coinvolti nel capitale dell'impresa. Gli studi citati concordano sulla necessità di bilanciare i poteri del socio dominante con forme di controllo esterno e con normative che garantiscano la parità di trattamento e l'accesso alle informazioni per i restanti azionisti. La tensione fra necessità di monitoraggio e rischio di espropriazione evidenzia l'importanza di un disegno regolamentare calibrato, che consenta ai blockholders di svolgere un ruolo costruttivo nel dirigere l'azienda, pur scongiurando deviazioni opportunistiche o l'instaurarsi di posizioni eccessivamente

¹⁵⁴ Aoki, M. (2001). *Toward a comparative institutional analysis*. MIT press.

oligarchiche. Il monitoraggio esercitato dal blockholder risulta particolarmente efficace laddove si inserisce in sistemi dotati di un mercato efficiente per il controllo societario e di procedure di auditing che riducano la possibilità di comportamenti opportunistici. La ricerca sul campo ha messo in luce la persistenza di talune dinamiche di potere radicate nell'influenza dei blockholders, sottolineando che la dicotomia tra Paesi con proprietà ampiamente dispersa e Paesi con concentrazione proprietaria elevata appare meno nitida quando si scava a fondo nelle prassi di corporate governance. Gli studi che hanno analizzato il comportamento degli azionisti di riferimento nelle diverse cornici istituzionali convergono nel riconoscere un ruolo cruciale alla legislazione societaria, alla giurisprudenza in materia di conflitti di interesse e al grado di apertura dei mercati dei capitali. L'eventuale commistione tra poteri pubblici e gruppi privati, come nel caso di imprese un tempo statali o di settori regolamentati, aggiunge poi ulteriori sfaccettature nella definizione del potenziale di influenza dei blockholders. La loro capacità di orientare la governance, in ultima analisi, riflette sia la loro volontà di esercitare controllo effettivo, sia la risposta dell'apparato istituzionale ai conflitti di interesse che possono insorgere.

4.3. Impatti dei blockholders sulla performance aziendale

I blockholders manifestano un'influenza peculiare sulle prestazioni aziendali, grazie alla capacità di monitorare più efficacemente le iniziative direzionali e di esercitare un potere contrattuale rilevante negli snodi decisionali. Secondo Holderness¹⁵⁵, la concentrazione proprietaria in capo a uno o più azionisti di riferimento si collega a una riduzione degli incentivi opportunistici del top management e a un miglioramento di determinati parametri di efficienza operativa. L'analisi condotta dall'autore evidenzia che, in molte imprese statunitensi, l'esistenza di un blocco consistente di azioni è associata a un'incidenza minore di decisioni poco allineate con l'interesse del mercato azionario, poiché il blocco presiede a funzioni di sorveglianza che inducono il manager a internalizzare maggiormente i rischi di sotto-performance. In base alle osservazioni tratte dallo stesso Holderness, un tema ricorrente riguarda il confronto tra imprese con proprietà frazionata e società caratterizzate da un unico grande investitore. Nel secondo caso, la creazione di valore risulta connessa all'azione disciplinare svolta dal blockholder, pronto

¹⁵⁵ Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic policy review*, 9(1), 51-64.

a interferire su piani strategici percepiti come marginali o potenzialmente esposti a inefficienze. Questo fenomeno, definito shared benefits of control, opera in modo da far convergere gli obiettivi della direzione con gli interessi del blocco proprietario, con ricadute apprezzabili in termini di ritorni sul capitale e minore volatilità dei risultati contabili. Nello studio è altresì evidenziato che non tutti i blocchi hanno lo stesso impatto sulla performance, perché la natura dell'azionista, sia esso un investitore istituzionale, una famiglia o un'altra tipologia di proprietario, modula il grado di coinvolgimento effettivo nella governance.

Uno studio di Edmans¹⁵⁶ individua nell'opzione di vendere in massa le azioni (exit) una leva cruciale tramite cui il blockholder incide sui rendimenti d'impresa. La prospettiva elaborata dallo studioso interpreta la presenza di un investitore rilevante non solo come un fattore di intervento diretto (voice), ma anche come fonte di disciplina indiretta: qualora il management intraprenda progetti che compromettano la competitività aziendale o evidenzino scarsa lungimiranza, il grande azionista può dismettere un pacchetto azionario consistente, provocando una repentina discesa del prezzo di mercato. Tale prospettiva accentua il rischio reputazionale in capo ai dirigenti, incentivandoli a orientare le strategie verso esiti più coerenti con la massimizzazione del valore. L'autore sottolinea inoltre che il saldo effetto di questa dinamica non è sempre inequivocabile: l'uscita del blockholder, in certe circostanze, rischia di privare l'impresa di un riferimento capace di sostenere visioni di crescita di lungo periodo, specialmente se l'investitore medesimo dispone di competenze informativo-analitiche superiori.

In maniera affine, la letteratura di derivazione teorica ha messo in luce che i blockholders possono migliorare l'efficienza dei processi decisionali, escludendo iniziative manageriali volte alla ricerca di benefici privati oppure caratterizzate da un'allocazione impropria delle risorse. Sempre Edmans¹⁵⁷ segnala però che la detenzione di una quota consistente permette, in certi contesti, di avanzare richieste che incidono positivamente solo su una parte del mercato azionario e non sull'intera platea di investitori, soprattutto quando emergono possibili sinergie tra il blockholder e il management volte a estrarre benefici a scapito di azionisti minori. Ne deriva un quadro in cui la concentrazione proprietaria si lega sia alla riduzione di costi di agenzia, sia a potenziali fenomeni di

¹⁵⁶ Edmans 2014, *Op. cit.*

¹⁵⁷ *Ibidem.*

frizione con le minoranze, capaci di intaccare i parametri di redditività qualora i diritti residuali degli altri soci restino deboli.

Un’ulteriore prospettiva sull’influenza esercitata dalle partecipazioni rilevanti trova riscontro nelle indagini di Holderness e Sheehan¹⁵⁸, le quali suggeriscono che la presenza di un blockholder maggioritario può spingere l’impresa a adottare politiche d’investimento più prudenti, evitando progetti scarsamente redditizi. In questa cornice, l’incremento della performance dipende dal maggiore scrutinio cui è sottoposto il top management, costretto a esibire piani operativi solidi sul piano dell’analisi costi-benefici. L’osservazione empirica, però, fa emergere casi dove un controllo eccessivamente concentrato rafforza il rischio di espropriazione di risorse in favore del socio di riferimento, generando una contrazione del valore a lungo termine. Questo dualismo mette in luce come l’impatto dei blockholders sulla performance non sia mai puramente lineare, bensì frutto di un equilibrio dinamico tra allineamento e opportunismo.

Secondo le riflessioni di Morck e colleghi¹⁵⁹, l’influsso degli azionisti di riferimento sulla redditività dipende dalla quota percentuale detenuta e dalla conseguente intensità di controllo esercitato sugli organi direttivi. In un’analisi che considera diverse soglie proprietarie, gli autori riscontrano un effetto non monotono: per quote moderate si registra un rafforzamento del rapporto tra gestione e creazione di valore, mentre per livelli proprietari molto elevati la performance può indebolirsi, complice l’affievolirsi del mercato dei corporate control contests. Si manifesta perciò una dinamica a forma di U rovesciata, dove l’assenza di un blockholder riduce gli stimoli a migliorare l’efficienza, mentre un eccesso di potere concentrato può favorire comportamenti che penalizzano il valore residuo destinato ai piccoli investitori.

Maury e Pajuste¹⁶⁰ focalizzano l’attenzione sull’ipotesi che la coesistenza di più blockholders in una singola impresa possa sortire effetti contrastanti sulla performance. Da un lato, la presenza di un secondo blocco investito di facoltà di controllo parziale innesca una forma di monitoraggio incrociato, ostacolando le derive opportunistiche del principale azionista. In questa prospettiva, se il blockholder di maggioranza tende a perseguire vantaggi privati, l’altro azionista condivide parte del potere di voto e potrebbe

¹⁵⁸ Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of financial economics*, 20, 317-346.

¹⁵⁹ Morck et al. 1988, *Op. cit.*

¹⁶⁰ Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.

opporsi a scelte che sottraggono risorse all’impresa, con potenziali benefici sul ritorno complessivo. Dall’altro lato, nell’eventualità che i due blockholders formino coalizioni volte a spartirsi rendite ulteriori, la performance può subire un declino. Lo studio condotto sui dati finlandesi mostra che l’effetto congiunto di più azionisti rilevanti si traduce in incrementi di valore se la distribuzione dei diritti di voto è relativamente equilibrata, poiché la contestabilità del controllo scoraggia i fenomeni di espropriazione e promuove decisioni più trasparenti. Viceversa, qualora un secondo blocco sia anch’esso di natura familiare e abbia interessi affini al socio di maggioranza, la tendenza alla collusione penalizza i risultati economici.

La forma di proprietà dominante influenza la qualità del monitoraggio: Maury e Pajuste¹⁶¹ sottolineano che, quando l’azionista di riferimento è una famiglia con incarichi manageriali, la competizione interna tra più nuclei di proprietà può tradursi in maggiore attenzione alla performance aziendale, purché almeno uno di tali nuclei sia composto da investitori istituzionali o soggetti non correlati alla famiglia. Questa differenziazione risulta particolarmente netta in contesti dove il contesto normativo non garantisce una tutela stringente degli azionisti di minoranza: la supervisione esercitata da blockholders estranei alla proprietà dominante innalza la probabilità di decisioni profittevoli, anche nel lungo termine. La ricerca enfatizza dunque come la natura e il grado di omogeneità degli investitori possano favorire o inibire l’impatto positivo sui rendimenti.

Secondo Edmans¹⁶², il ruolo dei blockholders si manifesta anche attraverso l’influenza che esercitano sui prezzi dei titoli in borsa. Nel caso in cui l’investitore rilevante disponga di informazioni private sulla qualità gestionale o sulle prospettive di business, ogni decisione di compravendita si rifletterà sul valore di mercato, orientando la percezione degli altri operatori. Se la governance appare solida e la direzione coerente con strategie di creazione di valore, il blockholder tende a mantenere o accrescere la propria partecipazione, determinando un segnale incoraggiante per il mercato. In senso opposto, un disinvestimento consistente viene spesso interpretato come un atto di sfiducia che può accelerare la perdita di capitalizzazione, impattando sul costo del capitale dell’azienda. Il collegamento tra performance e valutazione finanziaria risulta quindi rafforzato dall’interazione tra scelte di holding e politiche imprenditoriali.

¹⁶¹ *Ibidem*.

¹⁶² Edmans 2014, *Op. cit.*

Nella prospettiva di alcuni studiosi, come Shleifer e Vishny¹⁶³, il blockholder contribuisce alla performance aziendale grazie al controllo esercitato sulla dirigenza, riducendo i cosiddetti free-rider problems tipici delle strutture proprietarie estremamente frammentate. Nei modelli di ispirazione contrattuale, gli azionisti di maggioranza sostengono costi di monitoraggio che difficilmente verrebbero affrontati da investitori privi di masse critiche di titoli. Tale attività di supervisione, quando ben esercitata, favorisce l'eliminazione di inefficienze e promuove una migliore allocazione delle risorse verso progetti a elevato valore aggiunto. D'altro canto, l'eventuale opportunismo del blockholder, desideroso di massimizzare i propri benefici privati, rischia di svilire gli esiti positivi derivanti dal presidio sulle operazioni di gestione.

Mikkelsen e Ruback¹⁶⁴ forniscono evidenza empirica del legame fra l'istituzione di un blocco e l'aumento anomalo delle quotazioni azionarie nel periodo successivo all'acquisizione della quota, implicando che il mercato interpreti l'ingresso di un azionista significativo come un potenziale miglioramento delle prospettive reddituali. In questa cornice, la performance subisce un rafforzamento se il blockholder possiede sufficienti capacità analitiche e informative per orientare le strategie e contrastare progetti inefficaci. Alcune ricerche, tuttavia, sottolineano che un simile effetto positivo tende a emergere soprattutto nelle fasi iniziali dell'acquisizione del blocco, mentre nel lungo termine la maggiore o minore efficacia di tale influenza dipende dal coinvolgimento continuo del soggetto proprietario.

Mehran¹⁶⁵ ha esaminato il rapporto tra partecipazioni rilevanti e miglioramento dei risultati contabili, riscontrando che le imprese con una proprietà concentrata in capo a un investitore specializzato manifestano un sensibile miglioramento di alcuni indicatori di redditività operativa rispetto a imprese senza blockholders. L'analisi mostra che le tecniche di valutazione e le conoscenze settoriali di tali investitori incidono sulle scelte gestionali, inducendo i manager a adottare soluzioni più mirate alla crescita stabile nel tempo. Questa caratteristica si rivela particolarmente incisiva nei segmenti di mercato con maggiore asimmetria informativa, dove il blockholder può sfruttare il proprio vantaggio

¹⁶³ Shleifer & Vishny 1997, *Op. cit.*

¹⁶⁴ Mikkelsen, W. H., & Ruback, R. S. (1985). An empirical analysis of the interfirm equity investment process. *Journal of financial economics*, 14(4), 523-553.

¹⁶⁵ Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.

cognitivo per indirizzare l’impresa verso progetti più remunerativi.

In un ampio panorama di dati, l’eterogeneità degli effetti sul rendimento dipende da vari fattori: la dimensione della quota, l’identità dell’investitore, la configurazione legale e normativa, la situazione competitiva del settore e l’eventuale presenza di ulteriori azionisti capaci di contestare il controllo. Il fenomeno risulta particolarmente complesso nelle imprese familiari con proprietà piramidali, dove l’influenza sulla performance si mescola a retaggi valoriali e logiche di successione interna. In contesti così articolati, la presenza di un secondo o terzo blocco appare essenziale per prevenire la cristallizzazione di politiche autoreferenziali e per rendere più aderente l’operato manageriale ai criteri di efficienza economica.

Dagli studi discussi emerge dunque una traiettoria di analisi dove il blockholder funge da attore capace di incidere sul percorso di redditività, con dinamiche che oscillano fra una maggiore tutela dell’interesse generale e l’eventuale sfruttamento a vantaggio esclusivo del socio di riferimento. Le ricerche passate, e in particolare quella sopracitata di Maury e Pajuste, illustrano come la contestabilità del blocco dominante possa accrescere la salvaguardia dei rendimenti per gli azionisti di minoranza, purché la distribuzione di voto tra i vari investitori stabilisca un equilibrio di poteri. Nel complesso, la letteratura punta a riconoscere nei blockholders una fonte di potenziale beneficio per il valore dell’impresa, purché altri elementi di governance e di tutela dei diritti dei piccoli soci funzionino da argine contro derive di collusione interna.

4.4. Blockholders e disciplina delle remunerazioni manageriali

La presenza di azionisti di riferimento o blockholders incide in modo rilevante sull’assetto retributivo dei manager, con ricadute significative sulla natura contrattuale delle politiche di compenso. Secondo Holderness e Sheehan¹⁶⁶, la presenza di figure proprietarie che detengono quote rilevanti influenza la definizione degli schemi salariali, poiché tali investitori hanno una maggiore propensione a monitorare la struttura dei pacchetti retributivi e a sollecitare eventuali modifiche qualora ritengano che i compensi non riflettano in modo adeguato la performance aziendale. Questo atteggiamento deriva da un orizzonte temporale d’investimento più esteso, che induce il soggetto proprietario concentrato a valutare con spirito critico le componenti del salario e a intervenire qualora

¹⁶⁶ Holderness & Sheehan 1988, *Op. cit.*

percepisca una discrepanza tra i risultati conseguiti dal dirigente e la remunerazione complessiva.

Holderness¹⁶⁷ sostiene come la presenza di investitori che controllano quote rilevanti può influenzare i piani retributivi in modo da mitigare potenziali forme di estrazione di rendite a scapito degli azionisti di minoranza. In particolare, è stata osservata una correlazione tra la capacità disciplinare dei blockholders e la riduzione di contratti stipendiari gonfiati, con un effetto contenitivo sia sulla parte monetaria immediata sia sulla componente azionaria garantita ai dirigenti. L'analisi condotta dall'autore suggerisce che, nelle realtà in cui la proprietà assume una posizione dominante, il top management incontra maggiori resistenze nell'ottenere incrementi retributivi slegati dalla performance finanziaria, poiché il soggetto in possesso di un blocco significativo tende a esigere corrispettivi che rispecchino i risultati effettivi. Il lavoro di Holderness sottolinea inoltre come le imprese con blocchi azionari stabili mostrino livelli di controllo più stringenti sul processo decisionale legato agli stipendi, inducendo soluzioni compensative bilanciate e riconducibili a un monitoraggio continuo della produttività manageriale. L'autore pone in rilievo che, qualora le dimensioni del blocco siano tali da conferire anche poteri decisionali formali, i dirigenti vengono ulteriormente motivati a non forzare la mano sul versante salariale, pena l'insorgere di conflittualità diretta con il principale azionista.

Mikkelsen e Partch¹⁶⁸ hanno analizzato la relazione tra livelli di concentrazione della proprietà e scelte retributive, evidenziando come i manager in società con presenza di azionisti di maggioranza relativa tendano a ricevere pacchetti stipendiali strutturati in modo da allineare in maniera più stringente gli interessi tra alta dirigenza e proprietari. L'analisi empirica, condotta su un campione di imprese con diversa composizione proprietaria, suggerisce che la mera presenza di un blockholder, pur senza un vero e proprio controllo di maggioranza assoluta, induca forme di retribuzione più sensibili alle performance, con un utilizzo più marcato di incentivi azionari e di bonus legati a obiettivi. L'interpretazione di tali evidenze poggia sull'assunto che un portatore di interesse con un'elevata concentrazione di azioni abbia uno stimolo diretto a limitare le rendite manageriali non connesse a incrementi effettivi di redditività.

¹⁶⁷ Holderness 2003, *Op. cit.*

¹⁶⁸ Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (1989). Managers' voting rights and corporate control. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 263-290.

Mehran¹⁶⁹ ha discusso il tema della struttura retributiva indagando come i blockholders possano favorire un rapporto più solido tra la remunerazione e la creazione di valore. Lo studioso ha riscontrato che un incremento significativo nella percentuale di proprietà in capo a un singolo investitore si correla positivamente con la probabilità di adottare piani retributivi basati su opzioni o altre forme di equity-based compensation. L'argomentazione di fondo risiede nella necessità, per il blockholder, di vincolare la stabilità della governance a schemi di pagamento che incentivino l'amministratore a massimizzare il valore dell'impresa nel lungo periodo. Mehran ha inoltre rilevato che la sola presenza di un azionista concentrato non è sufficiente a rendere efficiente il pacchetto compensativo, se non accompagnata da una chiara volontà d'influenzare le scelte retributive mediante attività di engagement diretto o, qualora necessario, mediante pressioni formali esercitate su comitati remunerazioni e consigli di amministrazione.

Core e colleghi¹⁷⁰, in uno studio successivo, hanno approfondito il modo in cui blockholders istituzionali intervengono sulla concezione e l'implementazione degli stipendi direttivi, evidenziando un fenomeno di scrutinio più penetrante e analitico rispetto a quanto avvenga nelle imprese con struttura proprietaria diffusamente frammentata. L'interpretazione avanzata da questi autori sottolinea che la finalità di un investitore istituzionale con una quota considerevole di capitale non si limita alla mera salvaguardia dell'investimento, ma abbraccia anche un'idea di influenza strategica sul disegno complessivo del sistema retributivo, al fine di scongiurare forme di opportunismo manageriale o compensi scollegati da indicatori di performance. L'enfasi, nella prospettiva di Core e colleghi, si concentra in particolare sulla dimensione di pay-for-performance sensitivity, che risulta potenziata in presenza di investitori in grado di valutare non soltanto la performance contabile, ma anche quella di mercato.

Cyert e colleghi¹⁷¹ hanno analizzato un ulteriore aspetto relativo alla relazione tra blockholders e disciplina retributiva, osservando come i soggetti proprietari di grandi partecipazioni siano maggiormente propensi ad avvalersi di meccanismi contrattuali che riducano la discrezionalità del top management. In base ai loro riscontri, emerge che i piani di remunerazione, nei contesti in cui sussiste un blocco azionario cospicuo,

¹⁶⁹ Mehran 1995, *Op. cit.*

¹⁷⁰ Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.

¹⁷¹ Cyert, R. M., Kang, S. H., & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, 48(4), 453-469.

presentano un grado di complessità contrattuale più elevato, con clausole che prevedono la riduzione di componenti retributive variabili in caso di ribassi di performance ripetuti nel tempo o di risultati significativamente inferiori a quelli dei peer di settore. Queste restrizioni sostanziali suggeriscono che l'azione di monitoraggio diretta da parte di blockholders si traduca in un'architettura remunerativa volutamente stringente, tesa a limitare compensi sovradimensionati o bonus eccessivamente facili da ottenere.

Un contributo ulteriore è quello di Fahlenbrach¹⁷², focalizzato sulle dinamiche di autoassegnazione dei compensi quando la funzione di blockholder coincide con quella dell'amministratore delegato o del fondatore. L'autore, esaminando un campione di imprese caratterizzate da proprietà concentrata in capo al top manager, mette in evidenza che la remunerazione diretta dei dirigenti-possessori di partecipazioni elevate risulti, talvolta, minore di quella percepita da manager esterni in imprese a partecipazione diffusa, benché la componente equity possa essere più elevata. Tale paradosso si spiega con l'intento del dirigente-proprietario di minimizzare il rischio reputazionale legato a compensi eccessivi e di segnalare agli investitori esterni un elevato grado di fiducia nei progetti aziendali, manifestato dall'accumulo di azioni. L'analisi mostra però che, in altre circostanze, la proprietà maggioritaria non inibisce affatto lo stabilirsi di livelli stipendiali molto alti, evidenziando una variabilità che dipende dal settore, dalla dimensione aziendale e dal potere negoziale del fondatore.

Conyon e He¹⁷³ hanno inserito nel dibattito la prospettiva delle differenze istituzionali, confrontando imprese quotate negli Stati Uniti con imprese di matrice europea. Secondo l'analisi comparativa da loro realizzata, la natura degli investitori concentrati interagisce con le norme locali in materia di governo societario, influenzando direttamente i meccanismi di contrattazione retributiva e il ruolo dei comitati designati alla definizione dei compensi. In sistemi caratterizzati da una protezione legale degli azionisti minoritari meno rigorosa, il potere dei blockholders assume connotati più incisivi nel determinare i vincoli contrattuali collegati alle politiche di remunerazione, con effetti sia sull'ammontare complessivo sia sul mix tra parte fissa e variabile. Secondo l'indagine empirica condotta da questi autori, imprese statunitensi con elevata concentrazione

¹⁷² Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.

¹⁷³ Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of corporate finance*, 17(4), 1158-1175.

proprietaria mostrano un pay-performance sensitivity più marcato rispetto a società con proprietà diffusa, mentre in alcuni contesti europei, dove la governance presenta caratteristiche normative differenti, l'influenza del blocco proprietario assume spesso una declinazione più sfumata, pur confermando la capacità di incidere su decisioni chiave in ambito retributivo.

Holderness e colleghi¹⁷⁴ hanno evidenziato come la stabilità della partecipazione di controllo si accompagni a scelte retributive più conservative, spesso orientate a salvaguardare la reputazione del gruppo di controllo e la solidità dei rendimenti di lungo termine. Tale orientamento si manifesta in contratti che evitano incrementi retributivi immotivati e introducono soglie di performance più rigorose, con parametri di riferimento che includono non soltanto indicatori contabili tradizionali, ma anche parametri di mercato e misure di rischio specifiche. Secondo l'indagine empirica svolta da questi autori, la propensione di un blockholder di lungo corso a limitare salari e bonus manageriali eccessivi dipende dalla consapevolezza che politiche retributive avventate potrebbero indebolire il valore di mercato dell'impresa, riducendo di conseguenza la ricchezza complessiva legata alla partecipazione concentrata. Dallo studio emerge dunque una correlazione tra persistenza del blocco proprietario e rigore nella definizione dei compensi, sebbene non manchino eccezioni quando sussiste un conflitto d'interesse con il top management che ricopra anch'esso un ruolo di controllo azionario.

Un'analisi svolta da Edmans¹⁷⁵ ha mostrato che la credibilità della minaccia di disinvestimento da parte di un investitore concentrato innesca, indirettamente, un meccanismo di autodisciplina retributiva. In tale contesto, il manager, percependo la possibilità che il blockholder possa liquidare una porzione significativa di titoli, tende a non avallare politiche retributive palesemente squilibrate, in quanto un fuggi-fuggi azionario rischierebbe di deprimere la reputazione e compromettere la propria posizione contrattuale futura. Il fenomeno contribuisce a spiegare perché, in alcune circostanze, la sola presenza di un blockholder particolarmente informato e pronto all'azione influenzi la struttura dei piani retributivi, inducendo schemi maggiormente focalizzati su rendimenti a più lungo termine e obiettivi di sostenibilità del valore.

¹⁷⁴ Holderness, C. G., Kroszner, R. S., & Sheehan, D. P. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *The Journal of Finance*, 54(2), 435-469.

¹⁷⁵ Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The journal of finance*, 64(6), 2481-2513.

Un ulteriore elemento, documentato in talune ricerche, riguarda la distinzione tra blockholders esterni e manager con partecipazioni di controllo. In uno scenario in cui il dirigente possiede una quota considerevole del capitale, l'esigenza di disciplinare la remunerazione può declinarsi in modo diverso rispetto a quanto accade quando il titolare del blocco non coincide con chi ricopre il vertice esecutivo. Secondo Holderness e Sheehan¹⁷⁶, i top manager che detengono la maggioranza del pacchetto azionario registrano livelli di compenso monetario tendenzialmente più alti rispetto a controparti di aziende prive di concentrazione proprietaria, ma il differenziale retributivo non appare sufficiente da solo a giustificare gli ingenti capitali immobilizzati per acquisire o mantenere la partecipazione di maggioranza. La conclusione di questi autori suggerisce che la variabile remunerativa rappresenti solo una porzione dei potenziali benefici connessi al controllo concentrato, i quali includono anche vantaggi di natura privata e di posizionamento strategico.

Gli studi menzionati, nel loro insieme, delineano un quadro analitico in cui il potere dei blockholders si dipana lungo un continuum che va dalla severa limitazione dei compensi del management, per prevenire sacche di inefficienza, fino a un ruolo più passivo, talvolta condizionato da interessi personali o familiari. Dalle ricerche più accreditate risalta comunque la prevalenza di un effetto disciplinare che si manifesta con maggiore intensità nelle imprese in cui i blockholders hanno un orizzonte di investimento sufficientemente ampio per interiorizzare le conseguenze di lungo termine di politiche retributive mal calibrate. Sulla scorta delle indagini empiriche condotte, si può osservare che gli azionisti di riferimento contribuiscono a plasmare clausole contrattuali più sofisticate e sensibili alla creazione di valore, in forma di equity-based pay e di bonus collegati a obiettivi trasparenti. Le analisi segnalano inoltre che, nei contesti in cui la proprietà resta stabilmente concentrata, il manager sa di essere sottoposto a un controllo costante e risulta meno disposto a proporre, o a tollerare, meccanismi retributivi percepiti come sproporzionati rispetto ai livelli di performance.

4.5. Prospettive future sul ruolo dei blockholders nella governance

Uno studio condotto da Brav e colleghi¹⁷⁷ ha evidenziato che l'attivismo degli hedge fund

¹⁷⁶ Holderness & Sheehan 1988, *Op. cit.*

¹⁷⁷ Brav, A., Jiang, W., & Kim, H. (2015). The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2723-2769.

si spinge verso modalità più sofisticate di influenza, prospettando un futuro in cui i blockholders prediligeranno strategie di engagement selettivo e accordi riservati con il top management per orientare le decisioni organizzative. È emerso che la pressione esercitata dai grandi azionisti su specifiche aree di intervento, come la riconfigurazione dell'assetto proprietario o la ricerca di alleanze strategiche, sarà destinata a intensificarsi nei contesti in cui le barriere legali non ostacolano l'interazione tra fondi attivisti e dirigenti. Tale dinamica, secondo gli autori, aprirà scenari in cui i blockholders adotteranno un repertorio di interventi sempre più variegato, che andrà dal sostegno a fusioni mirate all'imposizione di limiti rigorosi alla composizione del board, ridefinendo la geografia del potere decisionale a livello societario.

Gillan e Starks¹⁷⁸ hanno analizzato l'evoluzione dell'azionariato istituzionale negli Stati Uniti, rilevando che i blockholders, in prospettiva futura, potranno ricorrere in misura crescente a campagne di shareholder activism coordinate su scala transnazionale. L'espansione progressiva di fondi pensione e organizzazioni collettive di investimento, secondo la loro indagine, amplierà il ventaglio di strumenti di pressione sugli organi di governo, poiché i blockholders disporranno di risorse per coalizzarsi e imporre modifiche nella politica societaria. La tendenza alla globalizzazione degli investimenti facilita l'aggregazione di quote considerevoli in imprese anche geograficamente lontane, trasformando radicalmente i parametri attraverso cui si valuta la sostenibilità di una determinata struttura di controllo. In questo quadro, la prontezza con cui i blockholders interagiscono con i vertici direzionali rivestirà una funzione determinante nell'anticipare mutamenti rilevanti negli equilibri tra soci di maggioranza e minoranza.

Secondo McCahery e colleghi¹⁷⁹, l'ingresso di investitori istituzionali di nuova generazione, caratterizzati da una sensibilità crescente verso i criteri ESG, darà forma a un panorama in cui i blockholders saranno obbligati a integrare parametri ambientali e sociali nella definizione delle strategie di governance. La loro indagine sottolinea che i blockholders orientati a obiettivi di lungo termine potrebbero privilegiare politiche di governance inclusiva, con effetti dirompenti sulle tradizionali dinamiche di potere interno. L'incremento dell'attenzione verso tematiche di sostenibilità spingerà i grandi investitori a promuovere riforme di disclosure e di board diversity, cercando di stabilire

¹⁷⁸ Gillan & Starks 2009, *Op. cit.*

¹⁷⁹ McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.

un dialogo costruttivo ma deciso con i manager. Tale scenario implica che, nell’orizzonte venturo, il ruolo dei blockholders non si limiterà al controllo economico, ma si estenderà a un monitoraggio etico e ambientale che ridefinirà i rapporti tra impresa e collettività. Goranova e Ryan¹⁸⁰ hanno approfondito il fenomeno dello shareholder activism in una prospettiva multidisciplinare, evidenziando che i blockholders, in futuro, dovranno confrontarsi con pressioni crescenti riguardo alla trasparenza nel processo decisionale. La ricerca mette in rilievo che l’evoluzione tecnologica, unita all’azione di analisti finanziari e agenzie di rating, accentuerà la responsabilità dei soci di riferimento, inducendoli a definire pratiche di governance più aperte e tracciabili. L’avvicinarsi di un paradigma in cui le informazioni circolano con facilità comporterà, per i blockholders, la necessità di anticipare le contestazioni e di mostrarsi reattivi rispetto alle richieste di un mercato sempre più interessato all’accountability.

Secondo Dyck e Zingales¹⁸¹, la riduzione graduale dei benefici privati di controllo, resa possibile da interventi normativi volti a migliorare la tutela degli investitori, modificherà sostanzialmente gli incentivi dei blockholders nella gestione dell’impresa. Le loro analisi comparative, focalizzate su diverse giurisdizioni, indicano che i futuri sviluppi legislativi potrebbero limitare la discrezionalità del socio di riferimento, sostenuti da un’opinione pubblica orientata a ridimensionare eventuali privilegi e posizioni dominanti. Il rafforzamento dei meccanismi di tutela di minoranza e la crescente uniformità delle regole contabili e di reporting, a detta degli autori, porteranno a un equilibrio più paritario fra i blocchi di controllo e gli altri azionisti. In un tale contesto, l’impronta strategica dei blockholders divergerà dall’ottica di mera estrazione di benefici privati, spostandosi verso iniziative di governance cooperativa.

Coffee¹⁸², nelle sue riflessioni su liquidità e controllo, ha suggerito che i blockholders, nel lungo termine, non si limiteranno a detenere partecipazioni stabili, ma potrebbero mutare i propri profili di investimento con frequenza superiore. L’evoluzione dei mercati, unita alla diffusione di strumenti finanziari innovativi, creerà opportunità per l’ingresso e l’uscita di investitori istituzionali in tempi ristretti, con effetti dirompenti sugli equilibri di governance. Si prospetta uno scenario in cui la presenza di un blockholder non

¹⁸⁰ Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.

¹⁸¹ Dyck & Zingales 2004, *Op. cit.*

¹⁸² Coffee 1991, *Op. cit.*

garantisce più la solidità del controllo nel medio termine, poiché la fluidità degli scambi e la rapidità delle operazioni di prestito titoli permettono di smobilizzare partecipazioni ingenti senza generare scossoni di mercato eccessivi. Tale dinamica, pur aprendo spazi di flessibilità strategica, metterà alla prova la stabilità operativa e la continuità della visione manageriale, esigendo soluzioni di governance capaci di gestire con prontezza i cambi di assetto proprietario.

Solomon¹⁸³ ha trattato, in chiave sistematica, il ruolo emergente dei blockholders nella promozione di valori condivisi tra imprese e stakeholder, ipotizzando che le future riforme di governance possano legittimare una corresponsabilità tra socio di maggioranza, management e soggetti esterni come clienti e fornitori. Le sue tesi argomentano che, man mano che la responsabilità sociale e l'impatto ambientale acquisiscono centralità nella valutazione delle performance aziendali, i blockholders dotati di una visione più ampia potrebbero adoperarsi per estendere il ventaglio di indicatori da monitorare. L'orientamento alla cosiddetta corporate citizenship potrebbe rendere necessaria l'introduzione di comitati di sostenibilità e meccanismi di partecipazione che diano voce agli interessi collettivi. Tale evoluzione, secondo l'analisi di Solomon, esporrebbe il blockholder a una sfida doppia: da un lato, creare valore finanziario, e dall'altro, vigilare sugli obiettivi di responsabilità e trasparenza promossi dalla comunità internazionale.

Bebchuk e Fried¹⁸⁴, sebbene focalizzati principalmente sul tema della remunerazione, hanno offerto spunti che lasciano intendere come la prossima frontiera dei blockholders potrebbe implicare un maggiore coinvolgimento nei processi di definizione dei contratti con i vertici aziendali, onde allineare le strategie aziendali a risultati di sostenibilità finanziaria nel lungo periodo. Pur evitando di addentrarsi nei dettagli di politiche retributive, la loro argomentazione suggerisce che i soci di riferimento potranno sfruttare la loro influenza per introdurre clausole contrattuali che vincolino i manager a obiettivi di crescita coerenti con le aspettative di stabilità e reputazione del marchio. L'espansione delle capacità di monitoraggio, congiuntamente all'aumento delle piattaforme di voto elettronico, verosimilmente consoliderà un trend in cui i blockholders prenderanno parte alle scelte di lungo respiro con un'attitudine propositiva e non meramente reattiva.

¹⁸³ Solomon, J. (2020). *Corporate governance and accountability*. John Wiley & Sons.

¹⁸⁴ Bebchuk & Fried 2006, *Op. cit.*

La capacità di influenza dei blockholders sarà correlata, secondo Shleifer e Vishny¹⁸⁵, all’impianto regolamentare che emergerà nel prossimo decennio, soprattutto se le autorità di vigilanza proporranno standard globali per la trasparenza e la protezione degli investitori. Sebbene i due studiosi abbiano concentrato la loro riflessione principalmente sul contesto statunitense, la loro tesi individua un trend potenzialmente universale, in cui i blockholders sono chiamati a dialogare con un quadro legale sempre più omogeneo a livello internazionale. L’armonizzazione normativa, promossa da istituzioni sovranazionali, potrebbe ridurre i costi di transazione per gli investitori e consolidare le prassi di vigilanza incrociata, agevolando così il passaggio da un modello di azionariato passivo a uno proattivo, nel quale i blockholders sfruttano l’allineamento delle regole per ampliare il proprio perimetro di intervento.

Morck e Yeung¹⁸⁶, in un’analisi successiva, hanno affrontato la questione della crescente influenza dei conglomerati a guida familiare in diverse aree dell’Asia e dell’America Latina, ipotizzando che tali entità, quando si trovano in mercati globalizzati, possano adottare strategie di governance evolute per competere su scala internazionale. Il passaggio da contesti locali a mercati integrati metterà i blockholders familiari di fronte a sfide di notevole portata, poiché la necessità di accedere a finanziamenti esteri richiederà livelli di disclosure maggiori e una corporate governance meno personalistica. Questo orientamento, argomentano gli autori, non si concretizzerà in una trasformazione immediata, ma in un percorso graduale di adattamento, nel quale i membri della famiglia dominante saranno spinti a istituzionalizzare procedure di nomina dei dirigenti e di definizione delle strategie. In questa prospettiva, il blockholder connotato da radici familiari potrebbe oscillare tra un approccio protettivo nei confronti del nucleo di controllo e una più decisa apertura ai meccanismi del mercato dei capitali internazionali.

¹⁸⁵ Shleifer & Vishny 1997, *Op. cit.*

¹⁸⁶ Morck, R., & Yeung, B. (2009). Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 1(1), 145-179.

Conclusioni

Le analisi sviluppate lungo l'intero percorso di ricerca hanno messo in evidenza un consistente collegamento tra struttura proprietaria e solidità dei meccanismi di governo societario, poiché la comprensione delle differenti forme di controllo, siano esse basate su partecipazioni concentrate oppure su investitori istituzionali di grande rilievo, determina variazioni rilevanti nell'efficienza operativa e nella prospettiva di creazione di valore di ogni compagine aziendale, evidenziando come la presenza di proprietari dominanti incentivi un monitoraggio più stringente e una maggiore accountability degli organi direttivi, pur emergendo scenari in cui, in mancanza di adeguati contrappesi, si generano potenziali abusi di potere e una ridotta protezione degli azionisti minoritari, con conseguenti tensioni in merito alla contendibilità del controllo e alla trasparenza informativa che gioca un ruolo cruciale nella capacità di ridurre le asimmetrie manageriali e di promuovere un clima di fiducia sui mercati di riferimento. L'insieme dei risultati suggerisce dunque che la concentrazione proprietaria, in determinati contesti istituzionali, funga da strumento di disciplina interna molto efficace, riducendo i costi di agenzia e favorendo una supervisione costante sui progetti industriali, mentre in altre congiunture, specialmente dove la tutela legale dei piccoli investitori risulta meno avanzata, la stessa concentrazione può soffocare la contendibilità e incoraggiare reti di alleanze opache, limitando il dinamismo strategico e la capacità di accogliere nuovi capitali orientati all'innovazione finanziaria o tecnologica.

Nel segmento degli investitori istituzionali, l'indagine si è focalizzata sia sull'interpretazione del loro ruolo attivo, in cui pressioni esplicite sui consigli di amministrazione si trasformano in ricambi di vertice, variazioni di politiche retributive e ristrutturazioni delle linee di business, sia sulla dimensione passiva, contraddistinta da fondi con un orizzonte di replica di indici e minore inclinazione al monitoraggio quotidiano, evidenziando come solo gli investitori che dedicano attenzione continuativa e risorse analitiche sofisticate riescano a imporre un allineamento robusto tra risultati aziendali e riconoscimento degli incentivi per il top management, mentre quelle realtà in cui predomina la gestione passiva rischiano di favorire compensi meno correlati alla performance o di lasciare margini di manovra molto ampi ai dirigenti, con conseguenti implicazioni sul fronte dell'efficienza organizzativa e della trasparenza contabile. Il

quadro emerso sottolinea il carattere non monolitico della categoria degli investitori istituzionali, in quanto differenti soggetti mostrano approcci eterogenei alla partecipazione assembleare e alle dinamiche di engagement, influenzando in misura variabile la governance interna e modulando la propensione a intraprendere strategie di cambiamento nel consiglio di amministrazione, nella struttura degli incentivi o nella selezione dei progetti di maggiore impatto competitivo.

Lo studio di casi nazionali, con particolare attenzione ai modelli di matrice anglosassone, europeo continentale, nipponico e tedesco, ha evidenziato che l'architettura di governance non è mai riconducibile a una formula univoca di best practice: l'assetto normativo, le regole di comportamento, la tutela del piccolo azionista e l'eventuale codeterminazione dei lavoratori influenzano profondamente l'incisività dei blocchi di controllo e il potenziale disciplinante degli investitori istituzionali, generando un ventaglio di prassi che oscilla tra la stabilità garantita da alleanze di lungo respiro e la fluidità di mercati finanziari aperti a operazioni ostili di acquisizione. I sistemi di derivazione anglosassone mostrano un peso maggiore del mercato borsistico come meccanismo disciplinare esterno e, quando la proprietà è molto diffusa, risultano particolarmente sensibili all'intervento dei fondi attivisti capaci di coordinare il voto assembleare, mentre nei contesti tedesco e giapponese emergono forme di controllo relazionale più profonde, legate al ruolo delle banche, dei conglomerati e delle relazioni di lungo termine, dove la supervisione è meno soggetta a oscillazioni di mercato e più vincolata a equilibri endogeni consolidati, con un'influenza notevole dei portatori di blocchi familiari o di coalizioni radicate per tradizione storica. La riflessione comparativa ha inoltre mostrato che la capacità di rafforzare o depotenziare gli organi di governance interni deriva dall'interazione tra blocchi dominanti, standard legali di prevenzione di condotte abusive e pressioni provenienti da stakeholder, evidenziando come la tensione tra protezione degli investimenti, salvaguardia degli interessi sociali e velocità di reazione strategica non trovi una soluzione identica in tutte le giurisdizioni, ma dipenda dal clima culturale e dall'evoluzione normativa di ogni contesto.

La ricerca inerente ai blockholders, intesi come soggetti capaci di custodire partecipazioni incisive nel capitale di una società, ha mostrato esiti sulle performance aziendali non univoci, ponendo l'attenzione sulla capacità di contenere politiche manageriali eccessive, correggere progetti di scarsa redditività e promuovere una filosofia di crescita duratura,

se la concentrazione non assume dimensioni tali da ostacolare la contendibilità del controllo o da consentire estrazioni di benefici privati a scapito degli azionisti minoritari. La loro azione può risultare decisiva in tema di remunerazioni dirigenziali, poiché un socio di riferimento sufficientemente motivato a esercitare pressioni sul board tende a limitare la concessione di contratti retributivi squilibrati, preferendo sistemi di incentivazione tarati sull'incremento di valore effettivo nel medio periodo. I dati empirici mostrano che l'efficacia di questa disciplina dipende dal livello di professionalità con cui i blockholders affrontano le scelte aziendali, dalla loro disponibilità a sostenere costi di monitoraggio e dal contesto più ampio di regole che incidono su trasparenza, enforcement legale e flussi informativi rivolti alla platea degli stakeholder. L'eventuale presenza di più blocchi, distribuiti tra soggetti non correlati, può generare una configurazione ancora più dinamica, poiché la coesistenza di diversi nuclei proprietari favorisce l'emersione di contrappesi che dissuadono l'azionista di riferimento da comportamenti opportunistici, benché sussista il rischio di collusioni tacite qualora i blocchi dominanti abbiano interessi convergenti e intendano preservare posizioni di privilegio.

L'insieme di questi risultati pone in luce la natura poliedrica dei meccanismi di governance e segnala quanto risulti essenziale, in qualunque sistema nazionale o combinazione di mercati, adottare un ventaglio di soluzioni organizzative e contrattuali capaci di bilanciare l'esigenza di ridurre i costi di agenzia con l'opportunità di mantenere un'apertura costante verso la ricerca di capitali freschi e competenze manageriali innovative, poiché la presenza di blockholders o di investitori istituzionali forti garantisce un ancoraggio stabile, ma può altresì inibire la fluidità necessaria a competere in un panorama globale che richiede abilità di trasformazione e rapidità di adattamento tecnologico. L'esperienza comparativa fa emergere l'importanza di norme che tutelino la minoranza e che attribuiscano spazi di trasparenza sufficienti a rendere effettivo il controllo, valorizzando l'azione congiunta dei soggetti che detengono risorse analitiche e competenze di scrutinio approfondite, e riducendo al tempo stesso la probabilità di derive autoreferenziali in cui un soggetto dominante blocca qualsiasi tentativo di rinnovamento, evidenziando la necessità di soluzioni ibride che, mentre difendono la responsabilità fiduciaria dei blocchi proprietari, riconoscano la crucialità di standard globali in materia di informativa e accountability, in modo da sostenere la legittimazione delle imprese sui mercati e incentivare la convergenza verso dinamiche di governance sempre più efficaci

e orientate alla creazione di valore sostenibile.

Bibliografia

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, 100(1), 154-181.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: A systematic review. *International Journal of Law and Management*, 58(1), 73-107.
- Alvarez, R., Jara, M., & Pombo, C. (2018). Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 53, 38-64.
- Aoki, M. (2001). Toward a comparative institutional analysis. MIT press.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 111-141.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2019). Standing on the shoulders of giants: The effect of passive investors on activism. *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2720-2774.
- Awolowo, I., Garrow, N., Clark, M., & Chan, D. (2018). Accounting scandals: Beyond corporate governance. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 14(8), 399-407.
- Baumfield, V. S. (2016). Stakeholder theory from a management perspective: Bridging the shareholder/stakeholder divide. *Stakeholder Divide (September 1, 2016)*, 31.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (2019). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. In *Corporate Governance* (pp. 215-238). Gower.
- Bebchuk, L. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. NBER Working Paper No. 7203.
- Bebchuk, L. A. & Hirst, S. (2019). Index Funds and the Future of Corporate

- Governance: Theory, Evidence, and Policy. *Columbia Law Review*, 119, 2029–2146.
- Bebchuk, L. A. (2007). The myth of the shareholder franchise. *Va. L. Rev.*, 93, 675.
- Bebchuk, L., & Fried, J. M. (2006). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.
- Berle, A. A. and Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*, New York. Macmillan,
- Bolton, P., & Von Thadden, E. L. (1998). Blocks, liquidity, and corporate control. *The journal of finance*, 53(1), 1-25.
- Bonazzi, L., & Islam, S. M. (2007). Agency theory and corporate governance: A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of modelling in management*, 2(1), 7-23.
- Brav, A., Jiang, W., & Kim, H. (2015). The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2723-2769.
- Brav, A., Jiang, W., Li, T., & Pinnington, J. (2020). Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests. *Columbia Business School Research Paper*, (18-16).
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, 20, 267-291.
- Burak, E., Erdil, O., & Altındağ, E. (2017). Effect of corporate governance principles on business performance. *Australian Journal of Business and Management Research*, 5(7), 8-21.
- Carleton, W. T., Nelson, J. M., & Weisbach, M. S. (1998). The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The journal of finance*, 53(4), 1335-1362.
- Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?. *Journal of European public policy*, 11(1), 147-166.
- Chen, P. (2007). Complexity of transaction costs and evolution of corporate governance. *The Kyoto Economic Review*, 76(2), 139-153.

- Chhillar, P., & Lellapalli, R. V. (2015). Divergence or convergence: paradoxes in corporate governance?. *Corporate Governance, 15*(5), 693-705.
- Chiang, H. T., & He, L. J. (2010). Board supervision capability and information transparency. *Corporate Governance: An International Review, 18*(1), 18-31.
- Cicon, J. E., Ferris, S. P., Kammel, A. J., & Noronha, G. (2012). European corporate governance: a thematic analysis of national codes of governance. *European financial management, 18*(4), 620-648.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance, 57*(6), 2741-2771.
- Coase, R. H. (1937). *The Nature of the Firm*, London: Economica.
- Coffee Jr, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Colum. L. Rev., 91*, 1277.
- Coffee Jr, J. C. (1998). Future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Nw. UL Rev., 93*, 641.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of corporate finance, 17*(4), 1158-1175.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics, 51*(3), 371-406.
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *The Review of Financial Studies, 29*(6), 1377-1408.
- Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *the Journal of Finance, 60*(6), 2859-2894.
- Cromme, G. (2005). Corporate governance in Germany and the German corporate governance code. *Corporate Governance: An International Review, 13*(3), 362-367.
- Cutting, B., & Kouzmin, A. (2000). The emerging patterns of power in corporate governance—back to the future in improving corporate decision making. *Journal of managerial psychology, 15*(5), 477-507.
- Cyert, R. M., Kang, S. H., & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science, 48*(4), 453-

- Dagli, H., Eyuboglu, K., & Ayaydin, H. (2012). Performance evaluation of corporate governance index in Turkey. *Journal of Accounting and Finance*, 12(2), 163-172.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of financial economics*, 131(3), 693-714.
- Eabrasu, M., Eabrasu, M., & Rauscher. (2018). *Moral disagreements in business*. Springer.
- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The journal of finance*, 64(6), 2481-2513.
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 23-50.
- Edwards, T. (2004). Corporate governance, industrial relations and trends in company-level restructuring in Europe: convergence towards the Anglo-American model?. *Industrial Relations Journal*, 35(6), 518-535.
- Eling, M., & Marek, S. D. (2014). Corporate governance and risk taking: Evidence from the UK and German insurance markets. *Journal of Risk and Insurance*, 81(3), 653-682.
- Esposito, P., Ricci, P., & Fusco, F. (2017). Is there a mediterranean corporate governance system? Evidence from literature. In *Global and national business theories and practice: bridging the past with the future* (pp. 1393-1403). EuroMed Press.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political*

economy, 88(2), 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Ferrero, I., Michael Hoffman, W., & McNulty, R. E. (2014). Must Milton Friedman embrace stakeholder theory?. *Business and Society Review*, 119(1), 37-59.

Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.

Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.

Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of financial economics*, 40(1), 163-181.

Freeman, E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman.

García-Sánchez, I. M., Rodríguez-Domínguez, L., & Frías-Aceituno, J. V. (2015). Board of directors and ethics codes in different corporate governance systems. *Journal of Business Ethics*, 131, 681-698.

Giannarakis, G. (2014). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10(4), 569-590.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275-305.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2009). 11. the evolution of shareholder activism in the United States. In *Us corporate governance* (pp. 202-240). Columbia University Press.

Gomes, A. (2000). Going public without governance: Managerial reputation effects. *the Journal of Finance*, 55(2), 615-646.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.

Goodpaster, K. E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business ethics quarterly*, 53-73.

Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.

- Goyal, L. (2022). Stakeholder theory: Revisiting the origins. *Journal of Public Affairs*, 22(3), e2559.
- Harford, J., Kecskés, A., & Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making?. *Journal of Corporate Finance*, 50, 424-452.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of finance*, 58(6), 2351-2374.
- Hawley, J. P., & Williams, A. T. (2000). *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate America more democratic*. University of Pennsylvania Press.
- Hendry, J. (2001). Economic contracts versus social relationships as a foundation for normative stakeholder theory. *Business Ethics: A European Review*, 10(3), 223-232.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The Rand journal of economics*, 589-606.
- Ho, V. H. (2010). Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide. *J. Corp. L.*, 36, 59.
- Hoeppner, S., & Kirchner, C. (2016). Ex ante versus ex post governance: a behavioral perspective. *Review of Law & Economics*, 12(2), 227-259.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic policy review*, 9(1), 51-64.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of financial economics*, 20, 317-346.
- Holderness, C. G., Kroszner, R. S., & Sheehan, D. P. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *The Journal of Finance*, 54(2), 435-469.
- Jackson, G., & Miyajima, H. (2007). Introduction: The diversity and change of corporate governance in Japan. *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, 1-47.
- Jackson, K. V. (2011). Towards a stakeholder-shareholder theory of corporate governance: A comparative analysis. *Hastings Bus. LJ*, 7, 309.
- Jeffers, E. (2005). Corporate governance: Toward converging models?. *Global Finance Journal*, 16(2), 221-232.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, T. M., & Wicks, N. C. (2018). Convergent stakeholder theory. In *Business Ethics and Strategy, Volumes I and II* (pp. 361-376). Routledge.
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of financial economics*, 42(3), 365-395.
- Khan, H. (2011, December). A literature review of corporate governance. In *International Conference on E-business, management and Economics* (Vol. 25, No. 1, pp. 1-5). Singapore: IACSIT Press
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.
- Lane, C. (2003). Changes in corporate governance of German corporations: convergence to the Anglo-American model?. *Competition & Change*, 7(2-3), 79-100.
- Liu, C., Low, A., Masulis, R. W., & Zhang, L. (2020). Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance. *The Review of Financial Studies*, 33(10), 4489-4531.
- Mallin, C. A. (2019). *Corporate governance*. Oxford university press.
- Manne, H. G. (2019). Mergers and the market for corporate control. In *Corporate Governance* (pp. 27-38). Gower.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- McClelland, P. L., & O'Brien, J. P. (2011). Transaction cost economics and corporate governance: The case of CEO age and financial stake. *Managerial and Decision Economics*, 32(3), 141-158.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.

- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Meier, H. H., & Meier, N. C. (2014). Corporate governance: An examination of US and European models. *Corporate Ownership & Control*, 11(2), 347-351.
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (1989). Managers' voting rights and corporate control. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 263-290.
- Mikkelsen, W. H., & Ruback, R. S. (1985). An empirical analysis of the interfirm equity investment process. *Journal of financial economics*, 14(4), 523-553.
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2016). Study on corporate governance mechanisms. *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 12(2), 179-203.
- Monks, R. A., & Minow, N. (2011). *Corporate governance*. John Wiley & Sons.
- Morck, R., & Yeung, B. (2009). Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 1(1), 145-179.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of economic literature*, 43(3), 655-720.
- Mueller, D. C. (2006). The Anglo-Saxon approach to corporate governance and its applicability to emerging markets. *Corporate governance: an international review*, 14(4), 207-219.
- Naseem, M. A., Riaz, S., Rehman, R. U., Ikram, A., & Malik, F. (2017). Impact of board characteristics on corporate social responsibility disclosure. *Journal of Applied Business Research*, 33(4).
- Pande, S., & Ansari, V. A. (2014). A theoretical framework for corporate governance. *Indian Journal of Corporate Governance*, 7(1), 56-72.
- Pfeffer, J. (2019). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. In *Corporate governance* (pp. 53-64). Gower.
- Porter, M. E. (1992). Capital choices: Changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2), 4-16.
- Price, R., Román, F. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of financial economics*, 99(1), 76-96.

- Rahman, M. (2009). Corporate governance in the European Union: Firm nationality and the 'German' model. *Multinational Business Review*, 17(4), 77-98.
- Rebérioux, A. (2002). European style of corporate governance at the crossroads. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 40(1), 111-134.
- Rija, M., & Tenuta, P. (2010). Models of corporate governance in limited by shares companies with particular reference to the dualistic system. *ISSN 1931-0285 CD ISSN 1941-9589 ONLINE*, 501.
- Roberts, J. (2005). Agency theory, ethics and corporate governance. In *Corporate governance: Does any size fit?* (pp. 249-269). Emerald Group Publishing Limited.
- Roe, M. J. (2003). *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*. OUP Oxford.
- Rudolf, S. (2021). The impact of financial crises on changes to the models of corporate governance. *International Journal of Management and Economics*, 57(3), 220-233.
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?. *Journal of financial economics*, 124(2), 285-306.
- Schwizer, P., Farina, V., & Stefanelli, V. (2010). Dimension, structure and skill mix in European boards: are they converging towards a common model of corporate governance. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8(1), 87-107.
- Shishido, Z. (2000). Japanese corporate governance: The hidden problems of corporate law and their solutions. *Del. J. Corp. L.*, 25, 189.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, A. (1904[1776]). *The wealth of nations* (Edited by Edwin Cannan, 1904). New York: Modern Library.
- Solomon, J. (2020). Corporate governance and accountability. John Wiley & Sons.
- Tian, G. Y., & Twite, G. (2011). Corporate governance, external market discipline and firm productivity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 403-417.
- Turnbull, S. (2019). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. In *Corporate governance* (pp. 415-440). Gower.

- Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 17(3), 307-319.
- Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2020). Motivated monitoring by institutional investors and firm investment efficiency. *European Financial Management*, 26(2), 348-385.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency. *Academy of Management Annals*, 7(1), 607-661.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: The Free Press.
- Wójcik, D. (2003). Change in the German model of corporate governance: evidence from blockholdings 1997–2001. *Environment and Planning A*, 35(8), 1431-1458.
- Yafeh, Y. (2000). Corporate governance in Japan: Past performance and future prospects. *Oxford Review of Economic Policy*, 16(2), 74-84.
- Yoshikawa, T., & McGuire, J. (2008). Change and continuity in Japanese corporate governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 25, 5-24.
- Yoshikawa, T., Tsui-Auch, L. S., & McGuire, J. (2007). Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan. *Organization science*, 18(6), 973-988.
- Zhang, Y. (2011, October). The analysis of shareholder theory and stakeholder theory. In *2011 Fourth International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering* (pp. 90-92). IEEE.