



Assetti proprietari

SOMMARIO: 1.1. La separazione tra proprietà e controllo. – 1.2. La struttura della proprietà: concentrazione e azionariato diffuso.

L'assetto proprietario è una variabile d'impresa complessa che può essere definita come «la distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita dell'istituto»¹.

Per diritto di proprietà si intende sia il diritto/dovere di governo dell'istituto, ossia il diritto di prendere le decisioni aziendali, sia il diritto dovere di godere dei risultati aziendali.

Sovente questi due diritti non risultano in capo al medesimo soggetto.

Una delle più rilevanti problematiche che tratteremo e che riguarda diversi studi sugli assetti proprietari è proprio la “separazione tra proprietà e controllo”.

Un altro punto di fondamentale importanza risulta essere l'analisi delle caratteristiche che sembra incidano maggiormente sulla struttura proprietaria, ovvero:

- la realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni;
- la tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese.

Si ritiene che queste variabili siano le più rappresentative per un'analisi esaustiva delle motivazioni per la quale si sono diffuse nel mondo due tipologie di assetti proprietari: “la concentrazione e l'azionariato diffuso”.

¹ A. ZATTONI (a cura di), *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006, pp. 146-147.

1.1. La separazione tra proprietà e controllo

All'inizio degli anni '20 del ventesimo secolo si assistette ad un grande cambiamento nella concezione della proprietà.

La rivoluzione proletaria portò in tutto il mondo a discutere sulla proprietà privata dei mezzi di produzione e di quanto questa fosse determinante per la vita dell'impresa.

Secondo Berle e Means² la posizione della proprietà è passata da una funzione attiva ad una passiva dove in luogo di reali proprietà su cui il proprietario poteva disporre il suo dominio, egli ora possiede solo un "titolo" ovvero un complesso di diritti e aspettative nei confronti dell'impresa. Il potere, la responsabilità ed il contenuto sostanziale del bene di proprietà vengono trasferiti ad un gruppo separato di persone nelle cui mani sta il "controllo".

La separazione tra proprietà e controllo, analizzata a fondo negli studi di Berle e Means era già stata introdotta da altri studiosi, economisti in particolare.

La prima teoria sulla dissociazione tra proprietà e controllo è di Marx nel terzo libro del *Capitale* in cui sottolinea che «la proprietà è separata dalla funzione del capitale» e che «nella persona del dirigente, questa funzione è separata dalla proprietà del capitale»³.

Veblen⁴ nel 1923 sottolinea una totale assenza della proprietà nella gestione societaria e successivamente Rathenau⁵ descrive la forte influenza degli amministratori nel controllo delle società.

Anche Keynes⁶ nel 1926 aggiunge che i proprietari del capitale sono interamente dissociati dall'amministrazione con il risultato che saranno più considerate dagli amministratori la stabilità generale e la reputazione dell'ente piuttosto che il massimo profitto per gli azionisti.

Proprietà e controllo, dunque, non sono più nelle mani delle stesse persone come accadeva nella tipica azienda del XIX secolo⁷ ma nell'impresa de-

² A. BERLE-G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino, 1966; *Introduzione*, p. XIII ss.

³ F. GALGANO, *Itinerari moderni della proprietà*, Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno, t. II, Giuffrè, Milano, 1976-77, p. 685.

⁴ F. GALGANO, *Itinerari*, cit., p. 681.

⁵ W. RATHENAU, *In days to come*, Allen & Unwin, London, 1921, pp. 120-121.

⁶ F. GALGANO, *Itinerari*, cit., p. 682.

⁷ La tipica azienda del XIX secolo era di proprietà di singoli individui o di piccoli gruppi,

vono coesistere due raggruppamenti sempre più distinti e a volte contrastanti: il gruppo dei proprietari e il gruppo di controllo costituito sempre più da manager, dirigenti e amministratori.

1.2. La struttura della proprietà: concentrazione e azionariato diffuso

Il testo di Berle e Means oltre ad essere un riferimento per la dissociazione tra proprietà e controllo risulta determinante anche per l'analisi di un'altra problematica: la scelta tra concentrazione o azionariato diffuso.

Nello studio del 1932 Berle e Means⁸ sostengono che «parallelamente alla concentrazione del potere economico⁹ si è manifestata, come conseguenza e allo stesso tempo come causa di essa, una sempre maggiore dispersione del possesso delle azioni».

Mentre l'evoluzione storica ha disatteso la prima ipotesi di concentrazione del potere economico¹⁰ introdotta nei loro studi si assistette effettivamente ad una vera e propria polverizzazione dell'azionariato nelle imprese statunitensi.

Tale caratteristica è ancora presente, anche se con minor rilevanza¹¹, nel-

diretta da loro stessi o da persone da loro designate e, nella maggior parte dei casi, le sue dimensioni erano determinate dai conferimenti dalle persone che ne avevano il controllo. Tratto da: A. BERLE-G.C. MEANS, *Società per azioni*, cit., p. 6.

⁸ A. BERLE-G.C. MEANS, *Società per azioni*, cit., p. 49.

⁹ Secondo i due studiosi nel periodo di un secolo poi, metà delle società incluse nella lista delle duecento grandi per il 1919 sarebbero state ancora rappresentate nella lista, dieci direttamente e novanta come fuse in quelle stesse dieci. Tratto da: A. BERLE-G.C. MEANS, *Società per azioni*, cit., p. XVI.

¹⁰ Se tuttavia è vero che la contrazione continua a rappresentare un fenomeno importante le previsioni di Berle e Means non si sono in realtà avverate. Numerosi studi (ricerche ufficiali americane come quelle di Temporary National Economic Committee) affermano che la concentrazione complessiva nelle più grandi imprese industriali è rimasta assai stabile. Tratto da: A. BERLE-G.C. MEANS, *Società per azioni*, cit., p. XVII.

¹¹ In studi più recenti Gadhoum e altri hanno osservato che, nel 2005, il 59.74% delle "US corporations" hanno azionisti di controllo (con quote azionarie superiori al 10% del capitale votante); il 24.57% sono società a controllo familiare e gestite direttamente da membri della famiglia, il 16.33% sono società controllate da istituzioni finanziarie ad azionariato diffuso e il 13.55% sono società controllate da trust familiari. Negli Stati Uniti, dunque, ci sono molte più imprese controllate da famiglie piuttosto che da istituzioni finanziarie. Ha la più alta percentuale di aziende a controllo familiare rispetto ai quattro paesi industrializzati suc-

le imprese suddette ma a differenza di quanto profetizzato dai due studiosi non è la più diffusa nelle organizzazioni mondiali¹².

Secondo Roe «vi è all'opera qualcosa che favorisce la concentrazione e impedisce la diffusione e, per capire come mai i mercati mobiliari e la visione della proprietà si sviluppano, ci occorre una spiegazione migliore»¹³.

La distribuzione della proprietà azionaria risulta alla base dell'analisi del fenomeno in esame; lo studio d'essa ci porterà ad identificare due opposte manifestazioni del fenomeno:

- la concentrazione azionaria;
- la polverizzazione azionaria.

Se si analizza la realtà delle imprese nei diversi paesi industrializzati ci si imbatte in modelli estremamente variegati, in cui ai casi anglosassoni dove la proprietà delle imprese quotate risulta particolarmente frammentata se ne contrappongono altre (come Germania, Italia, ecc.) con imprese caratterizzate da forte concentrazione azionaria¹⁴.

Per tale ragione si è cercato di identificare quali siano i caratteri distintivi che portino una nazione a propendere per la concentrazione azionaria, la polverizzazione o creare addirittura un ibrido o soluzioni intermedie che si adattino maggiormente alla realtà delle imprese nazionali.

La scelta, come anticipato precedentemente, dipende fortemente da due variabili:

- la realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni;
- la tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese.

cessivi nella graduatoria stilata. Tratto da: Y. GADHOUM-L.H.P. LANG-L. YOUNG, *Who control US?*, in *European financial management*, vol. 11, issue 3, 2005, pp. 339-363.

¹² Studi successivi a Berle e Means effettuati dalla Scuola di Harvard nel 1970 e da Whittington e Mayer nel 1995 osservano la presenza di assetti proprietari basati sulla concentrazione proprietaria. In Europa continuano a prevalere forme basate su proprietà personal-familiare, statale e bancaria. Tratto da A. COLLI, *Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio, Venezia, 2006, p. 42.

¹³ M. ROE, *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche del governo d'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, p. XLII.

¹⁴ A. COLLI, *Corporate governance e assetti proprietari*, cit., p. 39.

Realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni➤ *Approccio politico: politics matter*

Secondo Mark Roe¹⁵ sono ragioni di ordine storico e politico a spiegare gli assetti proprietari societari.

Mettendo in rapporto la macropolitica di una nazione con la microstruttura dell'impresa è possibile delineare i tratti distintivi che portano alla creazione di una proprietà diffusa o concentrata.

Il conflitto sociale che si svolge tra proprietari, manager e lavoratori conduce ad accomodamenti politici che vanno ad impattare sulla struttura proprietaria e sulle sue caratteristiche.

Secondo Roe ciò che influisce fortemente sulla concentrazione o diffusione della proprietà e non di meno, anche sugli strumenti e organi di *corporate governance*, è la capacità o meno di attuare nella nazione una socialdemocrazia, intesa come la capacità del governo di soddisfare o meno le richieste esercitate dagli *stakeholder*¹⁶.

Laddove la socialdemocrazia è risultata nel tempo fortemente radicata (paesi Europa occidentale), la *public company* si è rivelata precaria, debole ed incapace di dominare; dove la socialdemocrazia è apparsa debole (USA), la diffusione della proprietà della grande impresa ha potuto aver inizio.

Roe, in un'analisi statistica volta a spiegare la sua teoria politica, collocando le nazioni esaminate su una scala che va dall'estrema sinistra (Svezia) all'estrema destra (Regno Unito) negli anni 1980-1991 e successivamente ordinando le stesse su una scala che va dalla proprietà più concentrata (Austria) a quella più diffusa (Stati Uniti) nell'anno 1995 osserva che la correlazione tra le due scale risulta notevole.

La politica sembrerebbe spiegare il 39% della differenza di concentrazione di proprietà.

Tra le imprese che hanno governi di sinistra (socialdemocrazie) e concentrazione proprietaria elevata risultano in particolare l'Austria e la Svezia; un po' più distaccati Australia, Italia, Francia, Finlandia e Norvegia.

Stati Uniti e Regno Unito risultano invece i maggiori fautori di governi di destra e di imprese *public company* seguite da Giappone e Canada¹⁷.

Le conclusioni di Roe portano a indicare che negli assetti proprietari si riscontrano differenze che non possono essere completamente spiegate senza

¹⁵ M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, cit., p. VII.

¹⁶ M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, cit., p. XXXI.

¹⁷ M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, cit., p. 49 s.

considerare le fondamenta politiche di una nazione. La politica va a determinare o a influenzare i mercati dei capitali e le istituzioni finanziarie, i mercati e le istituzioni del management e i mercati e le istituzioni del lavoro.

In Europa la politica ha influito notevolmente sul mercato del lavoro, che ha, a sua volta, influenzato la struttura del capitale e le istituzioni manageriali.

Negli Stati Uniti, invece, l'ostilità verso le istituzioni finanziarie ha portato in auge il mercato dei capitali e ha condizionato le strutture manageriali della *public company*¹⁸.

➤ *Approccio giuridico: law and finance*

Secondo l'approccio giuridico (definito da alcuni economisti e giuristi¹⁹ *law and finance*) è, invece, il contesto legislativo dei paesi che esercita un forte condizionamento sulla struttura proprietaria e di *governance* delle imprese²⁰.

Secondo La Porta e altri studiosi sembra sia questo approccio il fondamentale per spiegare la diffusione o meno della proprietà delle imprese.

La Porta e altri nel loro studio sottolineano che il grado di tutela degli investitori risulta determinante nella scelta degli assetti proprietari dell'impresa.

Gli autori analizzano i contesti giuridici di 49 paesi industrializzati rilevando in particolare:

- le diverse metodologie di regolamentazione – *common law o civil law*;
- la tipologia di diritto in capo agli azionisti individuando diversi indicatori.

Gli ordinamenti di *civil law* fondano il sistema giuridico sulla fonte legislativa ed in particolare sulle leggi del diritto romano mentre gli ordinamenti di *common law*, originari delle nazioni anglosassoni, si basano sul principio giuridico dello *stare decisis* ovvero del carattere vincolante del precedente giudiziario.

¹⁸ M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, cit., p. 276 s.

¹⁹ R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, Harvard University, Cambridge, 1998.

²⁰ Secondo Roe il diritto societario non basta a spiegare la scelta nazionale di concentrazione o proprietà diffusa. Per tenere sotto controllo i costi di agenzia ci vogliono strumenti diversi: la concorrenza, il mercato del lavoro dei manager, la trasparenza, le scalate ostili, ecc. tratto da M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, cit., p. VIII.

Gli ordinamenti di *civil law*, inoltre, si distinguono, a secondo dal raggruppamento di paesi, in:

- *french civil law*, derivante dal codice di commercio del 1807 e diffuso anche in Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Italia;
- *german civil law*, originato dal codice di commercio tedesco del 1897 e esteso, successivamente, alle legislazioni austriache, cecoslovacche, greche e ungheresi;
- *scandinavian civil law*, originario della Scandinavia e diffusosi nei paesi del nord Europa.

Per quanto riguarda il diritto degli azionisti esistono diversi meccanismi che possono indirizzare un paese verso il cosiddetto *one share-one vote principle*, che prevede maggior protezione per gli azionisti oppure verso una numerosa varietà di categorie di azioni, che comportano una minor tutela nei confronti degli investitori in quanto il diritto di voto è svincolato dalla proprietà.

Nell'analisi empirica La Porta sottolinea che 11 paesi su 49 adottano il sistema *one share-one vote*²¹, la maggior parte dei paesi invece discrimina gli azionisti creando diverse categorie di azioni²².

Nei 49 paesi si analizza, inoltre, anche il grado di tutela degli azionisti di minoranza nei confronti dei detentori del controllo (azionisti di maggioranza e management).

Nella tabella che segue vengono riportati i meccanismi di tutela individuati nelle legislazioni dei paesi presi in esame da La Porta ed il loro grado di protezione nei confronti degli azionisti di minoranza.

²¹ Un'interessante indagine promossa dall'Unione Europea dimostra che nessuno Stato ha introdotto un sistema totalmente ispirato a tale principio e che anche sistemi che formalmente hanno accolto il principio suddetto (Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Lussemburgo e Polonia) consentono diversi strumenti di rafforzamento del controllo azionario. Tratto da: SHERMAN & STERLING LLP, *Proportionality between Ownership and control in EU listed companies*, May 18, 2007.

²² Azioni senza diritto di voto, azioni che votano solo su determinate materie, azioni il cui diritto di voto aumenta più aumenta il tempo di detenzione da parte di uno stesso azionista, ecc.

Tabella 1. – *Meccanismi di tutela degli azionisti di minoranza* ²³

<i>Meccanismo di tutela</i>	<i>Alta protezione azionisti di minoranza</i>	<i>Bassa protezione azionisti di minoranza</i>
Deleghe di voto	Sì	No
Deposito azioni prima di assemblee	No	Sì
Voti di lista	Sì	No
Giudizio giudice decisioni management	Sì	No
Obbligo acquisto azioni proprie in caso di disaccordo tra azionisti	Sì	No
Diritto di prelazione acquisto nuove azioni	Sì	No
Bassa % capitale posseduto per convocare assemblea straordinaria	Sì	No

Anche dall'analisi dei meccanismi di tutela si evince una maggiore protezione nei confronti degli investitori fornita dai paesi anglosassoni e quindi dalla *common law* rispetto ai paesi di *civil law*.

Consentono, infatti, in percentuali più elevate la predisposizione di deleghe di voto, non obbligano al deposito delle azioni prima delle assemblee e prevedono più frequentemente giudizi da parte dei giudici sulle decisioni del management e obblighi di acquisto di azioni proprie in caso di disaccordo tra azionisti. Inoltre è previsto una minor percentuale di capitale posseduto per richiedere la convocazione dell'assemblea straordinaria ²⁴.

La diversa applicazione delle regolamentazioni ed in particolare delle norme sulla tutela degli azionisti comporta una diversa scelta per gli investitori che va ad impattare sulla concentrazione proprietaria o meno delle imprese mondiali.

Un azionista, di fronte ad un basso livello di protezione si trova costretto a detenere alte quote di capitale per poter avere il controllo dell'impresa e quindi va a creare nell'impresa concentrazione azionaria.

²³ R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate ownership*, cit., p. 1130 s.

²⁴ R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate ownership*, cit., pp. 1130-1131.

➤ *Ulteriori evoluzioni: l'approccio finanziario*

Negli ultimi 30 anni la globalizzazione ha portato le economie mondiali ad attraversare periodi di grandi trasformazioni.

La globalizzazione ha imposto una sorta di egemonia delle forze di mercato, costituendo una sospensione al potere degli Stati²⁵.

Si può parlare, dunque, di crisi della politica che sembra subire la supremazia dei mercati sugli Stati.

«Tradizionalmente il potere vedeva negli stati le basi del potere politico mentre le imprese detenevano un potere più di tipo economico; sembra che ora non sia più così ma che il potere politico appartenga, ormai, ai grandi gruppi di imprese internazionali»²⁶.

Inoltre, la regolamentazione giuridica offerta dagli Stati ne esce, dunque, sminuita in quanto il modello giuridico più idoneo e sensibile alla logica di mercato risulta essere più di tipo pratico e flessibile e molto meno formale di quando era il modello giuridico statale²⁷.

Da tali enunciazioni sembra che, per spiegare la scelta delle nazioni su concentrazione o frammentazione della proprietà, sia l'approccio politico sia quello giuridico siano stati superati e sostituiti con altri, più evoluti.

Si passa, dunque, ad un capitalismo finanziario, in cui la crescente importanza dell'industria finanziaria nel sistema economico, delle attività finanziarie nel patrimonio delle società e dei valori scambiati sul mercato portano la finanza ad essere un elemento determinante per il ciclo economico.

Inoltre, statistiche a livello internazionale evidenziano significativi rapporti tra tipologie di mercati finanziari e strutture finanziarie d'impresa²⁸.

La dove i mercati di borsa sono efficienti (Stati Uniti) le aziende hanno minor indebitamento rispetto ad altre operanti in paesi (Germania, Giappone) nei quali il finanziamento avviene quasi esclusivamente attraverso gli intermediari finanziari.

Il costo del capitale da impiegare dipenderà, dunque, nelle nazioni con imprese ad azionariato diffuso dagli atteggiamenti degli investitori nelle borse valori mentre nelle nazioni caratterizzate da concentrazione azionaria dal

²⁵ M.R. FERRARESE, *Le istituzioni della Globalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 2000, p. 11 ss.

²⁶ M.R. FERRARESE, *Le istituzioni*, cit., p. 53 ss.

²⁷ M.R. FERRARESE, *Le istituzioni*, cit., p. 7.

²⁸ A. TAMI, *Soggetto economico e performance aziendale nel processo di privatizzazione*, Franco Angeli, Milano, 1996, p. 29.

comportamento degli intermediari finanziari e dalle aspettative del proprietario/manager²⁹.

Il capitalismo finanziario introduce una rivoluzione storica che passa dal considerare la ricchezza come frutto del lavoro e della fatica a mero risultato di operazioni finanziarie che possono portare a distruggere o a costruire immense fortune in un tempo brevissimo.

Secondo tale approccio si possono delineare due sistemi definiti da Forestieri³⁰ *Outsider system* e *insider system* volti a delineare le principali caratteristiche che gli assetti proprietari e la *governance* attuano in un contesto di mercato per il controllo attivo o non presente.

In un contesto di mercato per il controllo-*outsider system* le ipotesi alla base dello schema interpretativo risultano³¹:

- azionisti frazionati/maggioranze non stabili;
- titoli quotati/prezzo come segnale di performance in un mercato dei capitali efficiente;
- disponibilità di formule finanziarie che rendono fattibili *takeover*³²;
- possibili ristrutturazioni societarie grazie a minacce di *takeover*.

In un contesto senza mercato per il controllo – *insider system*, invece, le caratteristiche principali risultano essere:

- ruolo forte dell'azionista di riferimento;
- identificazione tra azionista di controllo e società che porta ad escludere il rischio di *takeover* ostili;
- accettazione di una limitata cultura del mercato.

➤ *Alcune considerazioni*

Gli approcci sopra trattati influiscono sul tipo di assetto proprietario che si instaura nelle società di una nazione.

Dall'analisi teorica effettuata appare un unico e forte filo conduttore che legittima tutti gli approcci, ossia l'iter storico e culturale della nazione.

Analizzando i singoli approcci possiamo, infatti, osservare come sia i mo-

²⁹ A. TAMI, *Soggetto economico*, cit., p. 30.

³⁰ G. FORESTIERI, *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in G. AIROLDI-G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas libri, Milano, 1998.

³¹ G. FORESTIERI, *La corporate governance*, cit., p. 9 s.

³² È un processo mirato all'acquisizione della maggioranza dei diritti di voto di una società.

delli giuridici, sia i modelli politici che i modelli finanziari nascono da diverse epoche storiche come risultato di un'evoluzione sociale, culturale della nazione stessa.

Andando ad osservare tutti e tre gli approcci sopra menzionati otteniamo gli stessi risultati; ovvero la divisione negli assetti proprietari tra due diversi modelli di concentrazione e di frammentazione proprietaria porta alla stessa divisione territoriale.

Da una parte le *public company* proprie dei sistemi anglosassoni e caratterizzate da:

- mancanza di socialdemocrazia;
- sistema giuridico di *common law*;
- elevato sfruttamento del mercato borsistico;

e dall'altra il modello di concentrazione azionaria tipico della maggior parte dei paesi europei, caratterizzato da:

- socialdemocrazia;
- sistema giuridico di *civil law*;
- basso utilizzo del mercato borsistico.

La tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese

➤ *La composizione degli assetti proprietari*

Come già accennato le compagini azionarie di imprese caratterizzate da frammentazione azionaria rispetto a imprese a concentrazione azionaria hanno una composizione differente.

Mentre nelle prime non identifichiamo un azionista di riferimento³³ e tanto meno di controllo³⁴ nelle seconde possiamo osservare la presenza di una o entrambe le figure.

Tale peculiarità porta al dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo e sul differente trattamento degli investitori nelle diverse giurisdizioni nazionali.

³³ Un soggetto che possiede un numero significativo di titoli azionari aventi diritto di voto e che per tale ragione è in grado di poter influenzare l'andamento gestionale della società.

³⁴ Azionista il cui voto è decisivo al fine del raggiungimento della maggioranza nell'ambito di una riunione assembleare. Nel caso coincide con l'azionista di maggioranza può essere definito come colui che possiede almeno il 50% più uno dei titoli azionari con diritto di voto in una società, e che quindi è in grado di controllarne l'attività.