

Luciano Segreto

Esportare la corporate governance nel mondo

Indice

Introduzione	1
1 Corporate governance: come, quando e perché?	5
1.1 Un voto, un'azione e il problema della democrazia sostanziale	5
1.2 Regolamentazione, divulgazione e trasparenza	9
1.3 Scoprire e riformare il «mondo» della corporate governance	12
2 Germania: uno dei poli della corporate governance	23
2.1 Alle origini del modello	23
2.2 La Germania tra ordoliberalismo e <i>Mitbestimmung</i>	26
2.3 Verso il Codice di corporate governance	28
2.4 Scandali, investitori istituzionali e corporate governance	32
3 Francia: la corporate governance tra resilienza e spinte del mercato	43
3.1 La corporate governance è un affare di Stato? Da Colbert al processo di privatizzazione degli anni Ottanta	43
3.2 L'evoluzione della struttura proprietaria, il PDG e la «nuova» corporate governance	46
3.3 Proteggere gli azionisti di minoranza o favorire gli investitori a lungo termine?	49
3.4 Le vecchie abitudini sono dure a morire	51
4 Italia: la corporate governance e i paradossi di un'economia avanzata	61
4.1 Il contesto storico	61
4.2 L'economia mista italiana	63
4.3 Finalmente le riforme	65
5 Giappone: la corporate governance e la cultura dell'armonia	79
5.1 La corporate governance tra storia e cultura: dallo <i>zaibatsu</i> al <i>keiretsu</i>	79
5.2 Il «decennio perduto» e la necessità di riforme economiche	82
5.3 Dalla nuova legge sulle società al primo Codice di corporate governance	86

Impaginazione: Valentina Apolloni, Milano

Copyright © 2022 EGEA S.p.A.
Via Salasco, 5 - 20136 Milano
Tel. 02-58365751 - Fax 02-58365753
egea.edizioni@unibocconi.it - www.egeaeditore.it

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni. Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito www.egeaeditore.it.

Date le caratteristiche di Internet, l'Editore non è responsabile per eventuali variazioni di indirizzi e contenuti dei siti Internet menzionati.

Prima edizione: ottobre 2022

ISBN 978-88-238-2340-2

Stampa: Logo S.r.l. - Borgoricco (PD)

6 Brasile, Argentina, India e Cina: la corporate governance nei paesi emergenti tra mercato, Stato e famiglia	97
6.1 Le economie emergenti e i mercati di capitale	97
6.2 Brasile: corporate governance e necessità di stabilità	100
6.2.1 Il processo di privatizzazione degli anni Novanta	100
6.2.2 Le nuove regole sulla corporate governance	101
6.3 Argentina: la corporate governance e il sogno della <i>common law</i>	103
6.3.1 La scommessa impossibile degli anni Novanta: dalla <i>civil law</i> alla <i>common law</i>	103
6.3.2 Il default del 2001 e le sue conseguenze per la corporate governance	106
6.4 India: la corporate governance e le contraddizioni della più grande democrazia del mondo	108
6.4.1 L'eredità britannica	108
6.4.2 Le riforme economiche degli anni Novanta e l'introduzione del Codice di corporate governance	110
6.4.3 La più grande Borsa valori e il potere del capitalismo familiare	114
6.5 Cina: la corporate governance, il potere dello Stato e la forza ineluttabile del mercato	117
6.5.1 Le riforme economiche	117
6.5.2 Il mercato azionario cinese e l'introduzione della corporate governance	119
6.5.3 La campagna anticorruzione e la corporate governance	125
7 Russia e Polonia: la corporate governance nelle ex economie a pianificazione centralizzata tra Stato e mercato	137
7.1 Russia: la corporate governance e l'infinita transizione verso un'economia di mercato	138
7.1.1 La difficile transizione dall'economia centralizzata all'economia di mercato	138
7.1.2 La debolezza del mercato dei capitali	140
7.1.3 L'introduzione del Codice di corporate governance: come pagare un «debito» ai paesi occidentali	143
7.1.4 Lo Stato e la società: due attori in conflitto per una buona corporate governance?	145
7.2 Polonia: la corporate governance, la forza del mercato e la resistenza dei blockholder	147
7.2.1 Riscoprire il mercato	147
7.2.2 Gli inizi della corporate governance	149
7.2.3 La concentrazione della proprietà e il ruolo dei fondi pensione	152
Bibliografia	161
Indice dei nomi	177

Introduzione

Esattamente trent'anni fa, nel 1992, una commissione formata da uomini d'affari inglesi e presieduta da Adrian Cadbury, fino a pochi anni prima presidente di Cadbury Schweppes e autorevole membro del board della Banca d'Inghilterra, stendeva il primo rapporto sulla corporate governance. L'economia internazionale è oggi alle prese con problemi molto diversi rispetto a quelli dei primi anni Novanta. Eppure molti aspetti del sistema economico e delle imprese, dei mercati borsistici e dei rapporti tra azionisti e manager, tra aziende e dipendenti e attori esterni nella loro evoluzione e nel modo in cui appaiono oggi dipendono proprio dalle tante novità che si possono leggere in quel documento. Per certi versi si potrebbe scomodare le più classiche figure retoriche – una diga che si apre o, meglio ancora, l'effetto palla di neve – per spiegare l'enorme sviluppo che ebbero un po' ovunque nel mondo il dibattito sulla corporate governance e poi la definizione e l'implementazione di vari codici di corporate governance o, come si scelse di dire in tanti paesi, delle *best practices* della corporate governance. Si potrebbe quasi dire che per certi versi l'effetto domino era dovuto alle spinte di una parte dell'opinione pubblica, stanca di assistere a scandali che producevano disastri finanziari che coinvolgevano spesso milioni di risparmiatori. Per altri versi ci fu senza dubbio una sensibilità, mista all'esigenza di non restare indietro rispetto ad altri mercati di capitale, almeno in Europa, verso temi e questioni che erano da tempo all'attenzione di operatori di borsa, investitori istituzionali, ma anche dei governi e dei sistemi giudiziari, spesso costretti a intervenire quando ormai i problemi riguardanti gli equilibri e le regole interne a una società erano divenuti di pertinenza del sistema giudiziario. Si potrebbe poi aggiungere che in una fase in cui lo sviluppo dell'economia globale stava toccando nuove aree del mondo, molti paesi che stavano transitando verso livelli di reddito pro capite superiori intravedevano nello sviluppo dei mercati borsistici e delle loro regole un ulteriore strumento per ridurre il divario con le economie avanzate.

Oggi la corporate governance rappresenta un ingrediente formale e sostanziale della qualità di un sistema economico-finanziario e della sua performance. Osservarne i contenuti, ma anche coglierne le cangianti criticità, è un modo diverso per comprendere e analizzare i movimenti più profondi del sistema economico e finan-

ziario internazionale. Come si vede in questo e in altri volumi che hanno proposto uno sguardo d'insieme sui vari modelli, la corporate governance si presenta per alcuni aspetti in maniera assolutamente identica tra un paese e l'altro. E, tuttavia, non solo persistono alcune differenze, in parte di carattere formale, ma sono soprattutto i contesti nazionali e le culture economiche e giuridiche dei diversi paesi che tracciano i veri e più profondi confini nel modo in cui i diversi codici di corporate governance, ormai diffusi in circa 150 paesi, secondo il World Corporate Governance Index, diventano pratiche concrete nei vari sistemi economico-finanziari. L'approccio istituzionale riguardante sia l'evoluzione dei sistemi economici sia i mutamenti nelle culture economiche è fondamentale per comprendere come questa sorta di differenziale di contemporaneità abbia agito sui diversi sistemi economico-finanziari a livello mondiale. Secondo alcuni studiosi, le traiettorie e le migliori performance di certi paesi sono legate anche al modo in cui essi hanno adottato e implementato i codici di corporate governance. La dimensione temporale di medio-lungo periodo consente però di capire perché alcuni paesi hanno saputo cogliere meglio di altri anche questa normativa per garantirsi solidità e continuità nelle prestazioni economiche. Tuttavia, specie nei paesi emergenti, appare evidente come i codici di corporate governance siano stati intesi anche come un ulteriore strumento, per quanto limitato, per ridurre divari storici di lungo periodo, per attirare investitori stranieri e risorse in grado di accorciare i tempi del *catching up* nei confronti delle economie avanzate.

È da questo argomento che siamo partiti per offrire un percorso analitico-descrittivo dei principali modelli di corporate governance. Il punto di partenza di questa sorta di viaggio non potevano che essere gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, dove prima che altrove, fin dall'inizio del XIX secolo – in maniera sostanziale prima che formale –, ci si è interrogati sulle questioni di fondo relative al funzionamento dei sistemi economico-finanziari e ai rapporti tra attori economici, tra azionisti e manager, tra imprese e dipendenti, tra gli interessi del mercato e le regole complessive, ponendosi il problema centrale dei sistemi economici moderni, il rapporto tra potere economico e democrazia. Il panorama che segue comprende le maggiori economie europee (Germania, Francia e Italia), il Giappone, una serie di economie emergenti (Argentina, Brasile, India e Cina) e due paesi che esemplificano bene il complesso passaggio, pur tra molti limiti e compromessi, da un'economia centralizzata a un'economia di mercato (Russia e Polonia).

L'accento è posto sulle traiettorie di medio-lungo periodo che hanno condotto alla predisposizione dei primi codici di corporate governance e alle successive modifiche. Particolare enfasi è posta sulle dinamiche economico-istituzionali e sui numerosi provvedimenti sia legislativi che di autoregolamentazione che sono stati adottati per venire incontro alle diverse esigenze di una condotta del governo d'impresa secondo meccanismi di trasparenza e di *accountability*. Per ciascun caso nazionale viene altresì chiarito il ruolo dei diversi ambienti economici e finanziari che hanno spinto – ma in certe fasi iniziali anche frenato – il dibattito e le iniziative per giungere alla definizione delle linee guida e infine dei testi in cui è racchiuso il modello di corporate governance con le sue caratteristiche più rilevanti. Nei decenni scorsi è

stato drammaticamente confermato quanto sia difficile esportare modelli politico-istituzionali o anche solo economici verso paesi con storie e culture politiche molto diverse da quelle occidentali. Diffondere la democrazia si è rivelato un compito davvero arduo e dai risultati non sempre convincenti. Esportare il concetto di corporate governance nei suoi diversi modelli si è rivelato ben più semplice, anche se non privo di criticità. Il varo e l'implementazione dei codici non ha posto fine agli scandali societari, né ha allentato le discussioni per affinare tali testi e renderli sempre più cogenti, in linea con le esigenze di una società che si è fatta più sensibile nei riguardi dei diversi aspetti della corporate governance, dei rapporti tra management e proprietà, tra grandi e piccoli azionisti, tra le imprese e l'insieme dell'ambiente economico, sociale, culturale e ambientale in cui esse operano.