Nunzio Angiola
Marco Taliento

IPO E FAMILY BUSINESS

Analisi economico-aziendale del *going public* nella prospettiva del governo delle imprese familiari

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati
possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page
al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità
o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Nunzio Angiola
Marco Taliento

IPO E FAMILY BUSINESS

Analisi economico-aziendale del *going public* nella prospettiva del governo delle imprese familiari

FrancoAngeli

La presente pubblicazione, frutto di un progetto di ricerca di rilevante interesse nazionale, è cofinanziata dal MIUR (PRIN bando 2007) e dal Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali, Giuridiche, Merceologiche e Geografiche dell'Università degli Studi di Foggia.

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Premessa pag. 9

PARTE PRIMA

Capitolo primo. Assetti istituzionali aziendali e sistemi di *corporate governance* » 15
1.1. Premessa » 15
1.2. Nozione di *corporate governance* » 19
1.3. Determinanti dei diversi modelli d'impresa » 21

Capitolo secondo. Impresa familiare: nozione, classificazione e dinamiche evolutive » 36
2.1. Premessa » 36
2.2. Dimensione e caratteri distintivi del capitalismo familiare » 39
2.3. Modelli concettuali per una classificazione delle imprese familiari. Impresa familiare "monolitica" e impresa "temperata" » 47
2.4. Impresa familiare e possibili percorsi di espansione » 50
2.5. Disfunzioni e crisi alla base dei processi di crescita e sviluppo. Criticità dell'elemento umano nell'impresa familiare » 56
2.6. Necessità di separare la gestione della famiglia dalla gestione dell'impresa » 65

Capitolo terzo. Gestione finanziaria dell'impresa familiare » 74
3.1. Premessa » 74
3.2. Caratteri della gestione finanziaria delle imprese familiari » 79

PARTE SECONDA

Capitolo quarto. L'impresa familiare e l'operazione di *Initial Public Offering* pag. 91
4.1. Premessa » 91
4.2. Motivazioni del ricorso all'IPO e possibili svantaggi connessi all'operazione » 93
4.3. Le ripercussioni del processo di quotazione sulla struttura proprietaria dell'impresa familiare » 96
4.4. Le ripercussioni del processo di quotazione sulla gestione dell'impresa familiare » 105
4.5. La rivisitazione del rapporto tra proprietà e gestione per effetto della quotazione. Alcune considerazioni di sintesi » 109
4.6. Tipologie di IPO » 112

Capitolo quinto. Il processo di quotazione in Borsa. Attori, fasi, tempistica » 114
5.1. Premessa » 114
5.2. Mercati finanziari e requisiti di accesso » 118
5.3. Metodologie di offerta » 121
5.4. Processo di quotazione nel mercato MTA » 123
5.5. Processo di quotazione nel mercato AIM Italia » 128

PARTE TERZA

Capitolo sesto. La predisposizione dei piani economico-finanziari ai fini della quotazione dell'impresa familiare » 137
6.1. Premessa » 137
6.2. Elementi principali che compongono il piano industriale » 139
6.3. Intenzioni strategiche rilevanti per il successo di un'operazione di IPO » 142

Capitolo settimo. Progettazione e implementazione dei sistemi di controllo interno (a), di controllo di gestione (b) e di *risk management* (c) nella prospettiva del *going public* » 149
7.1. Premessa » 149
7.2. Sul sistema di controllo interno » 152
7.3. Sul sistema di controllo di gestione » 165
7.3.1. Il SCG: aspetti evolutivi; progettazione, implementazione, valutazione » 166
7.3.2. Il *Memorandum* (Relazione sul SCG) » 171
7.4. Sul sistema di gestione dei rischi » 173

Capitolo ottavo. IPO e valore d'azienda pag. 185
8.1. Note introduttive » 185
8.2. *Overview* delle tecniche di valutazione delle aziende » 187
8.3. Brevi osservazioni sul valore economico dei gruppi di imprese » 198
8.4. Valore-prezzo e IPO » 201
8.4.1. Obiettivi delle valutazioni IPO » 201
8.4.2. Il DCF » 206
8.4.3. I moltiplicatori » 214
8.4.4. L'EVA » 219
8.4.5. Performance come *value creation* » 224
8.4.6. IPO *discount* » 227
8.4.7. Fasi dell'IPO *valuation* e struttura del "documento di valutazione" » 230

Capitolo nono. Le performance di mercato delle imprese emittenti (*family firm neo-quotate*) » 234
9.1. Premessa » 234
9.2. Sulla dinamica dei prezzi (performance di mercato) relativa alle offerte pubbliche iniziali » 237
9.2.1. *Underpricing* » 237
9.2.2. *Long-run (under)performance* » 245
9.2.3. Effetto *governance* sul valore (alcuni spunti) » 249
9.3. L'influenza del *lead underwriter* sull'*IPO aftermarket.* Alcuni approfondimenti » 254
9.3.1. Considerazioni introduttive » 254
9.3.2. L'opzione di sovrallocazione o *greenshoe* » 256
9.3.3. Le funzioni di supporto del prezzo del titolo e di *trading* » 257
9.3.4. I report di ricerca e il dibattito sulla loro imparzialità » 265

Capitolo decimo. Ripercussioni del listing sull'informativa economico-contabile delle emittenti » 271
10.1. Considerazioni iniziali » 271
10.2. L'ordinamento contabile (focus sulle aziende quotate sui mercati regolamentati) » 275
10.3. Il sistema dei principi contabili internazionali IAS/IFRS (sostanza e rappresentazione dei bilanci delle società quotate) » 282
10.3.1. Sostanza » 282

10.3.2 Rappresentazione (cenni) pag. 296
10.4. Osservazioni finali » 300

Conclusioni » 304

Riferimenti bibliografici » 311

PREMESSA

Com'è noto, il modello di *corporate governance* più diffuso in Italia è quello delle imprese familiari[1]. La larga diffusione di imprese di piccola e media dimensione in prevalenza familiari si spiega alla luce di motivazioni di tipo soggettivo e oggettivo. Tra le prime si annoverano:

- il forte desiderio di autonomia e di indipendenza economica che ha spinto numerosi individui ad impiegare i propri capitali e il proprio bagaglio esperienziale in attività imprenditoriali, senza coinvolgere, in qualità di socio, altri individui o tutt'al più coinvolgendo solamente componenti della famiglia;
- l'inclinazione a considerare di secondaria importanza la costituzione, all'interno dell'impresa, di un team manageriale sufficientemente indipendente rispetto alle esigenze e alle pretese della famiglia, da premiare o da penalizzare in relazione agli obiettivi conseguiti[2].

Tra le seconde, ossia tra le motivazioni di tipo oggettivo, rientrano le caratteristiche del settore in cui tali imprese hanno con preferenza operato. Ci riferiamo ai settori tessile, meccanico, dell'abbigliamento ecc., che si contraddistinguono per lo scarso ruolo delle economie di scala e per la particolare efficacia del vantaggio competitivo volto alla "focalizzazione" su specifici segmenti di mercato, anziché alla leadership di costo o alla differenziazione. Un'impresa si focalizza quando «sceglie un segmento o un grup-

[1] G. Donna, "I modelli di governo dell'impresa", in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996, pp. 335-336.

[2] *Ivi*, p. 335. Sul punto si leggano anche: AA.VV., *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Vol. I, *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, il Mulino, Bologna, 1994, pp. 67-68; C. Demattè, G. Corbetta, *I processi di transizione delle imprese familiari*, *Working Paper*, Università Commerciale L. Bocconi, Milano, n. 53/22, 1993, pp. 10 e ss.; L. Guatri, S. Vicari, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1994, pp. 45-47, 275-277.

po di segmenti nel settore e adatta la propria strategia per servirli ad esclusione degli altri»[3].

Per tali motivazioni, non si sono registrati intensi processi di crescita – soprattutto "interna"[4] − e di sviluppo e il tipo di impresa più diffuso è rimasto quello della piccola/media impresa di carattere prevalentemente familiare.

È appena il caso di notare che tali imprese si contraddistinguono assai di frequente per la scarsa disponibilità di risorse, in quanto i capitali di rischio non vengono di norma apportati da parte di soggetti estranei al nucleo familiare. Poche risorse affluiscono dal mercato borsistico, poco sviluppato per quanto riguarda le piccole imprese; altrettanto contenute sono le risorse che provengono dal settore del *private equity*[5] che potrebbe agevolare il reperimento di mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio e che, pertanto, potrebbe contribuire al miglioramento della struttura finanziaria delle piccole e medie imprese[6].

Così si esprime il presidente della Consob, Giuseppe Vegas, in occasione dell'audizione alla Camera dei Deputati del 23 marzo 2011: «Il sistema finanziario italiano si caratterizza per la centralità dell'intermediazione bancaria […] Il mercato azionario ha da sempre rivestito, per contro, un ruolo modesto, che nell'ultimo decennio ha conosciuto un ulteriore ridimensionamento in parte spiegato da andamenti congiunturali sfavorevoli. Nel periodo 2000-2010 il numero delle società quotate domestiche è diminuito, portandosi da 297 a 286, così come la capitalizzazione, passata da 818 a 423 miliardi di euro; nello stesso periodo si è altresì contratto il peso della capitalizzazione sul prodotto interno lordo dal 69% al 35% circa. Si è andato ampliando, quindi, il divario con gli altri paesi europei e in particolare con Francia, Germania e Regno Unito, i quali, pur sperimentando nel periodo considerato un ridimensionamento del listino, continuano a regi-

[3] M. Porter, *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano, 1993, pp. 19-22.

[4] La puntualizzazione si rende necessaria in quanto diverse imprese familiari hanno raggiunto dimensioni ragguardevoli, non attraverso l'espansione interna, ma dando vita a gruppi di imprese o ad "aggregazioni formali".

[5] *Merchant Banking*, *Venture Capital* e Fondi di Investimento Chiusi rappresentano i principali operatori in grado di fornire il c.d. *private equity*, ossia il capitale di rischio delle imprese non quotate. In merito al modo con cui tali soggetti possono agevolare lo smobilizzo di partecipazioni azionarie nelle imprese familiari di piccola e media dimensione si veda: F. Perrini, "Finanza per la successione nelle PMI. Private equity e imprese familiari", *Economia & Management*, n. 2, 1998, par. 6.

[6] «Secondo quanto riportato dall'Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital* (AIFI), a fronte di 170 operatori attivi nel settore del *private equity*, i 283 interventi realizzati nel 2009 sono nettamente inferiori agli 898 della Spagna, 987 del Regno Unito, 1.324 della Germania e 1.469 della Francia». G. Vegas, *cit.*, p. 4.

strare un'incidenza della capitalizzazione sul Pil di gran lunga maggiore (rispettivamente circa 90, 50 e 157% a fine 2010) […] Le modalità di finanziamento delle PMI si connotano per la prevalenza del ricorso all'autofinanziamento e al credito bancario»[7].

Il patrimonio familiare extra-aziendale rappresenta di sovente l'unica risorsa per procedere ad aumenti di capitale proprio e per fornire garanzie ai terzi finanziatori[8]. E ciò può rivelarsi fortemente lesivo delle condizioni di equilibrio dell'impresa familiare[9] soprattutto quando, al crescere delle sue dimensioni, i capitali finanziari diventano insufficienti. L'assetto istituzionale[10] rappresentato dall'impresa familiare, per quanto possa permanere nell'arena competitiva, incomincia a manifestare inefficienze e squilibri di vario tipo che possono porsi alla base di fenomeni di crisi reversibili o irreversibili.

Pertanto, assai di frequente, il ricorso al mercato finanziario diventa un'esigenza improcrastinabile e ciò non equivale necessariamente a privarsi del diritto di controllo dell'impresa o a mortificare le sue originarie connotazioni familiari. Sul mercato, infatti, potranno essere collocate quote minoritarie dell'impresa o quote minoritarie di società controllate.

Fatte queste premesse, nel presente lavoro si analizzano le problematiche che attengono al ricorso al mercato finanziario borsistico e, nello specifico, si analizza l'operazione di offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering*-IPO). Com'è noto, tale operazione si contraddistingue per il fatto che l'impresa vende per la prima volta le proprie azioni al pubblico dei risparmiatori[11].

Nel capitolo primo, si indaga brevemente il concetto di *corporate governance*, alla luce della più recente dottrina economico-aziendale e giuscommercialistica italiana ed estera.

[7] G. Vegas, *Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, Consob, Roma, 2011, pp. 2-3.

[8] Il patrimonio familiare extra-aziendale funge comunque da volano tra le esigenze della famiglia e le necessità dell'impresa, assicurando all'impresa familiare la necessaria autonomia.

[9] Considerate le condizioni di mercato e di ambiente alle quali l'azienda deve ritenersi vincolata.

[10] Per approfondimenti intorno alla nozione di "assetto istituzionale" aziendale si rimanda a: G. Airoldi, "Modelli di capitalismo e modelli d'impresa: schemi per l'analisi comparata", in G. Airoldi, F. Amatori, G. Invernizzi (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano, 1995, pp. 13 e ss.; G. Airoldi, "Gli assetti istituzionali d'impresa: inerzia, funzioni e leve", in G. Airoldi, G. Forestieri (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano 1998, pp. 26 e ss.; A. Capasso*, Assetti proprietari e governo d'impresa*, Cedam, Padova, 1996, pp. 22 e ss.

[11] Cfr. A. Dessy, "La piccola e media impresa e i finanziamenti a medio-lungo termine", in A. Dessy, L. Ramella, J. Vender, *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli universitaria, Milano, 1983, pp. 135 e ss.

Nel capitolo secondo, dopo aver brevemente investigato la nozione di impresa familiare e tratteggiato una classificazione di tali imprese in chiave, per così dire, "evolutiva", si approfondiscono le dinamiche attraverso le quali l'impresa familiare evolve da strutture di governance meno complesse a strutture più complesse. Si dirà meglio in seguito che i fenomeni di disfunzione e di crisi si pongono alla base di virtuosi processi di crescita e di sviluppo. E tra questi, particolare enfasi si dà, in questo lavoro, al processo di quotazione in borsa.

Nel capitolo terzo, si analizzano le principali problematiche connesse alla gestione finanziaria dell'impresa familiare.

L'ampia e complessa tematica concernente la quotazione in borsa viene investigata nei capitoli successivi. Più precisamente, nel capitolo quarto, ci si sofferma sulle motivazioni del ricorso all'IPO e sui possibili svantaggi/costi connessi all'operazione. Nel capitolo quinto, si descrivono brevemente le fasi del processo di quotazione in borsa e gli attori coinvolti. Nel capitolo sesto, si forniscono ragguagli ai fini della predisposizione dei piani industriali nella prospettiva della quotazione. Nel capitolo settimo, si investigano i profili della progettazione e della implementazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Nel capitolo ottavo, si indaga il tema della valutazione del capitale e delle performance dell'impresa familiare ai fini della quotazione. Nel capitolo nono, si affronta lo studio delle dinamiche dei prezzi (performance di mercato) relative alle offerte pubbliche iniziali. Nel capitolo decimo, si analizzano i riflessi dell'operazione di IPO sull'informativa economico-contabile.

Infine, si svolgono alcune considerazioni conclusive.

PARTE PRIMA

CAPITOLO PRIMO
ASSETTI ISTITUZIONALI AZIENDALI E SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE*

1.1. Premessa

L'impresa costituisce un sistema, ossia un insieme coordinato di componenti nell'ambito del quale si stabiliscono relazioni "unificanti" di interdipendenza. Tali componenti sono essenzialmente riducibili a tre: la componente personale, la componente reale e la componente organizzativa[1].

L'impresa è un sistema sociale, teleologico, aperto, dinamico e articolato in sub-sistemi[2].

* Di Nunzio Angiola.

[1] Per approfondimenti in merito al sistema-impresa e alle sue varie componenti si leggano tra gli altri: AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996; A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1953; Id., "Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 1, 1972; Ant. Amaduzzi, "L'analisi dei sistemi nello studio dell'equilibrio aziendale", in *Studi di ragioneria, organizzazione e tecnica economica. Scritti in memoria di Alberto Riparbelli*, Colombo Cursi, Pisa, 1975; U. Bertini, *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Giappichelli, Torino, 1990; Id., "Caratteristiche sistematiche dell'azienda moderna", *Banca Toscana. Studi e Informazioni*, anno III, n. 8-9, 1980; C. Caramiello, *L'azienda. Alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993; P.E. Cassandro, *Le aziende – Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari, 1979; R. Ferraris Franceschi, *Appunti di economia aziendale. L'azienda: forme, aspetti, carattere e criteri discriminanti*, Kappa, Roma, 1995; G. Ferrero, *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987; E. Giannessi, *Le aziende di produzione originaria*, Cursi, Pisa, 1960; C. Masini, *Lavoro e risparmio*, 2ª ed., Utet, Torino, 1978; P. Onida, *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1992; O. Paganelli, *Il sistema aziendale*, Clueb, Bologna, 1976; S. Sarcone, *L'azienda. Caratteri d'Istituto-Soggetti-Economicità*, Giuffrè, Milano, 1997; G. Zanda, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano, 1974; G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1957.

[2] G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., pp. 5-11.

L'impresa è un sistema sociale, poiché rappresenta uno strumento creato e plasmato «dall'uomo al servizio dell'uomo, ossia della "società" in quanto "organizzazione umana"»; è un sistema teleologico, essendo sprovvista di fini propri, a sé stanti, e possedendo solamente i fini che l'uomo le assegna; è un sistema aperto, perché attinge input dall'ambiente e ad esso trasmette output sotto forma di beni, servizi e informazioni; è un sistema necessariamente dinamico, dal momento che deve adattarsi ad un ambiente turbolento e variabile; è un sistema articolato in sub-sistemi «funzionalmente connessi», come, ad esempio, i sub-sistemi della produzione, del marketing e della finanza.

Tra le varie caratteristiche del sistema-impresa, particolare enfasi vogliamo porre, in questa sede, sulla connotazione di sistema aperto.

Più approfonditamente, si fa osservare che l'impresa in quanto sistema aperto:

a) attinge dall'ambiente in cui vive una molteplicità di input come materie, beni strumentali, capitali finanziari, lavoro umano ed informazioni di vario tipo;
b) trasforma tali input secondo particolari regole tecniche ed economiche;
c) emette output sotto forma di beni e servizi e con la trasmissione di informazioni che influenzano, in varia misura, il comportamento e la dinamica degli altri sistemi che compongono l'ambiente;
d) contrasta processi entropici che produrrebbero disfunzioni e crisi e, più in generale, fenomeni di deterioramento, legati all'incapacità di recepire gli stimoli provenienti, di volta in volta, dalla domanda, dal progresso tecnologico ecc.;
e) cerca di rimanere in equilibrio di fronte ai mutamenti dell'ambiente in cui è inserita. Infatti, l'impresa deve adottare scelte differenti – in termini di strategie, strutture e risorse – in relazione alle caratteristiche dell'ambiente di riferimento che, di volta in volta, potrà apparire stazionario, ciclico-ripetitivo oppure dinamico;
f) possiede specifici meccanismi di autoregolazione (feed-back) che le consentono di perseguire costantemente gli obiettivi verso i quali è orientata. A tal fine si rende necessario prefigurare le situazioni nelle quali l'impresa si troverà in futuro a vivere;

g) tende a divenire sempre più complessa, per la necessità di differenziare la propria presenza nell'ambiente, modificando di pari passo il proprio assetto istituzionale[3].

Le prefate connotazioni sistemiche dell'impresa e, in particolare, le sue caratteristiche di sistema aperto costituiscono *ictu oculi* la principale giustificazione dell'esistenza di molteplici assetti istituzionali aziendali, ciascuno dei quali si contraddistingue per uno specifico sistema di *corporate governance*[4].

Infatti, il sistema-impresa, nel tentativo di conseguire un equilibrio dinamico di fronte ai mutamenti dell'ambiente in cui è inserito, modifica il proprio "assetto istituzionale". E, in tale ottica, tende a divenire sempre più complesso, per differenziare la sua presenza e il suo ruolo nell'ambiente.

La locuzione "assetto istituzionale" ha un significato molto ampio e fa principalmente riferimento:

a) ai soggetti che direttamente o indirettamente appaiono interessati al divenire della gestione (imprenditore, lavoratori, fornitori, Pubblica Amministrazione ecc.);
b) ai contributi che tali soggetti offrono (capitali finanziari, competenze tecniche, professionalità di vario tipo ecc.);

[3] Cfr. G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., pp. 5 e ss.; P. Pisoni, "L'impresa come «sistema sociale aperto»", in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, cit., pp. 3-8; S. Sarcone, *L'azienda. Caratteri d'Istituto-Soggetti-Economicità*, cit., pp. 71-76; G. Zanda, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., pp. 222-232.

[4] Il dibattito sul tema del governo societario fa registrare i primi significativi contributi agli inizi degli anni Novanta negli Stati Uniti. Scrive sul punto Blair: «Until the 1990s the phrase *corporate governance* was rarely uttered outside the arcane world of law school texts and academic treatises». M.M. Blair, *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, The Brookings Institution, Washington, 1995, p. 1.
Per interessanti considerazioni introduttive sull'argomento della *corporate governance* si leggano, tra gli altri, i seguenti scritti: F. Barca, *Imprese in cerca di padrone*, Laterza, Bari, 1994, pp. 25 e ss.; L.A. Bianchi, "«Corporate governance». Considerazioni introduttive", *Rivista delle Società*, marzo-giugno, 1996, pp. 405 e ss.; M. Bianco, P. Casavola, "Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti", *Rivista delle Società*, marzo-giugno 1996, pp. 405 e ss.; G. Donna, "I modelli di governo dell'impresa", in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, cit.; Fondazione Aristeia – Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti, "Aspetti generali della riforma del corporate governance: profili comparativistici", *Il Giornale dei Dottori Commercialisti*, serie quaderni, supplemento al n. 10, 1998, pp. 5 e ss.; G. Graziano, "«Corporate governance»: modelli internazionali e linee guida per l'Italia", *Società*, n. 1, 1996, pp. 141 e ss.; P. Marchetti, "Corporate governance e disciplina societaria vigente", *Rivista delle Società*, marzo-giugno 1996, pp. 418 e ss.; M. Molteni (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997, in particolare pp. 17-31.

c) alle ricompense che essi, in modo diretto o mediato, percepiscono in rapporto all'attività prestata o al contributo offerto (dividendi, salari e stipendi, gratificazioni psicologiche ecc.);
d) agli strumenti istituzionali, ossia alle strutture e ai meccanismi «che tengono connessi in equilibrio dinamico i soggetti, i contributi e le ricompense». Gli strumenti istituzionali assumono particolare importanza ai fini della definizione dell'assetto istituzionale aziendale dal momento che richiamano la forma giuridica e il complesso delle regole sul funzionamento dell'impresa (regole per l'ammissione o l'esclusione di un socio, per il funzionamento degli organi sociali, per la denuncia di irregolarità, per la raccolta del risparmio, per le partecipazioni incrociate, per i patti di sindacato ecc.). Si dirà meglio in seguito che i citati strumenti istituzionali definiscono i contorni del sistema di *corporate governance* aziendale[5].

Il ragionamento conserva intatta tutta la sua validità se dall'osservazione delle imprese che nascono e si sviluppano in un singolo contesto nazionale si passa al confronto di tali imprese con quelle che vivono in contesti nazionali differenti. In quest'ultimo caso, l'analisi delle relazioni che si instaurano tra "assetti istituzionali" e contesti ambientali di riferimento assume – e si può facilmente intuirlo – caratteri ancor più peculiari.

L'analisi comparativa dei vari "assetti istituzionali" aziendali che possono essere riscontrati a livello internazionale, si rivela utile per due ordini di motivazioni.

In primo luogo, per esprimere un giudizio in merito all'efficacia dei vari assetti considerati nella loro unitarietà e nelle loro specificità. Il giudizio sull'efficacia viene formulato in relazione alla capacità dell'impresa di sopravvivere, ossia di permanere nell'"arena competitiva", e di svilupparsi in un ambiente sempre più complesso.

In secondo luogo, per individuare ipotetici percorsi di armonizzazione internazionale dei vari assetti istituzionali in uno scenario competitivo ormai globale.

Ciò premesso, nel presente capitolo, dopo aver tracciato brevi considerazioni intorno alla nozione di *corporate governance* (par. 1.2), si intende svolgere un'analisi comparativa dei vari "assetti istituzionali" aziendali a

[5] G. Airoldi, "Modelli di capitalismo e modelli d'impresa: schemi per l'analisi comparata", in G. Airoldi, F. Amatori, G. Invernizzi (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano, 1995, pp. 13 e ss.; G. Airoldi, "Gli assetti istituzionali d'impresa: inerzia, funzioni e leve", in G. Airoldi, G. Forestieri (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano 1998, pp. 26 e ss.

livello internazionale. A tal fine, si individuano le determinanti fondamentali dei vari "assetti istituzionali" (par. 1.3) e i loro principali elementi di differenziazione.

1.2. Nozione di *corporate governance*

Il cardine della gestione d'impresa consiste nel ricercare una condizione di "stabile" equilibrio rispetto a tutti i soggetti che sono, a vario titolo, interessati al suo svolgimento. Ci riferiamo non solo ai soggetti che si muovono sui mercati di approvvigionamento o di sbocco, ma, più in generale, ai vari stakeholder (azionisti di maggioranza, di minoranza, dipendenti, amministratori, creditori, Pubblica Amministrazione ecc.), ossia ai diversi interlocutori che variamente condizionano il divenire della gestione o ne sono condizionati.

L'equilibrio può dirsi raggiunto quando l'insieme delle opportunità che l'impresa offre e dei vincoli che essa pone consente ad ogni stakeholder di adottare decisioni – a seconda dei casi – utili o convenienti.

La condizione di equilibrio raggiunta potrà considerarsi "stabile" nel caso in cui si possa ragionevolmente prevedere che l'impresa sia capace di conseguirla anche in futuro. Perché ciò sia possibile, essa deve essere in grado di offrire condizioni di livello almeno pari a quelle offerte dalle altre imprese sul mercato nazionale o internazionale, in modo che nessuno dei suoi interlocutori (si pensi agli azionisti di minoranza, ai dipendenti ecc.) "sfiduci" l'impresa per rivolgersi ad altre imprese che presentino migliori opportunità o minori vincoli[6].

Nel presente lavoro, la prefata stabilità presuppone il "dinamismo". Infatti, «nei sistemi aperti, e dunque nelle aziende, è possibile individuare esclusivamente un equilibrio di carattere dinamico tra i vari elementi funzionalmente interconnessi. Esistono, dunque, in tali sistemi (e quindi nelle

[6] Il Forestieri sul punto scrive: «Il sistema di *governance* si fonda sull'equilibrio tra gli interessi dei diversi *stakeholder* (azionisti, creditori, management, dipendenti, fornitori ecc.) in un determinato contesto di regole istituzionali e di mercato. Queste condizioni influenzano i processi allocativi, gli incentivi e le motivazioni alla base dei comportamenti; in particolare, vengono influenzati i circuiti di finanziamento (costo del capitale) e l'utilizzo delle risorse umane. Ogni azienda, in funzione del sistema di *governance* cui è sottoposta, presenta cioè condizioni più o meno favorevoli nell'uso efficiente del capitale e del lavoro». 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, Milano, 1998, p. 17.