

Giorgia Profumo

**GLI ASSETTI DI GOVERNO
DELLE IMPRESE MINORI**

**Prospettive teoriche
ed analisi empiriche
in Europa**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



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.

Giorgia Profumo

**GLI ASSETTI DI GOVERNO
DELLE IMPRESE MINORI**

**Prospettive teoriche
ed analisi empiriche
in Europa**

FrancoAngeli

Copyright © 2013 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.

*A Christian,
Francesco e Alessandro*

INDICE

Prefazione	pag.	9
Introduzione	»	13
1. Gli assetti di governo delle imprese minori: prospettive teoriche	»	17
1.1. Premessa	»	17
1.2. Assetti proprietari e di governo delle imprese: due modelli a confronto	»	18
1.2.1. Modello proprietario aperto	»	21
1.2.2. Modello proprietario chiuso	»	23
1.3. Gli assetti di governo delle imprese minori in letteratura: un filone ancora aperto	»	24
1.4. Le prospettive teoriche: un puzzle incompleto?	»	27
1.4.1. La teoria dell'agenzia	»	28
1.4.2. La <i>resource based theory</i>	»	34
1.4.3. La <i>stewardship theory</i> e gli studi paternalistici	»	35
1.4.4. <i>Socioemotional wealth</i>	»	38
1.5. Il ruolo della famiglia nel governo delle imprese minori	»	39
1.5.1. La proprietà familiare: vantaggi e svantaggi	»	41
1.5.2. Ruolo e composizione del Consiglio di Amministrazione	»	46
1.5.3. Il nodo critico: la transizione della leadership e della proprietà	»	49
2. Gli assetti di governo delle imprese minori: i pilastri fondanti	»	53
2.1. Premessa	»	53
2.2. La concentrazione proprietaria e l'identità degli azionisti	»	54
2.2.1. Una tassonomia della proprietà	»	56

2.2.2. Il ruolo del <i>private equity</i> e <i>venture capital</i>	pag.	61
2.2.3. Azionisti di minoranza e conflitti di interesse	»	64
2.3. Gli strumenti utilizzati per il controllo	»	66
2.4. Gli assetti direzionali e gli organi di governance	»	70
3. Gli assetti proprietari e di controllo delle medie imprese europee quotate: i risultati di un'indagine empirica	»	75
3.1. Premessa	»	75
3.2. Le specificità delle medie imprese	»	76
3.3. Gli assetti di governo delle medie imprese in letteratura	»	83
3.4. Proprietà e controllo in Europa	»	86
3.5. Le medie imprese europee	»	90
3.6. Il campione di medie imprese europee quotate: aspetti descrittivi	»	93
3.7. L'articolazione degli assetti proprietari e di controllo nei diversi contesti	»	101
3.7.1. Gli strumenti per il controllo: utilizzo degli <i>shareholders' agreements</i>	»	110
3.8. Considerazioni conclusive	»	112
Bibliografia	»	117

PREFAZIONE

Gli assetti di governo delle imprese costituiscono una tema che occupa una posizione di centralità nell'ambito delle scienze manageriali in quanto investe questioni rilevanti dell'attività di governo e del potere dei decisori aziendali, che incidono direttamente sul conseguimento degli obiettivi di competitività e di sviluppo del valore aziendale.

È questa la sede, infatti, in cui si definiscono aspetti quali i contenuti, l'ampiezza e la legittimazione del potere decisionale; l'efficacia dei controlli cui sono sottoposti i decisori; le condizioni che determinano l'equilibrio dei rapporti con gli stakeholder dell'impresa e altri ancora. Si tratta cioè di fattori che condizionano la formulazione e l'attuazione delle strategie d'impresa per quel che riguarda sia gli obiettivi aziendali da perseguire, sia la loro ottimizzazione rispetto alle aspettative degli stakeholder.

Per cogliere la collocazione di questo lavoro rispetto ad una problematica assai ampia e articolata, anche sotto il profilo dei versanti disciplinari da cui può essere affrontata, è utile ricordare che nella letteratura sull'attività di governo sono prevalenti gli approcci che, in modo implicito o esplicito, fanno riferimento a modelli di governance vigenti in sistemi economici caratterizzati dalla presenza di grandi *corporations*, con assetti proprietari frammentati, in cui l'affermazione di direzioni di impresa a carattere manageriale pone, nell'esercizio del potere decisionale, la questione della separazione tra proprietà e controllo e le sue implicazioni in termini di conflitti di interessi.

Minore risulta invece l'attenzione rivolta ai modelli riferibili a contesti e sistemi produttivi caratterizzati dalla diffusa presenza di imprese, tipicamente di dimensioni minori, in cui prevalgono assetti di governo a proprietà concentrata e una coincidenza più o meno accentuata tra chi detiene il

potere di governo e chi è titolare del capitale di rischio; condizioni tali cioè da ridurre, se non eliminare, l'area potenziale dei conflitti di interessi.

In effetti, il modello soprarichiamato obbedisce a schemi teorici assai semplificati, che non rappresentano adeguatamente le caratteristiche strutturali e le dinamiche assai più variegata di sistemi produttivi in cui, nonostante la minore dimensione aziendale, si osservano assetti di governo ben lontani dal modello di unicità del proprietario-imprenditore che governa l'impresa e nel quale, come nelle maggiori società di capitali, i conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza risultano significativi e, spesso inaspriti, con il ricorso, da parte del soggetto economico, al vasto armamentario di strumenti atti a separare la proprietà dal controllo come la formazione di gruppi di imprese, l'emissione di azioni a voto limitato, partecipazioni incrociate e così via.

Facendo riferimento ai contesti come l'Italia, in cui l'impresa minore, e quella di media dimensione in particolare, costituiscono un fattore determinante della competitività e dei processi di crescita del reddito e dell'occupazione del sistema paese, gli studi dedicati al tema in questione tendono a focalizzarsi sugli assetti di governo dell'impresa familiare, per cui il riconoscimento che la stabilità del nucleo imprenditoriale è da collegare alla proprietà familiare fornisce una chiave interpretativa non generalizzabile ad altre situazioni, proprio perché incentrata sul concetto di famiglia e quindi sulla peculiarità delle motivazioni che legano i suoi membri, anche nella qualità di detentori di quote del capitale investito nell'impresa.

In questo senso, i risultati che una siffatta prospettiva di analisi offre appaiono limitati nel campo di indagine e piuttosto frammentati, privilegiando solo specifici aspetti, sia pure importanti, delle più complesse relazioni tra proprietà e controllo, quali ruolo e composizione dell'organo di governo, esercizio della leadership da parte del soggetto economico, problematiche derivanti dal passaggio generazionale.

Collocandosi in questo filone di indagine, il tema degli assetti di governo delle imprese minori viene affrontato in questo studio con l'intento di delineare un quadro interpretativo unitario e una più puntuale concettualizzazione delle variegata forme di assetti di governo che la realtà delle imprese minori esprime; una realtà cioè in cui coesistono situazioni riconducibili allo schema di governance incentrato sulla figura del proprietario imprenditore quale decisore unico della gestione aziendale; compagini societarie che vedono la compresenza di soci di maggioranza e di minoranza, con interes-

si divergenti e, spesso, fonte di conflitti di varia natura e intensità; situazioni in cui all'attività di governo partecipano anche manager professionisti che integrano e arricchiscono le competenze gestionali del soggetto economico proprietario.

In sostanza, con questo contributo, lo studio conoscitivo degli assetti di governo dell'impresa minore si affranca dagli approcci ancorati ai connotati peculiari dell'impresa familiare, ampliando la prospettiva di analisi alla considerazione di altri profili, quali l'articolazione della struttura proprietaria e le relazioni tra le diverse categorie di azionisti e gli organi di governo, essenziali per conferire al fenomeno una più realistica ed esaustiva rappresentazione.

Va anche sottolineato che la qualità dei risultati conseguiti sono il frutto di un percorso di ricerca che ha fatto leva anche su una accurata indagine empirica il cui oggetto è la media impresa quotata. La scelta di questo segmento dell'impresa minore è significativa innanzitutto per la valenza macroeconomica di una tipologia di impresa che, in diversi sistemi produttivi europei, svolge un ruolo determinante in termini di dinamismo competitivo e contributo allo sviluppo socio-economico nazionale. Ma la quotazione, in quanto condizione che consente di superare alcuni limiti peculiari delle imprese minori (si pensi alla debolezza della struttura finanziaria rispetto a strategie di crescita di ampio respiro, alle carenze di cultura manageriale, alla chiusura verso soci esterni, tanto per citarne alcuni), è il connotato che rende possibile l'approfondimento di alcuni aspetti della problematica centrale di questo lavoro, riguardanti l'apertura della struttura proprietaria a nuovi investitori, l'insorgere o meno di conflitti di interessi.

Come per altre indagini condotte anche dallo stesso autore in studi precedenti, i risultati presentati in questo lavoro, basati su un campione di medie imprese quotate europee, confermano che, dopo la quotazione, in gran parte delle imprese è ancora presente un azionariato rilevante "non anonimo", molto spesso membri della famiglia, che viene affiancato da altri azionisti, al cui interno si distinguono soggetti rilevanti che servono per garantire la stabilità del governo aziendale, da un azionariato itinerante di piccoli risparmiatori e investitori istituzionali.

Ma i modelli di controllo delle imprese considerate appaiono fortemente differenziati. Un terzo delle imprese del campione è controllato di diritto dal primo azionista, mentre per le imprese restanti gli assetti di governo sono riconducibili a due tipologie, più o meno equamente ripartite tra forme

di controllo di fatto e di controllo non evidente, con proprietà “più aperta”, anche se non del tutto contendibile. In entrambe le due ultime situazioni svolge un ruolo importante la ricerca di accordi e coalizioni, formali o informali, volti a garantire condizioni di stabilità al governo dell’impresa.

Lo studio comparato tra diversi contesti europei ha permesso, inoltre, di evidenziare le differenze tra le medie imprese quotate di ciascun paese, sia in termini di apertura della compagine proprietaria, sia secondo le tipologie di *large shareholder* prevalenti. Da questo punto di vista sono emersi tra l’altro due modelli opposti: da un lato quello italiano, caratterizzato da una concentrazione proprietaria ancora elevata e dall’utilizzo di numerosi strumenti di *enhancement* della proprietà, e dall’altro quello della regione iberica, che presenta assetti proprietari e di controllo più aperti, con una presenza significativa di investitori istituzionali e una quasi totale assenza di accordi tra azionisti.

In conclusione, con il presente lavoro l’ampio e articolato quadro dei modelli di governo delle imprese si arricchisce di un importante tassello riguardante le imprese minori in contesti produttivi di cui costituiscono una preminente componente strutturale; una realtà che viene indagata facendo leva anche su appropriati correlati empirici che conferiscono alla conoscenza del fenomeno contorni più realistici.

Va anche sottolineato che i risultati conseguiti in questo studio scaturiscono da un impegno continuativo e sistematico dell’autore sui temi degli assetti di governo delle imprese, svolto nell’ambito di un gruppo di ricerca che, nel Dipartimento di Economia dell’Università di Genova, da tempo segue le problematiche di gestione strategica delle medie imprese.

Ciò costituisce peraltro una condizione favorevole per auspicare futuri approfondimenti volti ad ampliare il campo di indagine anche a medie imprese quotate non europee o in direzione di analisi di tipo longitudinale su più periodi temporali.

Pietro Genco

INTRODUZIONE

Per lungo tempo, il dibattito teorico sugli assetti proprietari e di governo delle imprese è stato incentrato sulle grandi imprese manageriali, tipiche del sistema capitalistico anglosassone, caratterizzate dalla netta separazione tra proprietà e controllo e dai possibili conflitti di interesse che si possono generare.

Particolarmente limitati appaiono, invece, gli studi sulla corporate governance delle imprese minori, di solito impostati in maniera differenziale rispetto a quelli inerenti le grandi imprese, nonostante le PMI rappresentino i pilastri fondanti di tante economie a livello internazionale. Le poche analisi al riguardo si limitano a considerare la coincidenza tra la proprietà, spesso a carattere familiare, e il controllo, da cui scaturisce un modello di governo di tipo imprenditoriale. In realtà, gli studiosi in materia hanno anche constatato empiricamente che il controllo delle imprese, nella maggior parte dei paesi, è detenuto stabilmente da pochi grandi azionisti, per cui il conflitto di interesse dominante non è quello tra azionisti e manager, tipico della grande impresa con proprietà aperta, ma quello tra azionisti di maggioranza, detentori del controllo, e soci di minoranza.

Da un'approfondita *literature review* sulla tematica in questione, è emerso che il fenomeno è stato studiato in maniera frammentata attraverso diverse prospettive di analisi, che affiancano le teorie tradizionali, basate sulla razionalità dei soggetti, a teorie minoritarie che meglio si adattano ad imprese dominate da imprenditori proprietari, dato che arricchiscono di tratti psicologici e sociali, quali la fiducia, la soddisfazione personale, l'importanza di altri gruppi di interesse ecc., i termini del problema.

Da questo punto di vista, gli studi sul governo delle imprese familiari risultano molto più sviluppati e completi, ma occorre comunque fare attenzione ad utilizzare, almeno in parte, i risultati di tali indagini per interpretare la governance delle imprese minori, perché, pur essendo gran parte delle PMI di matrice familiare, tali studi pongono al centro dell'analisi la famiglia e l'imprenditore familiare.

Il presente volume intende, quindi, inserirsi in un terreno di studio non ancora del tutto esplorato, analizzando il complesso tema dei rapporti tra proprietà del capitale apportato nell'impresa e titolarità del potere di governo nelle imprese minori. Dal punto di vista della struttura proprietaria, infatti, tali imprese non risultano omogenee e spesso viene addirittura a mancare la totale coincidenza tra la proprietà e il controllo, facendo emergere, con diverse sfumature di intensità, conflitti di interesse tra il manager proprietario e una molteplicità di stakeholder, *in primis* gli azionisti di minoranza.

Il lavoro intende contribuire al dibattito sia dal punto di vista teorico, sia empirico. Dal primo punto di vista, risulta interessante andare a comprendere le diverse declinazioni della proprietà delle imprese minori, che possono passare da un socio unico, con proprietà "totalitaria" o "assoluta", a strutture più articolate, dove una serie di azionisti di minoranza di diversa natura affianca uno o più soci di riferimento, dando luogo a modelli proprietari più complessi, spesso di carattere coalizionale. In particolare, l'obiettivo è quello di proporre una concettualizzazione teorica delle diverse espressioni proprietarie delle imprese di minori dimensioni e affiancare a tale analisi lo studio sulle modalità di esercizio del controllo e sul ruolo e funzionamento degli organi di governo, in particolare del Consiglio di Amministrazione.

I risultati dell'approfondimento teorico vengono poi studiati su un campione di medie imprese quotate europee; l'analisi comparata delle relazioni tra proprietà e controllo nei diversi contesti istituzionali europei costituisce un utile contributo volto ad integrare le conoscenze sul fenomeno indagato.

La scelta di tale categoria di imprese è legata, in particolare, ad alcuni fattori. Le medie imprese rappresentano un fenomeno che sta assumendo sempre più peso all'interno dei sistemi economici mondiali, ma la letteratura internazionale sulle PMI si sofferma solo in maniera residuale sulla categoria "media impresa": gran parte dei contributi in materia, infatti, non considera tale aggregato rilevante dal punto di vista della ricerca e lo ingloba nell'ambito delle "Small and Medium Enterprises" (SMEs). Esiste, quindi un *gap* di letteratura al riguardo, solo in parte colmato dagli studi

italiani, i quali si sono soffermati con sempre più insistenza sul “quarto capitalismo”.

Dal punto di vista del governo delle imprese, inoltre, tale aggregato dovrebbe essere analizzato come categoria aziendale a sé stante, in virtù della non sempre piena coincidenza tra imprenditore, manager e soggetto economico, in particolare nel caso le imprese siano quotate.

Pur essendo consapevoli che tale insieme non costituisca un campione rappresentativo della complessiva realtà delle medie imprese in Europa, dal punto di vista del governo, le medie imprese che si sono avvicinate alla quotazione detengono assetti proprietari e di controllo maggiormente dinamici e articolati, nonché più elevate occasioni di conflitto tra azionisti e management. Esse sembrano, inoltre, in grado di superare alcuni limiti propri delle imprese minori: ci si riferisce, in particolare, al rafforzamento della cultura manageriale attraverso l'introduzione negli organi di governo di manager professionisti, al maggior orientamento ai mercati finanziari e all'apertura a nuovi azionisti.

A conclusione del presente lavoro, desidero ringraziare alcune persone che ne hanno reso possibile, a vario titolo, la stesura.

In primo luogo, il Prof. Pietro Genco, che a partire dal periodo del dottorato mi ha costantemente seguita, incoraggiata e sostenuta nel mio percorso di crescita scientifica, offrendomi stimoli continui e trasmettendomi rigore scientifico e metodologico. A lui sarò sempre grata per avermi avviato nello stimolante percorso della ricerca scientifica e per avermi fatto approfondire nel tempo le tematiche di questo libro: corporate governance e medie imprese.

Un ringraziamento va poi al Prof. Renato Midoro, per l'incoraggiamento ricevuto a proseguire su questa tematica di ricerca e alla Prof.ssa Adriana Calvelli, per l'entusiasmo e la curiosità intellettuale che mi ha saputo trasferire; nel mio periodo a Napoli, ricordo ancora le proficue discussioni critiche che abbiamo avviato, le quali mi hanno aiutato a ricercare traguardi sempre più ambiziosi.

Ringrazio, inoltre, tutti i miei colleghi del Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Genova, e quelli del Dipartimento di Studi Aziendali e Quantitativi dell'Università “Parthenope” di Napoli, per la disponibilità e la pazienza con cui mi hanno ascoltato e le ottime occasioni di confronto.

Il “grazie” più grande spetta però alla mia famiglia, per tutte le volte che non sono stata presente e per il tempo a loro negato, che in questi anni è stato molto. In particolare, a Christian e ai miei figli, Francesco e Alessandro, con l’augurio che da grandi “ricerchino” sempre la felicità!

1. GLI ASSETTI DI GOVERNO DELLE IMPRESE MINORI: PROSPETTIVE TEORICHE

1.1. Premessa

Il dibattito teorico ed empirico sugli assetti di governo delle imprese è in gran parte focalizzato sulle aziende di grandi dimensioni di tipo manageriale, caratterizzate da assetti proprietari aperti e dall'assunzione del potere di controllo da parte di manager professionisti. La netta separazione tra la proprietà e il controllo può generare, infatti, conflitti di interesse tra i soggetti che intervengono a diverso titolo nel governo delle imprese, sui quali la letteratura di *corporate governance* si è a lungo soffermata, a partire dal pionieristico lavoro di Bearle e Means nel 1932.

Le piccole e medie imprese, invece, essendo dotate, nella maggior parte dei casi, di strutture proprietarie chiuse su pochi azionisti/imprenditori di riferimento sembrano soffrire meno di problematiche di governo e hanno attirato l'attenzione degli studiosi solo in maniera residuale.

Nonostante le imprese di minori dimensioni costituiscano l'ossatura portante dell'economia di molti paesi, la letteratura di *corporate governance* sulle imprese *privately owned* e sulle piccole e medie imprese risulta quindi ancora piuttosto carente e impostata in maniera differenziale rispetto alle grandi imprese manageriali. Gran parte degli studi si limita a considerare un dato di fatto la coincidenza tra la proprietà, spesso di tipo familiare, e il controllo, con conseguente modello di governo "imprenditoriale".

Alcune analisi si soffermano sulla progressiva apertura dei vertici aziendali a manager professionisti, dovuta in particolare alla crescita delle dimensioni aziendali, e sul conseguente modello di gestione misto, ma rela-

tivamente a questa tematica mancano ancora studi approfonditi, in particolare di tipo empirico.

Risultano, invece, piuttosto sviluppati gli studi relativi alle imprese familiari e alle loro peculiari modalità di governo, che vedono spesso ai vertici aziendali componenti della famiglia. Gran parte di essi risulta focalizzato sull'analisi delle relazioni familiari e sul delicato momento del passaggio generazionale.

Il fenomeno è stato inoltre studiato attraverso diverse lenti teoriche; seguendo la letteratura di *corporate governance* relativa alle imprese di grandi dimensioni, la prospettiva teorica più seguita è stata la teoria dell'agenzia, anche se negli ultimi anni i suoi limiti nell'interpretare alcuni aspetti del fenomeno hanno fatto emergere l'importanza di altre prospettive quali la *resource based view of the firm*, la teoria della *stewardship*, quella paternalistica e la recente formulazione teorica relativa al *social emotional wealth* (SEW), applicata in particolare alle imprese familiari.

1.2. Assetti proprietari e di governo delle imprese: due modelli a confronto

Il modello proprietario e di governo di un'impresa è il risultato dell'interazione tra diverse forze legate ai soggetti che partecipano alla governance della stessa e alle loro motivazioni; in particolare, l'enfasi posta su ciascun elemento di governance, nonché il suo funzionamento e le modalità attraverso cui le rendite che vengono generate dalla gestione aziendale sono distribuite tra i diversi soggetti, costituiscono i principali fattori che distinguono i diversi modelli di governo delle imprese (Profumo, 2008).

Sebbene il modello proprietario e di governo sia specifico di ciascuna impresa e debba comunque essere declinato per ogni sistema paese, la letteratura tradizionale sul tema ha individuato due archetipi principali di sistemi di governo, distinti, in particolare, sulla base dell'intensità del rapporto con il mercato finanziario e dell'articolazione della struttura proprietaria, aperta ad un'ampia gamma di investitori, ovvero chiusa su pochi azionisti di riferimento (Shleifer e Vishny, 1997; Chew, 1997; Denis e McConnell, 2003).

La proprietà, in particolare, può assumere diverse forme all'interno dell'impresa, essa costituisce, infatti, una figura poliedrica al di sotto della quale è possibile ritrovare una varietà di soggetti con motivazioni e ruoli

molto differenziati. La composizione di tali soggetti all'interno di un'impresa, che dà luogo al modello proprietario, pur potendo raggiungere infinite combinazioni, viene di solito ricondotta in letteratura a due modelli principali (Parini, 1996):

- proprietà aperta, tipica di imprese dove la proprietà risulta molto frazionata e il controllo viene affidato a manager non proprietari, o comunque dove il controllo risulta contendibile;
- proprietà chiusa, con presenza di *large shareholders*, ricorrente nelle società in cui esiste un unico azionista o un gruppo molto ristretto di essi che si assume l'onere di capitalizzare integralmente l'impresa senza coinvolgere il mercato, e nelle società quotate, ma che presentano un soggetto economico ben determinato, il cui controllo appare poco contendibile.

L'articolazione del modello proprietario ha indubbi legami con la dimensione delle imprese: è ben noto, infatti, che al crescere delle imprese gli assetti proprietari tendono ad essere più aperti, al fine di garantire alle stesse una migliore disponibilità di capitale di rischio. L'apertura ad una pluralità di azionisti può rappresentare una buona soluzione per ottenere in tempi brevi un significativo apporto di *equity*, richiesto dalla crescita delle dimensioni aziendali. Esistono ovviamente anche piccole e medie imprese la cui proprietà risulta piuttosto frazionata, con l'intervento di fondi di *private equity* e *venture capital* e imprese di grandi dimensioni quotate, nel cui azionariato sono presenti azionisti di grandi dimensioni in grado di controllare le imprese, che di fatto "chiudono" gli assetti di governo.

Il modello proprietario è, infine, legato alle caratteristiche del sistema paese in cui operano le imprese, in particolare al contesto economico, sociale e culturale proprio di ciascun ambiente.

A seconda del modello proprietario prevalente e del ruolo del mercato finanziario nel finanziamento delle imprese, è possibile così distinguere:

- il sistema basato sul mercato finanziario, in cui la proprietà delle imprese si presenta solitamente in forma diffusa;
- il sistema basato sulle relazioni, in cui sono presenti azionisti di riferimento nell'azionariato delle imprese.

Il primo modello è tipico delle culture angloamericane e si caratterizza per il ruolo centrale del mercato dei capitali, in particolare di quello azionario, nella governance delle imprese.