

Le nuove frontiere della corporate governance

di Carlo Bellavite Pellegrini e Massimo Mariani

Chi si occupa di *corporate governance* appare sempre più simile ai navigatori europei che, sul fare dell'età moderna, si resero conto di come il mondo fosse molto più vasto del «mare nostrum» con cui, da secoli, avevano consuetudine. Il Mediterraneo, infatti, appare sempre più simile al *pillar G* della sostenibilità, mentre i vasti orizzonti oceanici possono essere considerati come i *pillars* della S e della E. Non solo: la teoria dei costi di agenzia e della separazione fra proprietà e controllo, alla base della teoria neo-istituzionalista dell'impresa e della corporate governance, almeno per come le conosciamo fino ad oggi, sembrano essere sempre più desuete. Nel mondo *corporate*, a livello globale, sempre meno imprese si quotano e molte quotate scelgono il *delisting* (solo a piazza Affari si registrano 29 *delisting* nel 2024 e 17 nel primo semestre del 2025). Per questi motivi l'ampia gamma di rimedi per minimizzare costi di agenzia e benefici privati sono meno attuali, proprio perché tali situazioni sono oggettivamente meno frequenti.

Quali sono allora le frontiere della *corporate governance* in un mondo che ha varcato le colonne d'Ercole dei costi di agenzia? Chi scrive individua due possibili nuove frontiere per la *corporate governance*, ovvero la sostenibilità e le connessioni con la politica. Entrambe queste prospettive, tuttavia, sono anch'esse in evoluzione rispetto a un'impostazione di carattere tradizionale. Per quanto riguarda la sostenibilità questa si dipana dalle dimensioni quantitative della E a quelle più discrezionali della S. Tali dimensioni comportano, in primo luogo, una sempre più necessaria formazione interdisciplinare e una contaminazione di saperi economici, fisici, ingegneristici, contabili, finanziari, storici e sociologici. In

secondo luogo, la minimizzazione del costo medio ponderato del capitale avviene non tanto mediante il disegno di una struttura finanziaria ottimale, sulla base dei canoni tradizionali, quanto piuttosto integrando il monitoraggio di poliedrici fattori di rischio ed effettuandone una loro convinta comunicazione al mercato. La sostenibilità diventa pertanto non solo un mero elemento di *compliance* e di marketing, ma un potente strumento di monitoraggio effettivo di rischi reali.

Per quanto riguarda le connessioni con la politica, queste si sono storicamente realizzate mediante una serie di vantaggi derivanti dalla contemporanea presenza di un azionista o di un esponente aziendale nel governo o in un parlamento eletto. A livello globale il parlamento maggiormente connesso da un punto di vista politico è la Camera dei Lord. Secondo la letteratura esistente l'impresa politicamente connessa ha maggiore potere di mercato, maggiore capacità di debito e una minore imposizione fiscale.

Anche tutto ciò, tuttavia, ha il sapore del passato. Le attuali connessioni con la politica passano attraverso le *crypto currencies* e le *stable coin* e sembrano avere due prospettive. La definizione di diritti di proprietà e la tokenizzazione degli stessi rispetto ad asset o a frazioni di asset in passato difficilmente definibili o con diritti di proprietà incerti apre un mercato molto vasto che va dalle opere d'arte a beni immobiliari.

Esiste tuttavia un altro aspetto che rappresenta un assoluto vantaggio per una specifica area valutaria. Si tratta della situazione in cui si trovò il Regno Unito durante il «gold standard» classico (1870-1914). Il manovratore di allora, ovvero il Regno Unito, finanziava significativi disavanzi, principalmente di natura commerciale, facendo affluire capitali dalle varie aree dell'impero britannico e dagli stati che avevano adottato il «gold standard», senza regolare tali disavanzi con il deflusso di oro. Il manovratore attuale, ovvero gli Stati Uniti, mediante la nascita delle *stable coin* può essere in grado di finanziare disavanzi di bilancio sempre più ingenti grazie all'adozione del dollaro e dei titoli di debito pubblico emessi in dollari, utilizzati come collaterali. Non a caso il recente Genius Act stabilisce un quadro normativo proprio a tale

proposito. Si tratta di un vantaggio molto rilevante per le *stable coin* americane e per le imprese politicamente connesse in quel contesto. Ci sentiamo di consigliare; «Exsurge, Europa!»