

La gouvernance des entreprises en Italie : un exemple de non-convergence ?

Franco A. GRASSINI

Université LUISS Guido Carli de Rome

Classification JEL : G390, P190

Correspondance :

LUISS - Guido Carli Universita

via Aventina 19

00153 Roma

Italie

Tél : 39 06 57 58 689

Email : fag@grassini.net

Résumé : Cet article a pour objectif de présenter les particularités du système italien qui conduisent à être sceptique quant à l'hypothèse de convergence des systèmes nationaux. Les sociétés non financières italiennes cotées jouent un rôle relativement faible. La plupart de ces sociétés sont organisées sous forme de groupes formels ou informels. Le marché du contrôle des sociétés est très étroit. Un contrôle fort, majoritaire, minoritaire ou individuel, se maintiendra vraisemblablement à l'avenir dans la plupart des sociétés italiennes. Le véritable problème pour le système italien de gouvernance est la capacité de l'économie italienne à se développer sur la base de sociétés petites ou moyennes.

Mots clés : convergence – conseil d'administration – entreprises familiales – groupes.

Abstract : This paper aims to explain the Italian system peculiarities which cast some doubts on convergence of national corporate governance systems. Italian non-financial companies listed on the Stock Exchange play a relatively small role. Most Italian companies are organised as formal or informal groups. The market for corporate control is very small. Control, based on majority or minority, by a powerful individual will prevail in most Italian companies also in the foreseeable future. The real problem for the future of Italian corporate governance is the ability of the Italian economy to develop on the basis of small and medium firms.

Key words : convergence – board of directors – family enterprises – groups.

Un débat a lieu actuellement, entre les chercheurs en gouvernance des entreprises, pour savoir si les différents systèmes de gouvernance convergent ou non. D'une part, l'internationalisation des marchés financiers, une communication plus facile et la mondialisation, vue comme phénomène historique, semblent être les forces irrésistibles qui, en temps voulu, conduiront à l'unification des différents modèles de gouvernance [J. Coffee 1999, 2000]. Dans une telle perspective, le système anglo-saxon est implicitement destiné à s'imposer. Seuls des ajustements mineurs pourraient se produire en Asie et Europe. Il existe également une version plus nuancée de cette approche. En distinguant les modalités de convergence, fonctionnelle, formelle et contractuelle [R.J. Gilson 2000], il est plus facile de concevoir la convergence tout en supposant que les institutions traditionnelles perdurent. D'autre part, un autre courant [L. Bebchuk, M.J. Roe 1999] pense que le système de gouvernance est tellement associé aux cultures nationales qu'en raison de la « dépendance de sentier », il est peu vraisemblable qu'un seul modèle puisse s'imposer. D'ailleurs, comme les marchés de biens restent imparfaitement concurrentiels, la « *globalisation irait à l'encontre de la persistance de la structure sous-optimale pour autant que la différence de valeur entre la meilleure structure et la structure sous-optimale soit assez grande* » [L. Bebchuk, M.J. Roe 1999, p. 21]. Dans le meilleur des cas, au moins deux modèles généraux – l'anglo-saxon et le germano-nippon – survivraient parce que chacun d'eux présente simultanément des points forts et des points faibles [G. Charreaux 1997].

Cet article, cependant, n'a pas pour objectif d'étudier le problème général de la convergence entre les différents systèmes. Il décrit seulement la situation italienne afin de montrer qu'en raison de ses spécificités, il est difficile de prévoir qu'elle converge totalement vers un modèle particulier.

La première spécificité, puisque l'Italie est un des principaux pays industriels, est le faible nombre de sociétés cotées. Nous aborderons successivement la façon dont ces sociétés tentent de traiter les problèmes liés à l'absence de séparation des fonctions de décision et de propriété, le rôle des conseils d'administration, celui des auditeurs et les nouvelles

règles en matière de gouvernance. Un bref commentaire sera consacré aux problèmes particuliers de la gouvernance des banques qui, bien qu'étant cotées la plupart du temps, sont soumises à des contraintes particulières. Une analyse succincte de la relation entre les sociétés italiennes et leurs partenaires suivra. Pour donner une vision plus complète, quelques remarques seront consacrées aux sociétés familiales, qui dominent l'économie italienne en dehors du secteur bancaire et qui expliquent que la spécificité italienne soit difficile à effacer.

Bien qu'en Italie, il y ait un courant de recherche sur la gouvernance des entreprises, important et en forte croissance, la situation évolue tellement rapidement que bon nombre des recherches existantes ne décrivent pas la situation la plus récente¹. Par conséquent, le présent article inclura des observations personnelles.

1. Les structures de propriété

Récemment, les privatisations², l'entrée en bourse d'un certain nombre de sociétés de la « nouvelle économie » et une évolution superficielle des attitudes d'un nombre limité d'entrepreneurs ont créé une tendance favorable aux introductions et à la cotation en bourse ; cependant en mars 2001, il n'y avait que 287 sociétés cotées sur les bourses de valeurs italiennes. Parmi celles-ci, 232 sont cotées sur la bourse principale de Milan, 41 le sont sur « le Nouveau marché » et 15 sur le « marché libre ». Il faut cependant mentionner qu'au cours de l'année 2000, 50 sociétés ont été introduites en bourse. 46 sociétés sur les 287 sont des banques et représentent la plus grande partie du secteur bancaire italien. En outre, les 12 sociétés d'assurance cotées représentent la plus grande partie du marché italien des assurances. 126 sociétés sont des sociétés industrielles, alors que les 103 restantes, pour la plupart d'entre elles de petite taille, opèrent dans les services, « la nouvelle économie »,

¹ Pour fournir un exemple simple, une recherche très intéressante sur les introductions en bourse a été effectuée quand le « Nouveau marché » italien n'existait pas encore [M. Pagano et al. 1998].

² Près de 50 % de la capitalisation de la bourse de Milan est représentée par les sociétés privatisées.

l'immobilier et divers secteurs (incluant notamment deux équipes de football). La valeur ajoutée³ en 1998 pour les 106 sociétés industrielles représentait 9,5 % du PIB privé. Les sociétés dont les valeurs ajoutées ne sont pas disponibles sont, la plupart du temps, des sociétés récemment introduites en bourse et dont la taille est, à une exception près, petite ou moyenne. Prises ensemble, les valeurs ajoutées de toutes ces sociétés ne modifieraient pas sensiblement l'importance qu'on peut attribuer aux sociétés cotées dans l'économie italienne. Si, cependant, on considère le secteur financier, la dynamique de l'économie et l'impact que les sociétés cotées ont sur les autres entreprises, le rôle de la bourse est essentiel pour comprendre le développement du pays⁴, alors que ces éléments sont moins importants du point de vue de la gouvernance des entreprises. Il faut également mentionner qu'Eni et Enel, les sociétés des secteurs du pétrole et de l'électricité, récemment partiellement privatisées, représentent presque 10 % de la valeur ajoutée mentionnée et qu'un nombre significatif des principales entreprises italiennes n'est pas coté⁵.

La caractéristique principale des sociétés dont les titres sont cotés est que la plupart d'entre elles a une structure de propriété clairement définie. Comme le montre le tableau 1, en 1999 la grande majorité des sociétés – 148, c'est-à-dire 61 % du total et 55 % en termes de capitalisation – avait un seul actionnaire majoritaire, alors que 31 d'entre elles – soit 13 % du total et 16,7 % en termes de capitalisation – avaient, *de facto*, un seul propriétaire qui avait le contrôle, soit parce qu'il détenait une partie importante du capital et que le reste était largement dispersé, soit parce qu'il avait passé un accord avec un autre actionnaire. Un groupement d'actionnaires contrôlait 29 autres sociétés – c'est-à-dire 12 % du total et 10,8 % en termes de capitalisation. Il n'y avait que 32 sociétés – soit 13 % du total et 17,5 % en termes de capitalisation – qui

³ Mediobanca, *Le principali società italiane*, 1998.

⁴ Fin août 2000, la bourse de Milan avait une capitalisation boursière de 847 milliards, représentant légèrement plus de 70 % du PNB attendu pour 2000, soit le même ordre de grandeur que pour l'Allemagne.

⁵ 7 des 25 plus grandes sociétés italiennes.

pouvaient faire l'objet d'une OPA amicale ou hostile⁶. Ainsi, à la différence des sociétés anglo-saxonnes, dans les sociétés cotées, il y a un actionnaire ou un groupe d'actionnaires (« *azionisti di riferimento* » comme nous disons en Italie, ce qui correspond à la notion d'actionnaire de référence) qui assure le contrôle *de facto* de la société.

La présence constante⁷ d'un ou de plusieurs actionnaire qui se considèrent et qui agissent souvent comme s'ils étaient dans un monde antérieur à Berle et Means, ne signifie pas qu'aucun changement ne se soit produit dans les structures de propriété. Au cours des années 1990-95, 63 sociétés (en dehors de la privatisation des sociétés contrôlées par l'État) ont vu leur contrôle changer de main, certaines d'entre elles à plusieurs reprises [M. Bianchi et *al.* 1996]. Selon la même source, au cours de ces mêmes années, en moyenne, le changement de contrôle a affecté annuellement 6% des sociétés cotées, alors que pour la totalité des entreprises italiennes ce pourcentage n'était que de 2%. Il est également bien connu qu'une des plus importantes des quelques sociétés intégralement privatisées, Telecom Italia, a été la proie d'une des plus grandes OPA hostiles européennes en 1999. Cette offre publique est l'une des principales des raisons de l'augmentation de la concentration de la propriété entre 1998 et 1999, comme le montre le tableau 1. Pour revenir au changement relativement élevé du taux de concentration de la propriété au début des années 90, il faut noter qu'au cours de cette période, certains des plus grands groupes industriels se sont fortement restructurés. En outre, une partie substantielle des changements de propriété ont eu lieu au sein de l'actionnariat existant, c'est-à-dire entre les personnes morales qui détenaient déjà le capital [M. Bianchi et *al.* 1996]. Bien entendu, des bouleversements importants pourraient également avoir lieu dans le futur : le contrôle de Generali, un des plus grands groupes européens d'assurance est, au moins en principe, devenu

⁶ Depuis le début de l'année 2001, ENI, l'une des plus grandes sociétés italiennes privatisées, est en principe opérable. Les statuts de la société, cependant, limitent à un maximum de 3% les droits de vote détenus par un seul actionnaire. Ce serait un imbroglio légal, si une telle offre survenait.

⁷ Les banques et les compagnies d'assurance constituent une exception à cette règle.

« contestable ».

Malheureusement les données concernant la concentration de propriété ne sont pas disponibles pour tous les types de sociétés, mais si on considère les participations réputées significatives (c'est-à-dire celles qui excédant 2 % doivent être déclarées à la Consob, l'équivalent de la COB pour l'Italie) elles représentaient, fin 1999, 45,6 % dans le secteur financier, 48,8 % dans le secteur industriel et 60,2 % dans le secteur de service. D'une façon générale, les banques qui ne sont pas contrôlées par une autre banque, ont un actionnariat plus dispersé. La plupart des statuts adoptés par les sociétés privatisées comportent une clause limitant les droits de vote, de façon à empêcher⁸ la prise de contrôle par un groupe particulier. Il y a dix banques coopératives cotées sur la bourse des valeurs. Un nombre considérable de banques, qui étaient précédemment des caisses d'épargne ou des banques publiques, ont pour actionnaires principaux des fondations à but non lucratif, ce qui pose des problèmes particuliers de gouvernance d'entreprise qui seront analysés ultérieurement.

Tableau 1 – *La structure de propriété des sociétés italiennes cotées (au 31 décembre ; source Consob)*

	1998		1999	
	nombre	%	nombre	%
Contrôle de droit	128	32,3	148	55,0
Contrôle de fait	31	21,7	31	16,7
Contrôle par un syndicat d'actionnaires	24	7,4	29	10,8
Pas de contrôle	35	38,6	32	17,5
Total	218	100,0	240	100,0

Bien que la concentration de la propriété soit largement répandue en dehors du monde anglo-saxon [R. La Porta et *al.* 1999] cet article se focalise sur le cas de l'Italie. Il y a au moins quatre explications au ni-

⁸ En fait cette clause visant à faire des banques de vraies sociétés anonymes, à actionnariat fortement diffus, n'a pas empêché la prise de contrôle de fait par un groupe d'actionnaires minoritaires.

veau élevé de concentration de la propriété qui, comme le montre le tableau 1, a encore augmenté en 1999, comparativement à 1998, revenant ainsi à la situation traditionnelle qui avait été temporairement modifiée en raison de l'introduction en bourse de quelques sociétés publiques importantes. La première explication est liée à l'existence des groupes industriels. Sur les 107 sociétés industrielles mentionnées précédemment, 21 étaient des filiales d'autres sociétés cotées. Ces groupes industriels seront analysés plus tard dans le contexte des entreprises familiales. De même, certaines banques contrôlent d'autres banques cotées, le plus souvent parce qu'il en était ainsi avant d'acquérir le contrôle et qu'elles préfèrent que leurs marques soient présentes simultanément sur le marché du crédit et sur la bourse des valeurs.

La deuxième explication est que la plupart des sociétés, quand elles décident de faire négocier leurs titres en bourse, n'offrent qu'une partie minoritaire de leur capital; un nombre substantiel de sociétés récemment introduites en bourse, y compris les sociétés privatisées, est ainsi inclus dans le tableau 1.

La troisième explication est que le contrôle de type pyramidal est largement répandu y compris en dehors des groupes formels. Par exemple, la très récente (2001) prise de contrôle amicale de Telecom Italia a été faite *via* l'acquisition de 28 % d'Olivetti, qui contrôle 55 % de Telecom Italia par l'intermédiaire d'une nouvelle société dont la majorité, à 60 %, appartient à Pirelli spa. Pirelli spa, à son tour, est contrôlée, à hauteur de 43 % des droits de vote par Pirelli & Cie. Pirelli & Cie, elle-même est contrôlée, à concurrence de 25 %, par CAMFIN, qui, elle aussi est contrôlée, à 55 % par GDI. Selon le rapport de la Consob pour l'année 2000 les structures de contrôle pyramidales sont en diminution et le *leader* de Pirelli a annoncé son intention de simplifier sa chaîne de contrôle. Cependant, ce type de structure est encore très fréquent.

De tels *holdings*, souvent établis à l'étranger, appartiennent parfois à une famille ou à un groupe d'amis ou de personnes faisant des affaires ensemble. Ils apparaissent en tant qu'actionnaire unique de contrôle même si, en réalité, ils dissimulent plusieurs actionnaires. Cependant, le plus souvent, les liens qu'ils entretiennent dépassent les seuls liens familiaux et ils sont dirigés par un *leader* fort.

La dernière et probablement l'explication la plus pertinente est de nature culturelle. L'Italie est un pays d'entrepreneurs et ces entrepreneurs sont attachés à ce qu'eux-mêmes ou leurs ancêtres ont construit. Même lorsqu'ils ne dirigent pas personnellement la société, ils n'aiment pas que leurs fiefs – et nous employons ce terme à dessein – leur échappent. Comme beaucoup de sociétés italiennes sont de faible taille, une offre publique pourrait facilement être organisée par des concurrents nationaux ou internationaux. Pour se prémunir d'un tel péril, les chefs d'entreprise cherchent à conserver une majorité solide. Si l'actionnaire de contrôle décide de vendre ses titres, lui ou sa famille, est souvent en mesure d'obtenir une prime de contrôle substantielle comparativement au cours boursier. On a estimé que, sur la période 1980-91, la prime représentait approximativement 18 % de la valeur des actions disposant de droits de vote [L. Caprio, A. Floreani 1996]⁹. Quelle que soit l'importance de cette prime, sa seule existence soulève la question du conflit d'intérêts entre l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minoritaires. Selon l'opinion majoritaire, il y aurait des avantages substantiels liés au contrôle d'une société. Des chercheurs éminents ont écrit : « *Un des avantages liés au contrôle de la société, est que le chef d'entreprise peut s'approprier une partie des bénéfices de la société, avant de distribuer le reste sous forme de dividende. Cette appropriation peut prendre la forme d'un salaire, de prix de transfert, de prêts personnels à des taux privilégiés, de transactions à des conditions favorables et dans certains cas de vols purs et simples* » [R. La Porta et al. 1999, p. 7]. Selon les mêmes auteurs, l'Italie, comme tous les pays de droit civil, offrant une protection insuffisante aux actionnaires minoritaires, la concentration élevée de la propriété pourrait s'expliquer par le seul intérêt des actionnaires qui contrôlent. Il y a une opinion largement majoritaire, selon laquelle le problème réel du gouvernement des entreprises en Italie est la protection des actionnaires minoritaires [A. Melis 1998]. Dans le même ordre d'idée¹⁰, nous pour-

⁹ D'autres évaluations des gains privés associés au contrôle les situent entre 16 % et 37 % [L. Zingales 1995 ; G. Nicodano 1998]

¹⁰ On peut mentionner le cas récent de Pirelli dans lequel le directeur général et deux autres cadres ont reçu une option d'achat, approuvée par le comité de ré-

rions également ajouter que la présence d'opérations d'initiés peut parfois procurer également des gains substantiels à l'actionnaire qui contrôle¹¹. Des règles de gouvernance, comme nous le verrons, sont en préparation pour réduire les risques associés à ces situations.

L'impression de l'auteur, issue d'une longue expérience dans l'industrie et la finance, est qu'en Italie, les chefs d'entreprise n'aiment pas perdre le contrôle parce qu'ils apprécient le sentiment d'indépendance que leur fournit la position d'être à la barre d'une société. Un juriste du Moyen âge, Marino da Caramanico, disait « *un roi qui ne connaît pas de pouvoirs supérieurs, est comme un empereur dans son propre royaume* ». Un nombre assez grand de chefs d'entreprise italiens, même lorsque leurs sociétés sont cotées, se comportent comme des empereurs. En outre, le prestige et le pouvoir associés au statut de chef d'entreprise sont en Italie beaucoup plus importants que les mêmes attributs pour un CEO (*Chief Executive Officer*) d'une société de taille comparable aux États-Unis.

Une caractéristique significative de l'organisation du système de propriété en Italie est l'existence de participations minoritaires croisées entre les groupes industriels et financiers. « *Le concept d'une pluralité de pôles n'a pas été mis en application. Les échanges de participation entre les différents pôles sont très répandus et on a la sensation forte que les liens en capitaux sont systématiques.* » [G.M. Gros-Pietro et al. 2001, p. 271]. Des changements, cependant, interviennent. Ce dispositif est probablement plus approprié dans un ob-

munération, concernant les actions d'une filiale qui leur a procuré un gain d'environ 50 millions d'euros sur la base d'une vente 7 fois plus importante. Le dividende distribué par la société l'année suivante n'a été que de la moitié de ce montant.

¹¹ Les transactions d'initiés sont un problème en Italie parce qu'elles sont relativement plus fréquentes qu'ailleurs et parce que l'autorité indépendante censée surveiller la bourse des valeurs et les sociétés cotées, la Consob, a seulement un pouvoir d'investigation, le pouvoir d'infliger des amendes ou des peines plus graves appartenant au pouvoir judiciaire, qui est très formel et lent. La Consob a cependant saisi le pouvoir judiciaire pour infraction à la loi 19 fois en 1997, 21 fois en 1998 et 30 fois en 1999. Souvent l'utilisation ou la diffusion d'informations privilégiées à l'origine des transactions d'initiés a lieu quand un changement de contrôle (ou une offre publique) est pressenti.

jectif de politique concurrentielle que de gouvernance des entreprises.

2. Le rôle du conseil d'administration

En raison de la concentration de propriété, le rôle du conseil d'administration est rarement conforme en Italie à ce que préconise la loi, c'est-à-dire la seule entité responsable de la gestion de la société. Naturellement, d'un point de vue légal, le conseil est seul responsable. Dans les cas peu fréquents de faillite, il arrive que des membres du conseil d'administration soient considérés responsables et, au moins en principe, soient condamnés. En cas de délit, les tribunaux ont le pouvoir de révoquer le conseil et de nommer un administrateur provisoire jusqu'à la réunion de l'assemblée des actionnaires.

Une recherche récente [D. Montanaro 1999] a prouvé qu'il y avait une différence de rôle du conseil entre les sociétés industrielles et financières, en particulier dans les banques. Dans les sociétés industrielles, le conseil se réunit seulement cinq fois par an, pendant quelques heures, reçoit une information superficielle, approuve les budgets et les bilans annuels et semestriels (trimestriels à partir de l'année prochaine)¹². Dans presque tous les cas (89 % des cas) les conseils approuvent ce qui a été soumis par le CEO qu'il soit le Président ou un administrateur avec des pouvoirs spéciaux¹³. Dans les sociétés financières, le conseil se réunit plus fréquemment, en moyenne une fois par mois, approuve ce qui a été soumis par le CEO légèrement moins fréquemment (82 % des cas), et traite d'affaires pratiques comme l'approbation de prêts importants et des politiques. Une telle différence entre les conseils industriels et financiers peut être due à deux raisons. Comme mentionné précédemment, la propriété des banques est moins concentrée que dans l'industrie ou appartient à des fondations dont les propriétaires sont multiples, de sorte que les administrateurs à qui elles délèguent sont plus indépendants. D'ailleurs, alors que chaque société industrielle dispose habituellement de sa propre technologie et d'un mar-

¹² Les bilans trimestriels ou semestriels ne sont pas des bilans à proprement parler, mais ils contiennent les informations les plus pertinentes.

¹³ Il est tout à fait fascinant que des données semblables – cinq fois par années et deux heures et demie – se retrouvent en France où « *le conseil au cours de*

ché dont la connaissance est difficile à acquérir par des administrateurs ne consacrant pas la majeure partie de leur temps aux affaires de la société, la plupart des administrateurs ont une certaine expérience des opérations financières et se sentent capables d'en discuter. De ce fait, la distribution du crédit est une activité risquée même dans un pays comme l'Italie, où le risque est normalement réparti sur un grand nombre de débiteurs, ce qui apparente l'activité bancaire à celle de l'assurance, de sorte que la responsabilité légale personnelle est plus limitée en raison de cette dispersion.

Le rôle limité du conseil d'administration peut également s'expliquer par le fait qu'une majorité des sociétés cotées italiennes a un comité exécutif¹⁴ auquel le conseil délègue la plupart des décisions. Ces comités se composent de quelques personnes – habituellement 3 à 7 – et incluent le Président, les directeurs généraux, s'il y en a plus d'un¹⁵ et certains autres administrateurs importants. Normalement, les questions qui, selon la loi ou les statuts, doivent être approuvées par le conseil sont préalablement soumises au comité de direction qui les discute dans certains cas. Que le conseil plénier les rejette ou les modifie, voire même en discute, est perçu comme un manque de confiance envers ceux qui contrôlent la société.

Les administrateurs sont normalement choisis par l'actionnaire de contrôle. Le conseil d'administration, en 1999, a une moyenne de 9,6 membres, allant de 6,5 pour le premier quantile à 13,6 pour le dernier. Ce nombre est plus élevé pour les sociétés sans contrôle défini [Consob 2000]. Sur la base d'un échantillon, il y a une moyenne de 8 membres pour les sociétés industrielles et de 12 pour les financières [D. Montanaro 1999]. Sur la base d'un échantillon établi en 1999, légèrement plus petit, il y a de 16 à 20 administrateurs dans 8 % des sociétés et plus de 20 dans 6 % [PriceWaterhouse&Coopers 2000]. Dans le cas

ses réunions officielles n'a qu'exceptionnellement un rôle de décideur». [G. Charreaux 1997, p. 178].

¹⁴ 67 % selon une enquête récente [PriceWaterhouse & Coopers 2000].

¹⁵ En Italie, chaque société par actions a au moins un et parfois deux, voire plus, « administrateurs délégués », c'est-à-dire un administrateur à qui le conseil

des groupes, le conseil d'administration des filiales se compose habituellement d'administrateurs issus des sociétés mères et, dans quelques cas, d'anciens dirigeants. Les conseils des sociétés les plus importantes, comme ceux des sociétés indépendantes, incluent normalement quelques membres de la famille fondatrice, plus l'administrateur délégué s'il est dirigeant, et un certain nombre de professionnels, souvent des avocats, qui effectuent fréquemment des consultations pour le compte de la société. Ces professionnels ne peuvent pas être considérés comme indépendants. Il en est de même pour les anciens cadres ou dirigeants qui sont nommés administrateurs après leur retraite. Dans les cas où la société n'est pas contrôlée par un seul actionnaire, les représentants de la coalition, organisés sous forme d'un syndicat formel ou par un accord informel, sont nommés au conseil. Quand il y a un syndicat, le conseil d'administration a un rôle très limité car il y a presque toujours un comité directeur émanant du syndicat et qui prend les décisions les plus importantes concernant la société. Souvent, même lorsqu'il y a un actionnaire de contrôle, d'autres actionnaires significatifs, même s'ils sont minoritaires, sont nommés au conseil à moins qu'ils ne soient considérés comme hostiles.

Les échanges d'administrateurs (les liens réciproques) ne sont pas rares. Fin 1999, 240 sociétés offraient 2295 sièges d'administrateurs, mais il n'y avait que 1789 administrateurs. Parmi ces derniers, 296 (16,5 %) cumulaient plusieurs sièges. Ces administrateurs occupaient un total de 802 sièges, dont 467 en dehors du groupe de leur société [Consob 2000]¹⁶. Il est difficile de savoir dans quelle mesure ces cumuls de mandats d'administrateur ont une véritable influence sur la gouvernance des entreprises, mais il semble que ces administrateurs cumulards, à l'instar de leurs collègues qui ne disposent que d'un seul mandat, aient une faible influence. Il est possible, cependant, que ces administrateurs réciproques jouent un rôle en facilitant l'établissement

a délégué des pouvoirs spéciaux. Cette position peut être cumulée avec la présidence.

¹⁶ 6 administrateurs avaient exactement 6 sièges chacun, la moitié d'entre eux en dehors du groupe, 3 en avaient 7 dont 12 en dehors du groupe, 3 en avaient 8, dont 14 en dehors du groupe, 1 en avait 10, dont 8 en dehors du groupe.

d'accords de non-concurrence. Il est significatif, à cet égard, que dans la récente prise de contrôle d'INA, une grande société d'assurance, par Generali, la Commission européenne ait demandé, entre autres, une réduction drastique des postes d'administrateurs réciproques.

Selon une recherche récente effectuée à partir d'un échantillon de sociétés cotées italiennes sur la période 1988-1996, la corrélation entre la performance de la firme et le taux de rotation des administrateurs est très faible [G. Brunello et *al.* 2000]. Toujours, selon la même recherche, la corrélation entre la performance et le taux de rotation du CEO était statistiquement significative et négative. Il apparaît également que le renouvellement du conseil d'administration est fortement lié aux changements de la structure de propriété, ce qui est cohérent avec le principe qu'aussi longtemps qu'il n'y a aucun changement de propriété, il n'y a aucune raison de remplacer les représentants des actionnaires détenant le contrôle. En outre, très souvent, les changements de propriété interviennent quand la performance des sociétés n'est plus satisfaisante. Même si on ne dispose d'aucun chiffre précis, il semble que les administrateurs des sociétés familiales tendent à rester plus longtemps dans les conseils, comparativement aux autres sociétés.

En Italie, il n'y a pas de séparation clairement établie entre les rôles de Président et de CEO. Fréquemment, en outre, le Président détient des pouvoirs décisionnels et est également CEO. Quand les deux fonctions sont accomplies par deux personnes différentes, très souvent le directeur exécutif (en Italie, l'« *amministratore delegato* », c'est-à-dire l'administrateur délégué) est CEO. Dans certains cas, le pouvoir exécutif est attribué à plusieurs administrateurs : en 1999, le nombre d'administrateurs dénombré était de 2295 pour 240 sociétés cotées, parmi lesquels 720 détenaient des pouvoirs exécutifs, soit, en moyenne, trois par société. Comme dans beaucoup d'autres cas, la personnalité joue autant que le pouvoir réel. Si le Président est également l'actionnaire détenant le contrôle, les pouvoirs qui lui sont attribués par la loi ont peu, voire pas, de signification.

3. Le comité d'audit

En Italie, dans les sociétés par action, un rôle significatif est attribué, au moins en principe, au « *Collegio Sindacale* » c'est-à-dire au comité d'audit. En pratique, ce comité est très souvent composé de professionnels liés aux actionnaires de contrôle et sa vigilance semble en conséquence assez lâche¹⁷. L'AREL¹⁸, en 1997, a émis l'idée de tirer au sort les auditeurs à partir des listes de professionnels recommandés par la Consob. Une proposition reprenant cette suggestion a même été présentée devant le Sénat italien par un ancien Président de la Cour constitutionnelle, Sen Elia¹⁹

En 1998, la « loi Draghi » a changé de manière significative le rôle du comité d'audit. Précédemment, le comité d'audit avait principalement pour rôle de contrôler les états financiers et de garantir leur conformité légale. Maintenant, la régularité de comptes est de la responsabilité de la société d'audit, alors que le comité d'audit (qui a conservé, improprement, le même nom) doit s'assurer de la conformité légale, que la gestion a été correcte, que la structure organisationnelle est adaptée, et que les directives données aux filiales sont également correctes. La loi prescrit que les minorités soient représentées au comité d'audit, que les auditeurs soient indépendants²⁰ et aient les pouvoirs de d'organiser des réunions *ad hoc* avec l'ensemble des personnes qui administrent la société, de demander toute information jugée nécessaire et de faire des inspections. En outre, les auditeurs ne sont pas obligés, comme par le passé, d'être membre du « Tableau officiel des réviseurs comptables », établi par le Ministère de la Justice. Bref, il n'est pas très difficile de prévoir qu'un nouveau type de dualité pourrait émerger dans le système de gouvernance italien entre le conseil d'administration et le comité

¹⁷ Il est rassurant de constater que même certains professeurs américains ne croient pas non plus en l'indépendance des auditeurs dans leur pays [M.H. Bazerman et *al.* 1997].

¹⁸ L'AREL est un club constitué de parlementaires et de professeurs en science économique et en droit, dont l'objectif est de favoriser la recherche et les débats afin de moderniser l'Italie.

¹⁹ Comme nous le verrons en parlant des entreprises familiales, l'idée était supposée permettre la réduction, mais non l'élimination de l'évasion fiscale.

²⁰ Un point très important prescrit par la Consob est que les auditeurs désignés ne puissent être d'anciens employés de la société ou du groupe.

d'audit. La présence des actionnaires minoritaires au comité d'audit est essentielle pour qu'une telle dualité existe. Jusqu'à présent, les règles de représentation des minoritaires lorsqu'elles existaient, étaient souvent contournées par l'intermédiaire d'actionnaires minoritaires favorables aux dirigeants²¹. L'importance croissante des actionnaires institutionnels et leur activisme accru, qui conduit à inclure des administrateurs vraiment indépendants dans un petit nombre de sociétés, pourrait entraîner à l'avenir des changements significatifs dans le système de gouvernance italien.

Ces nouvelles règles sur le comité d'audit ont été présentées en juillet 1998. Fin 1999, 53 % des sociétés anonymes d'un échantillon comprenant toutes les principales sociétés avaient nommé un nouveau comité d'audit. Parmi ces sociétés, 83 % avaient inclus dans leurs statuts, des règles concernant la nomination d'auditeurs représentant les actionnaires minoritaires, mais seul un quart d'entre elles les avait effectivement nommés [PriceWaterhouse&Coopers 2000]. La lenteur du changement est évidente, quand on constate qu'aucun auditeur non-membre du « Tableau officiel » n'a été nommé. En outre, il n'y a que 25 % des cas où on ait prescrit que les changements dans le contrôle interne soient discutés et approuvés par le comité d'audit²².

4. L'autodiscipline

Le « code d'autodiscipline » édité par « le Comité sur la gouvernance des entreprises » nommé par la bourse des valeurs de Milan a été approuvé en mars 2000. Ce code contient la plupart des règles retenues comme normes dans la plupart des pays développés. Jusqu'à présent, cependant, l'application de ce code n'est pas obligatoire pour les sociétés cotées sur la bourse de Milan. D'ailleurs, le code est censé être révisé en fonction de l'expérience. Il recommande que les conseils se

²¹ Comme la plupart des comités d'audit ont trois membres titulaires et deux suppléants, il n'est pas très difficile de trouver un actionnaire de connivence qui représente la minorité

²² Ibid.

réunissent régulièrement et s'organisent de façon à accomplir leurs fonctions. Ces dernières incluent l'approbation des plans stratégiques (les budgets ne sont pas mentionnés), la surveillance des activités, l'accent étant mis plus particulièrement sur les conflits d'intérêt et les transactions effectuées avec des parties liées (en raison de l'importance des groupes, c'est très important), les décisions concernant les rémunérations des dirigeants²³ et le contrôle de la structure organisationnelle de la société et/ou du groupe. Les administrateurs devraient avoir comme principal objectif, la création de la valeur pour des actionnaires, être conscients de leurs responsabilités et accepter d'être nommés seulement s'ils ont suffisamment de temps à consacrer à l'accomplissement de leurs fonctions. De plus, un nombre non spécifié d'entre eux devraient être indépendants, c'est-à-dire sans aucun lien d'intérêt économique avec la société ou le groupe ou avec les actionnaires de contrôle directs ou indirects.

Comme mentionné précédemment, il est plutôt fréquent en Italie que le Président soit également CEO. Le code suggère, mais n'exige pas, qu'il serait préférable que le Président soit seulement responsable du travail du conseil. Si le Président est également CEO, il est recommandé qu'une explication soit donnée aux actionnaires dans le rapport annuel.

En dehors du Comité de rémunération, le code propose un autre Comité chargé du contrôle interne et accomplissant les fonctions de contrôle habituelles. Concernant les nominations au conseil d'administration et au comité d'audit, le code reconnaît qu'il appartient normalement à l'actionnaire de contrôle de proposer les noms des candidats. Si les statuts de la société le permettent, les divers groupes d'actionnaires peuvent également soumettre des listes de candidats. Quand il n'y a pas de groupe d'actionnaires de référence et que le capital est largement réparti, si le conseil lui-même ne se sent pas capable d'assumer un tel rôle, il est recommandé de mettre en place un Comité *ad hoc*. Dans tous les cas, les nominations devraient être rendues publiques au moins dix jours avant les réunions des assemblées générales des actionnaires

²³ Pour les rémunérations, les recommandations incluent la nomination d'un comité *ad hoc* composé d'administrateurs non-dirigeants. Les rémunérations doivent en partie être liées aux résultats.

et être accompagnées de commentaires sur les qualités personnelles et professionnelles des candidats. Selon le code, ces éléments pourraient faciliter le vote des actionnaires institutionnels. Toujours, selon le code, la nomination de représentants des actionnaires minoritaires au comité d'audit ne devrait pas s'interpréter comme un élément de division et d'affaiblissement de cet organe. Les notions de majorité et de minorité devraient disparaître après l'élection et le comité dans son ensemble devrait travailler dans l'intérêt de tous les actionnaires. En outre, les représentants des actionnaires minoritaires ne devraient pas fournir d'information à leurs électeurs. Le respect de ces principes dépend à l'évidence des valeurs professionnelles et morales des personnes nommées au comité.

La loi Draghi a introduit cinq nouvelles règles, en dehors de celles qui portent sur l'information à communiquer. Selon la première, celui qui acquiert 30 % d'une société doit procéder à une offre publique portant sur l'ensemble des actions au même prix. Avec les règles précédentes, celui qui avait acquis une participation permettant de prendre le contrôle (définie pour chaque société par la Consob) devait faire une offre publique pour le même montant. La nouvelle règle facilite les changements de contrôle pour les quelques sociétés pouvant être contrôlées en détenant moins de 30 %²⁴ du capital. Dans un pays comme l'Italie où beaucoup d'économistes pensent que la structure de propriété industrielle et financière conduit à la sclérose²⁵ [F. Amatori, F. Brioschi 1998] de tels changements de propriété pourraient être les bienvenus. Il n'est pas évident, cependant, que les offres publiques soient des instruments de contrôle efficaces. La nouvelle règle pourrait réduire les changements de contrôle si les actionnaires détenant le contrôle souhaitent une prime de contrôle élevée laquelle serait payée également par tous les actionnaires minoritaires.

²⁴ Que ce soit dans l'ancien régime ou dans le nouveau, chaque actionnaire qui acquiert au moins 2 % du capital doit en informer la Consob et la société.

²⁵ Personnellement, je ne partage pas cet avis : sur les 10 plus grandes sociétés privées (c'est-à-dire non étatiques) italiennes, 3 n'étaient pas à considérer car il s'agissait de très petites entreprises il y a vingt ans, et 3 avaient changé de propriétaire sur ces dix dernières années.

La deuxième règle confirme la limite existante de 2 % pour les participations réciproques, un instrument important pour détenir le contrôle avec une quantité limitée de titres. La loi Draghi, cependant, permet de porter cette limite à 5 %, s'il y a approbation de l'assemblée générale des actionnaires, dans l'objectif de se rapprocher des pratiques des autres pays européens (25 % en Allemagne, 10 % en France).

La troisième règle limite à trois ans les pactes d'actionnaires et autorise leur interruption en cas d'offre publique. Comme l'indique le tableau 1, seules 29 sociétés, soit moins de 10 % de la capitalisation boursière, sont contrôlées au moyen d'un pacte. Dans le passé, cependant, ces pactes ont joué un rôle très important pour conserver le contrôle des sociétés grâce à un réseau complexe de participations croisées.

La quatrième règle renforce les droits des actionnaires minoritaires. En particulier, il suffit de 5 % du capital (un seuil très facile à atteindre si quelques investisseurs institutionnels se mettent d'accord) pour entreprendre une action en responsabilité civile devant un tribunal, à l'encontre des administrateurs en cas de faute de gestion²⁶. Dans un pays comme l'Italie, dans lequel le système légal prend un temps infini pour rendre une décision en matière civile, cette règle pourrait ne pas avoir une grande influence sur le système de gouvernance des entreprises. Un projet de loi a été déposé au Parlement pour mettre en place des tribunaux spéciaux pour traiter les affaires des sociétés.

Le cinquième et dernier changement facilite le recueil et la sollicitation des pouvoirs afin de rendre plus facile la défense des intérêts des actionnaires minoritaires, permettant ainsi d'accroître – si possible – le rôle de la « prise de parole » aux dépens de celui de la « défection » dans la gouvernance des entreprises.

5. Qui dirige les sociétés ?

Étant donné le rôle limité du conseil d'administration, qui contrôle vraiment les sociétés anonymes cotées en Italie ? Cela dépend de la

²⁶ Précédemment, il fallait une décision prise à la majorité de l'assemblée générale des actionnaires. Cette règle s'applique toujours aux sociétés non cotées.

taille. Dans les plus petites sociétés, et indépendamment des *start up*, l'actionnaire de contrôle est le plus souvent également CEO ou au moins Président ; il n'a pas besoin de déléguer beaucoup de pouvoir, même si, la plupart des chefs d'entreprise ayant une formation technique ou commerciale, de nombreuses petites sociétés disposent d'un directeur administratif. En général, ce dernier a la pleine confiance du dirigeant et est responsable des domaines financiers, fiscaux et comptables. Quand la taille – ou dans les rares cas où le fondateur de l'entreprise a des descendants qui souhaitent conserver la propriété mais ne souhaitent pas s'impliquer dans la gestion –, ne permet pas d'exercer un contrôle total sur la société, la gestion est normalement confiée à des dirigeants professionnels le plus souvent formés à l'intérieur de la société que l'actionnaire de contrôle connaît personnellement et en qui il a toute confiance.

Tant dans le cas de la gestion directe par l'actionnaire de contrôle que dans celui de la gestion par un dirigeant professionnel un problème d'agence se pose. Comme M.C. Jensen et W.H. Meckling [1976] l'ont écrit : « *Au fur et à mesure que la part de capital détenu par le propriétaire baisse, les droits à l'appropriation des résultats liés à sa fonction se réduisent et cela l'incite à s'approprier de plus grandes quantités de ressources de la société sous forme d'avantages non pécuniaires* ». Ceci pourrait signifier qu'en raison de l'importance des groupes qui recourent à un contrôle de type pyramidal reposant sur une petite proportion de capitaux propres directs²⁷, les coûts d'agence pourraient être plus élevés qu'ailleurs. Inversement, en raison de la concentration élevée de la propriété, en dehors de ces groupes, les coûts d'agence pourraient être inférieurs. M.C. Jensen et W.H. Meckling, cependant, ne prennent pas véritablement en compte que « *les aspects non pécuniaires sont des sources d'utilité, telles que le plaisir lié à l'exercice du pouvoir, la notoriété acquise, etc.* » [G. Charreaux

²⁷ On a estimé que pour une unité de capitaux propres possédée par le contrôleur final, que ce soit un individu ou une famille, en 1993 on pouvait contrôler 8 unités, avec quelques exemples de levier de contrôle beaucoup plus élevés. Par exemple, la famille Agnelli a atteint 16 et M. De Benedetti 25 [F. Barca et al. 1994].

1997, p. 434]. Très souvent le prestige et le pouvoir peuvent être obtenus en faisant des choix qui bénéficient aux parties prenantes ce qui est, dans la plupart des cas, conforme à l'intérêt à long terme de la société. Étant donné qu'en l'Italie les sociétés cotées sont en moyenne plus petites que celles des autres pays industriels (et qu'en conséquence les captations de profit sont plus facilement détectables), les coûts d'agence devraient être légèrement inférieurs à ce qu'ils sont dans les nations comparables.

Quant aux dirigeants professionnels, des *stock options* ont été mises en place dans un nombre croissant de sociétés y compris pour les cadres intermédiaires²⁸, mais elles sont trop récentes pour que leur impact sur la gouvernance des entreprises puisse être évalué. Jusqu'à présent les dirigeants ont eu tendance à privilégier l'intérêt à long terme de la société, ce qui pour eux a signifié le maintien de bonnes relations avec l'ensemble ou la plupart des parties prenantes. Bien que la plupart des théories de la gouvernance supposent qu'un équilibre entre les différentes parties-prenantes ne puisse être déterminé sur le long terme que par les forces du marché, d'autres facteurs interviennent également. Les relations personnelles jouent un rôle très important dans la réalisation de cet équilibre. Les dirigeants ont, en conséquence, intérêt à entretenir de bonnes relations avec les parties prenantes, en particulier les syndicats. Cela facilite la gestion quotidienne. La capacité à créer le consensus est souvent considérée comme un type de capital humain qui réduit le risque d'être remplacé et est fortement valorisée sur un marché managérial très étroit. Une telle attitude peut cependant être interprétée comme un coût d'agence, si on pense que, pour entretenir de bonnes relations avec les différentes parties prenantes, les dirigeants sont conduits à leur faire des concessions trop importantes. Néanmoins, puisqu'il y a habituellement un marché qui peut être pris comme référence, les transactions particulières ne peuvent pas être conclues en des termes trop éloignés de ceux du marché. Quand une transaction s'écarte de la norme du marché, certaines caractéristiques apparemment coûteuses de la transaction peuvent se révéler profitables à la société, sur le long terme.

²⁸ Par exemple, dans le groupe Pirelli, 800 cadres ont reçu des *stock options*.

Pour donner un exemple, si les négociations d'une entreprise avec les syndicats (malheureusement en Italie, il y a à la fois des accords nationaux et par entreprise) conduisent à établir de meilleures relations humaines et à inciter les ouvriers à fournir davantage d'efforts, le coût vaut la peine d'être engagé si l'avantage obtenu est plus élevé que le coût lui-même.

6. Les banques comme cas particulier

Comme précisé précédemment, le système de gouvernance des banques est, au moins pour certaines d'entre elles, totalement différent de celui des sociétés industrielles. Une particularité du système bancaire italien est qu'une partie substantielle du capital appartient à des fondations spéciales²⁹. Au début de 2000, sept des neuf groupes bancaires les plus importants (dont les actifs bancaires représentent 50 % du total) étaient contrôlés par de telles institutions. Certains chercheurs et une grande partie de l'opinion soutiennent que les « *fondations ne sont pas des établissements de marché et ne sont pas, par conséquent, soumises aux pressions de la concurrence ; d'ailleurs, puisqu'elles ne sont pas responsables devant les actionnaires ou les créanciers financiers mais uniquement vis-à-vis d'elles-mêmes, leurs objectifs et leur équipe dirigeante ne visent pas à augmenter la valeur de leurs actifs et, en conséquence, leur structure de propriété s'accompagne d'une perte d'efficacité* » [G. Inzerillo, A. Messori 2000]. La recherche conduite par D. Montanaro sur la forte implication du conseil d'administration des banques dans les relations d'affaires prouve qu'en pratique il n'en est pas ainsi. On pourrait objecter que le résultat de D. Montanaro est influencé par le nombre important de « *Banche Popolari* » c'est-à-dire de coopératives ayant un nombre important d'actionnaires privés³⁰. Une recherche non publiée par Messori

²⁹ Ces fondations ont été constituées au début des années 90, selon une loi de 1990 (la loi Amato), qui organisait le démembrement des caisses d'épargne ou des réseaux bancaires nationaux en une fondation et en une société par actions, la première étant propriétaire de la seconde. Parmi les réseaux bancaires nationaux, seules les parts de la Banca Nazionale del Lavoro ne sont pas revenues aux fondations, mais sont allées directement au Trésor. Avant cette réforme, les Caisses d'épargne étaient de deux types, certaines étaient des associations de personnes, habituellement les héritiers de ceux qui les avaient fondées et d'autres cooptées, d'autres avaient une origine communale (Monte de Paschi di Siena, fondée en 1472, est la banque la plus ancienne du monde). Les présidents, et souvent les administrateurs, étaient nommés par le gouvernement central.

³⁰ Beaucoup de ces banques ont gardé leur statut coopératif, même lorsque les parts ont été négociées en bourse, mais les voix restent limitées à une par personne, indépendamment du nombre de parts possédées. Le plus souvent, ces

et *al.*, récapitulée dans un quotidien (« 24 Ore », 22 août 2000) portant sur le conseil d'administration de 457 banques locales, pour la période 1990-99, montre que 3 administrateurs sur 10, en poste la première année, sont restés présents au conseil sur la période entière. Les conseils des caisses d'épargne (ceux qui sont contrôlés par les fondations) sont moins stables en cas de mauvaise performance. Les auteurs en concluent que les fondations ne sont pas des propriétaires efficaces. Indépendamment du fait que dans le conseil il peut y avoir des membres dont la responsabilité diffère, la mesure de stabilité retenue dans cette étude est plutôt subjective. Les mêmes chiffres pourraient également conduire à conclure que la grande majorité des administrateurs a changé. En outre, cette recherche ne prend pas en compte de façon appropriée d'autres facteurs, comme la géographie qui, en Italie, explique beaucoup de choses.

Selon une loi de 1999, les fondations devraient perdre le contrôle direct, quel que soit le type de société, en 2005. G. Inzerillo et A. Messori croient que, grâce à des actions de minorité, un groupe pourrait conserver une influence déterminante permettant de réduire la « contestabilité » des banques. Un réseau de participations au sein de banques, de sociétés d'assurances et de holdings financiers, qui, en principe, devraient se concurrencer, peut limiter significativement le caractère concurrentiel du marché. En raison de l'influence des gouvernements locaux dans beaucoup de fondations, on pense souvent que l'influence politique pourrait s'exercer *via* les nominations des différents corps qui gouvernent les fondations. Cette dernière crainte n'est pas sans fondement³¹. Le problème est de savoir si une telle influence politique peut s'étendre à d'autres types de sociétés et, en particulier, aux banques dont les titres appartiennent aux fondations. L'expérience italienne passée dans ce domaine n'a pas été satisfaisante [F.A. Grassini 1979], mais la situation a profondément évolué. Les actionnaires minori-

banques sont dominées par les employés et ce serait très intéressant d'étudier leur système de gouvernance.

³¹ Par exemple, à la lecture de la presse, il s'avère qu'une bataille subtile a eu lieu pour la nomination du Président de la fondation Cariplo, qui avec 17 % est l'ac-

taires ne sont plus des individus isolés, la presse et l'opinion publique sont beaucoup plus actives, les partis politiques après « *mani pulite* » sont moins puissants et plus prudents. Bien entendu, comme la nomination des administrateurs implique toujours un jugement subjectif, il se pourrait que, dans certains cas, l'affiliation politique soit le facteur déterminant du choix entre des personnes ayant des compétences professionnelles semblables. Dans les sociétés entièrement privées, il en est de même. Fréquemment, un dirigeant est choisi parce qu'il joue au golf ou au tennis avec le CEO ou est issu de la même école ou appartient à la même loge. En d'autres termes, la foi de l'École de Chicago dans le marché et la croyance en la primauté du profit de Messori et de ses collègues sont discutables. Les fondations ont des objectifs sociaux qui requièrent beaucoup de capitaux. Elles peuvent, donc, être incitées à rechercher le revenu maximum de leurs capitaux³². Elles disposent également de différents mécanismes qui ont été conçus pour créer une dialectique interne destinée à éviter le danger de l'autoréférence [R. Pinza 1999]. D'ailleurs de nombreuses fondations s'adressent à des tiers spécialisés pour leur confier la gestion de leurs capitaux. La loi de 1999 prescrit que, dans un proche avenir, un revenu minimum devra être obtenu sur ces capitaux. Cependant, il faut reconnaître que les fondations sont profondément enracinées dans leur communauté locale ou leur région. Ceci signifie que, le plus souvent, on considère les communautés locales comme des parties prenantes, et que leurs intérêts sont défendus par les fondations. Le problème, comme toujours, est un problème de frontière. Une dernière remarque doit être faite concernant les fondations. Depuis qu'en Italie, aucun capitaliste financier n'existe, en raison de la mainmise de l'État sur la propriété des banques, à l'heure de la privatisation, s'il n'y avait pas eu les fondations, le contrôle des banques aurait pu être acquis par les industriels ou il aurait pu en résulter une instabilité. Dans les deux cas, les problèmes de gouvernance des entreprises auraient pu être beaucoup plus graves qu'actuellement.

tionnaire principal du groupe bancaire d'Intesa, le plus grand en Italie ; les différentes parties ont présenté des candidats.

³² En 1999, les revenus des principales fondations se sont accrus significativement. On a même l'impression qu'elles se concurrencent sur cet objectif.

Un problème complètement différent dans le système de gouvernance des banques est le rôle tenu par la Banque d'Italie. En dehors de la supervision qu'elle doit assurer sur toutes les banques pour garantir leur stabilité et pour veiller à ce que les administrateurs soient professionnellement qualifiés et moralement irréprochables, la Banque d'Italie doit approuver les fusions et les acquisitions. Le Gouverneur de la Banque d'Italie a clairement pris position contre les OPA hostiles et a pratiquement interdit au moins deux tentatives très importantes : celle d'Unicredito contre Comit et celle de San Paolo-IMI sur Banca Di Roma. En d'autres termes, l'offre publique comme instrument permettant de faire pression sur les dirigeants des entreprises à actionnariat diffus, s'est vue remplacer par le jugement de la Banque d'Italie. Même si celle-ci est une institution très qualifiée et au-dessus de tout soupçon de corruption, il est évident que, du point de vue de la gouvernance des entreprises, il s'agit d'une approche tout à fait différente.

7. Le rôle et l'importance des parties prenantes

L'étude des problèmes de gouvernance rencontrés par les banques et les plus grandes sociétés a mis en évidence que les différentes parties prenantes semblent jouer un rôle en Italie. Une analyse plus approfondie montre que ce rôle est beaucoup moins significatif qu'il n'y paraît. Pour les banques, si elles ont fourni dans le passé la majeure partie du financement des sociétés italiennes quelle que soit leur taille, désormais elles ne jouent plus ce rôle principal dans les moyennes et grandes entreprises. Fin 1999, l'endettement net envers les banques, à court et à moyen terme, des entreprises privées de grande et moyenne tailles représentait 33 % des capitaux propres³³. En Italie, le système de la banque principal n'existe pas comme en Allemagne ou au Japon. Le financement est

³³ Malheureusement d'un point de vue macro-économique, sur les années 1997/99 la capacité d'autofinancement des sociétés privées italiennes de grande et de moyenne taille représentait 1,7 fois le montant des investissements corporels. Le financement bancaire a été la plupart du temps sollicité pour financer des investissements financiers. Une partie de ce financement pourrait cependant avoir été utilisé pour financer des petites filiales.

réparti entre un grand nombre de banques dont aucune n'a intérêt à être profondément impliquée dans le financement d'une entreprise. Pour les sociétés de grande et moyenne tailles, les banques décident normalement de financer au vu des ratios financiers et de la performance passée. Pour les prêts à moyen terme finançant de nouveaux investissements, les banques d'affaires considèrent également les prévisions et les garanties. Selon notre expérience personnelle, elles ont rarement la capacité de faire une évaluation fondée sur autre chose que la connaissance qu'elles ont acquise dans le passé sur la société. Par conséquent, la qualité des relations personnelles entre les chefs d'entreprise ou les dirigeants et ceux qui décident au sein des banques est importante, tant pour le financement des nouveaux projets d'investissement que pour celui des phases où la société traverse des difficultés. Les données présentées montrent cependant clairement qu'« important » ne signifie pas nécessairement « essentiel ». Pour construire des relations de confiance avec les banques, les relations publiques et le fait d'éviter de fournir des prévisions trop optimistes sont des facteurs clés, à moins, bien entendu, que l'entreprise ait des plans très ambitieux ou rencontre des difficultés très importantes.

Au début des années 90, les banques italiennes ont été autorisées à prendre des participations dans le capital des sociétés de l'ensemble des secteurs économiques³⁴, cette possibilité étant contrainte par des limites imposées en matière d'importance de la participation maximale et de pourcentage de leur situation nette. Quelques banques ont fait des acquisitions, mais il s'agissait souvent de rechercher des plus-values. Dans un passé relativement récent, un des principaux dirigeants bancaire a fait remarquer, que comme les banques italiennes devaient résoudre leurs problèmes internes, tels que « *la restructuration de procédures désuètes et d'organisations statiques et pléthoriques... il était illusoire de penser qu'elles pouvaient avoir la capacité d'avoir une politique de participations dans l'industrie* » [M. Sarcinelli 1997]. Ainsi, même aujourd'hui, l'influence des banques sur la gouvernance des

³⁴ Auparavant, mis à part les conversions de dettes en fonds propres en cas de crise, seules les banques d'investissement étaient autorisées à faire ce type d'opérations, mais, à l'exception de Mediobanca, aucune banque ne l'avait fait.

entreprises est plutôt limitée. Il y a, cependant, une exception importante : Mediobanca, une banque d'investissement, a joué, à partir des années 60, un rôle très important dans les principaux groupes italiens industriels privés, non seulement en assurant le rôle principal dans le placement des émissions d'actions, mais aussi en prenant des participations dans le capital de certaines sociétés centrales et en organisant des syndicats d'actionnaires destinés à protéger les intérêts des actionnaires de contrôle. Les avis sur le rôle de Mediobanca sont contrastés. Les avis critiques [N. Andreatta 1984]³⁵ soutiennent qu'elle a eu un rôle déterminant dans la sclérose des plus grandes sociétés de l'industrie italienne. Selon les avis plus favorables, sans Mediobanca, même les sociétés italiennes les plus grandes auraient été rationalisées et auraient été, en conséquence, moins efficaces. En 1998, Mediobanca a joué un rôle important dans l'offre publique hostile de Telecom Italia, contredisant ainsi ceux qui la considéraient comme un pilier de l'« *establishment* ». En 2001, cependant, Mediobanca a cédé le contrôle de fait de Montedison, un des principaux conglomérats, de façon à favoriser la réussite de l'offre publique hostile conduite par son ancien protégé Fiat et Electricité de France. Personne ne peut dire, à l'heure actuelle, si cette prise de contrôle ainsi que celle précédemment mentionnée sur Telecom Italia par Pirelli, sont le prélude à un renforcement du pouvoir de l'*establishment* italien ou s'il s'agit d'une réponse rationnelle aux pressions de la mondialisation. Certes dans la perspective de la gouvernance des entreprises, les activités de capital-risque et le marché financier sont devenus beaucoup plus importants et concurrentiels, de sorte que même le rôle de Mediobanca diminue, mais il est peu probable – et en tout cas prématuré pour se prononcer – qu'à l'avenir les banques aient un rôle plus important.

Les salariés sont une des parties prenantes essentielles en Italie. Les syndicats tirent ou ont tiré probablement dans le passé, leur pouvoir de deux sources. Au niveau des usines, les grèves se déclenchent facilement. Quand la demande est forte, les syndicats peuvent obtenir des

³⁵ Les termes d'Andreatta sont plutôt durs « *la solitude aristocratique de Mediobanca à la fin l'a transformé en un monopole, et comme tous les monopoles, il était destiné à devenir néfaste* » (p. 210).

gains substantiels. Dans les années 90, en raison de la « concertation », les syndicats ont eu des revendications relativement modérées sur le front des salaires et leur pouvoir a été affaibli par l'introduction des contrats à durée déterminée et par le développement des agences de travail temporaire. Au niveau national, les syndicats ont obtenu une législation très favorable, principalement pour les salariés à temps plein. Quand un conflit concernant une grande société ne peut être résolu au niveau de l'entreprise, on requiert la médiation du Ministère du Travail et, le plus souvent, les représentants de Ministère tentent d'aider les syndicats. Il est, donc, beaucoup plus important d'entretenir de bonnes relations avec les syndicats, qu'avec les banques. Les banques sont nombreuses et si un dirigeant n'obtient pas ce qu'il souhaite de certaines d'entre elles, il peut toujours traiter avec d'autres. En revanche, il n'y a que trois syndicats ; aussi, il est important pour une société de tenter d'entretenir de bonnes relations avec tous les syndicats. Cela ne signifie pas, pour autant, qu'en Italie la situation soit très proche de celle du Japon où l'un des objectifs des sociétés est de satisfaire les salariés. Il n'y a pas non plus une structure duale de gouvernance des sociétés, comme en Allemagne, où les employés et les syndicats ont un droit de regard sur la gestion garanti par la loi. Néanmoins, il est nécessaire, quelle que soit la personne qui gère la société, chef d'entreprise ou dirigeant, de trouver le bon équilibre entre les demandes des syndicats et le caractère concurrentiel des coûts.

Les fournisseurs sont des parties prenantes qui jouent un rôle substantiel dans la gouvernance des entreprises de pays comme le Japon ou l'Allemagne où les prises de participation croisées sont fréquentes. En Italie, les relations clients-fournisseurs ne se font pas habituellement de façon impersonnelle et discrétionnaire, mais elles n'ont pas non plus un caractère à long terme même lorsqu'il existe des accords informels. Puisqu'une particularité de l'Italie est l'existence de districts industriels réunissant de nombreuses sociétés pratiquant la même activité, les fournisseurs sont souvent concentrés et la coopération et la concurrence coexistent de façon à permettre aux clients de choisir les meilleures offres émanant d'un groupe de fournisseurs sélectionnés. En d'autres termes, il existe une sorte de réseau privilégié mais qui n'entretient pas

de relations stables avec certains partenaires. Naturellement, il y a des exceptions.

Une autre partie prenante qui doit être considérée est l'État, mais une telle analyse se situe au-delà de cet article. Il suffit ici de dire qu'en raison des privatisations, le rôle de l'État dans l'économie a diminué de façon substantielle. Non seulement les entreprises ont à traiter en commun d'un certain nombre de questions où l'État est impliqué (et ces questions sont traitées et font l'objet d'activités d'influence par des organisations collectives), mais les grandes entreprises doivent entretenir des relations directes avec le gouvernement central. On rapporte que le professeur Guido Rossi, éminent spécialiste de droit des sociétés, et ancien Président de Consob et de Telecom, aurait dit, après l'OPA sauvage de Telecom, qu'à Rome il y avait une banque d'affaires où on ne parlait pas l'anglais ; il faisait clairement référence au Palazzo Chigi, la résidence du Premier ministre.

Il est difficile de savoir si les intérêts des parties prenantes sont suffisamment puissants, à l'instar du Japon et autrefois de l'Allemagne, pour reléguer au second rang dans le système de gouvernance des entreprises, l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Dans le secteur financier, la maximisation de la rentabilité des fonds propres est clairement un objectif majeur pour les sociétés anonymes. Dans les autres secteurs, cet objectif semble légèrement moins important. Dans le passé, la rigidité dans la gestion du personnel était si importante qu'un certain nombre de sociétés ont fait des pertes par manque de flexibilité. Récemment, la situation a changé, mais selon notre impression personnelle, la plupart des sociétés cotées sont davantage des « satisficers » au sens de H.A. Simon que des maximisateurs.

8. Les groupes et les entreprises familiales

Un premier aspect important dans une perspective de gouvernance est la fréquence des groupes. Les groupes peuvent être formels lorsqu'il y a un holding ou une société tête de groupe. Quand un seul actionnaire contrôle un certain nombre de sociétés, on parle d'un groupe informel. Il y a quelques années, mais la situation actuelle a peu changé, 99 % des

sociétés ayant plus de 1 000 employés appartenait à un groupe, 80 % de celles ayant de 200 à 800 employés, environ 60 % de celles avec 100 - 200 employés et 30 % de celles avec 50-100 employés³⁶ [F. Barca et *al.* 1994b].

La structure de groupe permet au « principal » de contrôler des sociétés où la gestion est réalisée par un nombre limité d'agents dont les résultats peuvent être facilement évalués et contrôlés par le propriétaire final. L'agent peut être, dans certains cas, un membre de la famille, formé pour exercer les responsabilités les plus élevées et être le futur héritier de cette unité (ce qui permet d'éviter les conflits à l'intérieur de la famille). Parfois l'agent est un dirigeant qui, en temps voulu, peut devenir actionnaire minoritaire. En d'autres termes, la structure de groupe est une forme particulière et probablement nouvelle de gouvernance, pas un système de gouvernance contractuel au sens de C.W. Kester [1994]. Des problèmes de succession sont souvent résolus en faisant éclater le groupe. Quand la propriété de l'entreprise ou du groupe est divisée entre un nombre croissant d'héritiers, au terme d'un demi-siècle, la propriété est de nouveau concentrée entre les mains de quelques héritiers car les parts des autres auront été rachetées³⁷ [F. Barca et *al.* 1994a]. Les chefs d'entreprise italiens essaient d'éviter les associés passifs.

De nombreuses sociétés ont des dimensions leur permettant d'être cotées (selon certaines évaluations, environ mille) mais préfèrent ne pas s'introduire en bourse en raison des contraintes de la cotation – en particulier en termes d'information légale –, qui impliquent la diffusion d'informations aux concurrents. L'aversion envers les fluctuations du

³⁶ Ceci signifie que la concentration industrielle est plus forte que ce que montrent les statistiques officielles. Par exemple, au recensement de 1991, il n'y avait que 239 sociétés ayant plus de 1 000 employés et elles représentaient 32,5 % des emplois des sociétés ayant plus de 50 salariés. En considérant les groupes, ces chiffres sont respectivement de 281 et de 48,3 %.

³⁷ Dans la plupart des cas, les ressources permettant le rachat des parts des autres actionnaires sont, légalement ou illégalement, prélevées sur l'autofinancement de la firme avec pour conséquence de réduire sa croissance potentielle.

cours des actions et une tradition d'évasion fiscale³⁸ constituent d'autres facteurs explicatifs du faible nombre de sociétés italiennes cotées. Une nouvelle loi à l'étude donnerait aux sociétés non cotées une liberté très importante en matière de statuts, adaptée à leurs spécificités, ce qui rendrait l'introduction en bourse moins attrayante.

Puisque, comme déjà dit, les sociétés cotées ne représentent qu'une part mineure de l'économie italienne, il est nécessaire de dire quelques mots sur les sociétés familiales. Celles-ci, de fait, représentent la grande majorité des sociétés italiennes.

Deux chercheurs [C. Demattè, G. Corbetta 1992] ont montré que les chefs d'entreprises familiales pouvaient être répartis en deux catégories. La première est constituée de ceux qui préfèrent avoir une entreprise riche et prospère, ayant les moyens nécessaires à son développement, même si cela implique une moins grande richesse familiale. La seconde se situe à l'opposé, soit pour citer les auteurs « *famille riche et entreprise pauvre* ». Malheureusement aucune évaluation n'a été faite de l'importance respective des deux catégories. Notre impression personnelle est que si dans le passé la première catégorie prévalait, la situation inverse domine désormais. Cette conclusion, si elle est avérée, serait inquiétante pour l'avenir des entreprises familiales. Pour être plus optimiste, on peut ajouter, toutefois, que la richesse soustraite à ces entreprises peut être réinvestie en bourse ou dans d'autres types de financement, facilitant ainsi le développement des sociétés qui cherchent à croître.

9. Le marché des prises de contrôle

La plupart des théories de la gouvernance mettent l'accent sur le rôle des prises de contrôle comme instrument permettant d'aligner les intérêts des actionnaires et ceux du management. Si une prise de contrôle se produit, les dirigeants sont remplacés et, en conséquence, il est dans leur intérêt d'accroître la valeur des actions afin de réduire la

³⁸ Pour cette raison, le fait que les auditeurs ne soient pas choisis par les sociétés auditées permettrait de réduire l'évasion fiscale.

possibilité d'une prise de contrôle.

En Italie, le marché des prises de contrôle est plutôt étroit. En outre, le marché des entreprises en général n'est pas important. Comme déjà mentionné, les transferts de contrôle ne représentent que 2 % par an. Au début de la décennie 90, 55 % des sociétés industrielles italiennes n'avait pas subi de changement de contrôle depuis leur création [F. Barca et *al.* 1994a]. Pourtant les changements de propriété jouent un rôle essentiel pour au moins trois raisons. Premièrement, le créateur de l'entreprise, lorsqu'il vieillit³⁹, poursuit souvent les politiques qui ont conduit son entreprise au succès, même lorsqu'elles ne sont plus cohérentes avec les changements du marché et de la technologie. Deuxièmement, les héritiers ne sont pas toujours aussi compétents que le fondateur. En outre, lorsqu'il y a plusieurs héritiers, il est souvent difficile de s'accorder sur le successeur et la façon de diriger la société. Troisièmement, si dans une économie mondialisée, la dimension minimale pour être concurrentielle a tendance à croître, il est possible que l'Italie ait trop de petites entreprises. Les fusions et les acquisitions pourraient ainsi devoir s'imposer à l'avenir.

Si nous essayons toujours de comprendre pourquoi le marché des entreprises est plutôt étroit, il y a encore au moins trois causes, deux sociologiques et une économique :

(1) Comme déjà dit, le statut d'entrepreneur doit son succès, en particulier dans les petites communautés, à sa dimension sociale qui procure une satisfaction non monétaire aux autodidactes ainsi qu'à leurs héritiers. Nous avons dit également que les propriétaires considèrent leurs entreprises comme leurs fiefs et il ne leur est pas facile de renoncer aux satisfactions personnelles qui sont associées à cet aspect psychologique. Dans certains cas, ces éléments de satisfaction sont moralement louables (le sentiment d'avoir construit quelque chose, du travail accompli, etc.) ; dans d'autre cas, c'est plus contestable (le plaisir de donner des ordres).

(2) La faible propension à coopérer rend les fusions très rares. Dans la même optique, le fait d'être coté implique de considérer tous les ac-

tionnaires sur le même plan et la prise en compte de leurs intérêts constitue une forme de coopération.

(3) Un grand nombre de sociétés italiennes n'a pas, toujours pour des raisons fiscales, des comptes faciles à comprendre pour les tiers. Ce manque de transparence rend difficile l'évaluation de la société, tant du point de vue du vendeur que de celui de l'acheteur.

En raison de ces facteurs, les changements de propriété se produisent habituellement en deux occasions. Soit l'entreprise éprouve des difficultés et le propriétaire reconnaît, ce qui n'est pas toujours le cas, qu'il doit en abandonner la direction. S'il est suffisamment intelligent, il doit le faire lorsqu'elle a encore une certaine valeur, mais il ne s'agit pas, pour les raisons sociologiques exposées précédemment, du cas le plus fréquent. Soit, il n'y a aucun héritier souhaitant reprendre la succession. Il y a quelques années, sur la base d'un échantillon d'entreprises familiales situées en Lombardie, 50 % d'entre elles n'avaient pas planifié la succession du dirigeant.

Conclusion : vers la convergence ?

Au total, il ressort clairement que la gouvernance des entreprises en Italie diffère des modèles les plus souvent étudiés, qu'ils soient anglo-saxons, allemand ou japonais. C'est un modèle unique de gouvernance, fondé sur l'individu, où les considérations économiques ne dominent pas. Bien entendu, des changements interviennent, tant dans la culture que dans les institutions. Il y a un peu plus d'entreprises qui s'introduisent en bourse. Celles qui sont déjà cotées commencent à ressentir la pression des marchés financiers. En 2001, pour la première fois en Italie, une assemblée générale d'actionnaires a rejeté une fusion parce que ces derniers étaient insatisfaits de la parité d'échange proposée par le conseil d'administration et ses conseillers. Le secteur bancaire est en pleine restructuration et de nouveaux hommes prennent le pouvoir. Les investisseurs institutionnels commencent à se développer et à jouer un rôle actif.

³⁹ Selon certaines évaluations plus de 50 % des sociétés italiennes ont des Pdg âgés de plus de 60 ans.

Un certain nombre de bonnes *business schools* ont été créées et un nombre de plus en plus important d'héritiers de familles d'entrepreneurs ont suivi les cours des meilleures *business schools* internationales. De nouvelles règles sont en cours d'introduction. Les valeurs familiales traditionnelles, trop étroites, disparaissent progressivement.

Même avec ces nouvelles tendances, et à l'exception des banques et de certaines institutions financières ainsi que de quelques grandes sociétés, il est peu probable que le fort individualisme des chefs d'entreprise italiens évolue à court terme. Le contrôle, à caractère soit majoritaire, soit minoritaire avec un actionnaire dominant, continuera à prévaloir dans la plupart des sociétés italiennes. Les sociétés pourraient certes adopter les règles de gouvernance du type de celles suggérées par la bourse de Milan, pourtant à quelques exceptions près, les différents comités continueront, la plupart du temps, à se plier à la volonté du chef d'entreprise. Il est, donc, très peu probable que les principales caractéristiques du système de gouvernance italien convergent vers ceux des autres systèmes.

Le problème réel à long terme est de savoir si le modèle de gouvernance tel qu'il a été décrit peut permettre aux entreprises italiennes d'être concurrentielles dans une économie de plus en plus mondialisée. Si l'économie italienne commence à prendre trop de retard, la convergence vers les modèles qui ont réussi est plus probable. À moins qu'il y ait une récession importante de l'économie américaine, le modèle le plus susceptible de s'imposer, dans ce scénario, serait celui de la convergence vers le modèle anglo-saxon. Dans un tel scénario, les fusions et les acquisitions s'imposeraient et la structure de l'économie italienne en serait radicalement changée. En d'autres termes, le problème se réduit à celui des dimensions de la firme. Selon une opinion largement répandue, il semblerait qu'une économie ne comportant pas un nombre significatif d'entreprises *leaders* mondiaux dans les secteurs technologiquement avancés ne puisse être concurrentielle. La plupart des entreprises *leaders* se situent dans les secteurs traditionnels. Par ailleurs, un certain nombre d'économistes italiens pensent que les petites entreprises sont fortement concurrentielles quel que soit le secteur où elles se situent. Certains croient que les districts industriels constituent une forme orga-

nisationnelle permettant de réaliser des économies d'échelle et de champ d'un nouveau type [G. Becattini 1998, A Baffigi et al. 1999]. D'autres soulignent que la petite entreprise non intégrée représente une nouvelle façon de substituer le marché à la hiérarchie [F. Trau 1999]. Les marchés seraient toujours meilleurs que les hiérarchies, en particulier, dans un pays caractérisé par un individualisme fort.

Indépendamment de la taille de l'entreprise, notre opinion est que le capital humain sera la ressource la plus rare dans le futur. Les entreprises aussi bien que le système de gouvernance s'adapteront en conséquence à la nécessité d'attirer les meilleurs talents et d'obtenir d'eux les plus grands efforts. Comme les gens diffèrent selon les nations et que la tradition et la culture déterminent leurs préférences, la gouvernance des entreprises sera influencée par l'histoire nationale, comme le montre le cas italien. Il est, donc, difficile de prévoir que la convergence s'imposera au niveau mondial.

Bibliographie

- Amatori F., Brioschi F. [1997], « Le grandi imprese private : famiglie e coalizioni », in F. Barca (Ed), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli.
- Andreatta N. [1984], « Le poche cose da fare » in F.A. Grassini (Ed.), *Le banche e il capitale di rischio*, Il Mulino.
- Baffigi A., Pagnini M., Quintiliani F. [1999], « Industrial Districts : Do the Twins Ever Meet ? », in Banca d'Italia, Temi di discussione.
- Barca F., Bianchi M., Brioschi F., Buzzacchi L., Casavola P., Filippa L., Pagnini M. [1994b], « Assetti proprietari e mercato delle imprese », in vol. 2, *Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese medio-grandi*, Il Mulino.
- Barca F., Bianco M., Canari L., Cesari R., Gola C., Mannita G., Salvo G., Signorini L.F. [1994a], « Assetti proprietari e mercato delle imprese », in vol. 1 *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione delle imprese industriali italiane*, Il Mulino.
- Bazerman M.H., Morgan K.P., Loewenstein G.F. [1997], « The Impossibility of Auditor Independence », *Sloan Management Review*, Summer.

- Bebchuk L., Roe M.J. [1999], « A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership », Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies.
- Becattini G. [1998], *Distretti Industriali e made in Italy*, Bollati&Boringhieri.
- Bianco M., Gola C., Signorini L.F. [1996], « Dealing with Separation Between Ownership and Control : State, Family, Coalitions and Pyramidal Groups in Italian Corporate Governance », Fondazione Mattei Working Paper, n° 5.
- Brunello G, Graziano C., Parigi B. [2000], « Ownership or Performance : What Determines Turnover in Italian Board of Directors ? », mimeo.
- Caprio L., Floreani A. [1996], « Transfer of Control of Listed Companies in Italy : An Empirical Analysis », Fondazione Mattei Working Paper.
- Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica
- Coffee J.C. [1999], « The Future as History : The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Significance », *Northwestern University Law Review*, vol. 93, n° 3.
- Coffee J.C. [2000], « Convergence and its Critics : What are the Preconditions to Separation of Ownership and Control », Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies Working Paper n° 179.
- CONSOB [2000], *Relazione Per l'Anno 1999*, Roma.
- De Matte C., Corbetta G. [1993], « I processi di transizione nelle imprese familiari », *Mediocredito Lombardo*.
- Gilson R.J. [2000], « Globalizing Corporate Governance : Convergence of Form or Function », SSRN, 229517.
- Grassini F.A. [1981], « The Italian Enterprises : The Political Constraints » in R. Vernon, Y. Aharoni. (Eds), *State-Owned Enterprises in the Western Economies*, Croom Helm.
- Gros-Pietro G.M., Reviglio E., Torrisi A. [2001], *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Il Mulino.

- Inzerillo G., Messori A. [2000], « La Privatizzazione delle Banche » in G. De Nardis, « Le privatizzazioni italiane », Ricerca del Centro Studi Confindustria, Il Mulino.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « The Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.
- Kester C.W. [1996], « Industrial Groups as Systems of Contractual Governance », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n° 3.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. [1999], « Investor Protection and Corporate Valuation », NBER.
- Melis A. [1998], « An Empirical Analysis of the Italian Case among Non Financial Listed Companies », mimeo.
- Montanaro D., [1999], « Il funzionamento dei consigli di amministrazione nelle società italiane quotate in borsa », *Rivista di diritto dell'impresa*, n° 11.
- Nicodano G. [1998], « Corporate Groups, Dual-Class Shares and the Value of Voting Rights », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22.
- Pinza R. [1999], « La corporate governance per le fondazioni bancarie e per i soggetti che svolgono attività con finalità sociali no-profit », in PriceWaterhouse & Coopers, Corporate Governance Forum.
- PriceWaterhouse & Coopers [2000], *Rapporto sulla concreta applicazione delle norme e dei principi in tema di corporate governance*, Roma.
- Sarcinelli M. [1997], « Governare la banca tra modelli e realtà », *Moneta e Credito*.
- Trau F. [1999], *La questione dimensionale nell'industria italiana*, Il Mulino.
- Zingales L. [1995], « Insider Ownership and the Decision to Go Public », *Review of Economic Studies*, Summer.