

CAPITALISMO

# LA TRASFORMAZIONE DEL CAPITALISMO STATUNITENSE



PH.: MATEJ KASTELIC / SHUTTERSTOCK.COM

Dal managerialismo del Novecento allo *shareholder capitalism* degli anni Novanta fino all'attuale *founder capitalism*, che concentra un potere enorme nelle mani dei fondatori delle Big Tech

di **Sandro Trento**

06 OTTOBRE 2025

Per gran parte del Novecento l'impresa statunitense è stata il regno dei manager professionisti. Già negli anni Trenta Adolf Berle e Gardiner Means, nel loro classico *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan, 1932), avevano descritto l'ascesa di un modello fondato sulla separazione tra proprietà e controllo. Gli azionisti erano ormai figure passive, incapaci di influenzare la vita dell'impresa, mentre il potere effettivo si concentrava nelle mani di manager tecnici, custodi della continuità organizzativa. Nel 1941, James Burnham rese celebre questa tesi parlando di una vera e propria *managerial revolution*. Il capitalismo statunitense del Dopoguerra incarnava questo paradigma: grandi corporation come General Motors, Ford, Ibm erano governate non dai fondatori, ormai lontani, ma da apparati manageriali che garantivano stabilità, pianificazione e crescita.

Negli anni Ottanta e Novanta il quadro si è trasformato. La stagione della deregolamentazione, la globalizzazione finanziaria e l'ascesa degli investitori istituzionali hanno imposto lo *shareholder capitalism*. L'obiettivo dichiarato era la massimizzazione del valore per gli azionisti. *Hedge fund* e fondi di *private equity* hanno esercitato una pressione crescente sulle imprese, forzando ristrutturazioni, fusioni, riduzioni di costi. L'attivismo azionario - con figure simboliche come Carl Icahn o T. Boone Pickens - divenne il volto visibile di un capitalismo disciplinato dai mercati. La teoria di riferimento era quella del *disciplining effect of markets*: la minaccia di scalate ostili o di campagne aggressive era sufficiente a imporre ai manager un comportamento allineato agli interessi degli azionisti.

Oggi stiamo assistendo a un'ulteriore mutazione. La *public company* statunitense, che era stata il cuore del capitalismo manageriale e poi finanziario, mostra segni di declino. Negli anni Novanta, il numero delle società quotate negli Stati Uniti aveva raggiunto il massimo storico con oltre 8 mila unità. Nel 2022 erano meno di 3.800 ([World Bank, Listed domestic companies, total](#)). Non è solo un fenomeno statistico: riflette scelte strategiche e

trasformazioni strutturali. Molte imprese hanno optato per il *delisting*, altre sono state inglobate da fusioni e acquisizioni, e sempre più start-up preferiscono restare private per periodi molto lunghi, sostenute dall'enorme liquidità di *venture capital*, *private equity* e fondi sovrani (cfr. M. Kenney e J. Zysman, *Unicorns, Cheshire Cats, and the New Dilemmas of Entrepreneurial Finance*, Venture Capital, 2019). L'età media delle società tecnologiche al momento della quotazione è passata da 4 anni, negli anni Ottanta, a oltre 12 nel 2020 (J.R. Ritter, [IPO Statistics](#), University of Florida). Facebook si è quotata nel 2012 dopo 8 anni di crescita esponenziale, Google nel 2004 dopo aver già conquistato una posizione dominante.

Parallelamente, l'attivismo azionario ha perso forza. Secondo i dati Lazard ([Shareholder Activism Annual Review](#), 2023), le campagne degli *hedge fund* si sono ridotte di circa il 30% rispetto al picco del 2015-2017. I grandi fondi passivi - come BlackRock e Vanguard - hanno interessi più orientati alla stabilità che allo scontro, e raramente ingaggiano battaglie frontali con i fondatori. In altre parole, il mercato azionario ha smesso di essere il luogo privilegiato della disciplina manageriale.

«La *public company* statunitense, che era stata il cuore del capitalismo manageriale e poi finanziario, mostra segni di declino, ma non è solo un fenomeno statistico: riflette scelte strategiche e trasformazioni strutturali»

In questo vuoto si è affermato il *founder capitalism*. Le grandi imprese tecnologiche non sono più governate da manager nominati dai *board* e sostituibili dagli azionisti, ma da fondatori che mantengono il controllo ben oltre la fase iniziale di start-up. Lo strumento giuridico che ha reso possibile questa trasformazione è quello delle *dual-class shares*, azioni che attribuiscono diritti di voto multipli ai fondatori rispetto agli altri azionisti. Google ha aperto la strada nel 2004, Facebook ha consolidato il modello nel 2012, e oggi oltre il 60% delle Ipo tecnologiche statunitensi prevede questa struttura (Council of Institutional Investors, 2022). Zuckerberg controlla Meta con una quota



minoritaria di capitale ma con diritti di voto inespugnabili. Larry Page e Sergey Brin restano arbitri della strategia di Alphabet. Elon Musk governa Tesla e SpaceX con un'autorità che travalica i confini dell'impresa.

È un paradosso storico. Per decenni i mercati statunitensi hanno diffidato di ogni assetto proprietario che rafforzasse gli insider. La regola non scritta era che una società quotata dovesse garantire *one share, one vote*: un'azione, un voto. Oggi gli stessi mercati accettano che i fondatori diventino monarchi assoluti delle imprese quotate. Com'è stato possibile?

Tre fattori spiegano la trasformazione. Il primo è la straordinaria disponibilità di capitale privato. Grazie a *venture capital* e *private equity*, le imprese possono raccogliere miliardi senza dover cedere potere. Quando si quotano, sono già giganti in grado di imporre le proprie condizioni agli investitori, che accettano regole di *governance* asimmetriche pur di partecipare al successo. Negli ultimi anni, inoltre, i fondi sovrani del Golfo e dell'Asia sono diventati protagonisti del finanziamento delle start-up tecnologiche, spingendo le imprese a rimanere private. È così che si è consolidato il fenomeno degli *unicorns*: società non quotate con valutazioni superiori al miliardo di dollari. A livello globale oggi se ne contano oltre 1.200, concentrate soprattutto tra Stati Uniti e Cina. Molte di esse hanno raccolto capitali enormi senza accedere alla Borsa: Stripe, piattaforma di pagamenti digitali, ha superato gli 8 miliardi di dollari di finanziamenti restando privata; SpaceX, guidata da Musk, ha raggiunto valutazioni superiori ai 100 miliardi senza alcuna Ipo. In questo contesto, quando un'impresa decide infine di quotarsi, non è più una start-up fragile ma un gigante in grado di imporre condizioni agli investitori. È qui che le *dual-class shares* diventano accettabili: chi vuole partecipare al successo di questi colossi deve accettare che il potere rimanga saldamente nelle mani dei fondatori. Il secondo fattore è la natura delle tecnologie digitali. Piattaforme, algoritmi, Intelligenza artificiale sono attività percepite come inseparabili dalla visione del fondatore. Gli investitori ritengono che il successo di Tesla sia legato a Musk, che il valore di Meta dipenda dall'ossessione di Zuckerberg per il metaverso. Meglio accettare un fondatore dominante che rischiare di indebolire la spinta innovativa. Il terzo fattore è la performance: le Big Tech hanno generato ritorni eccezionali. Nel 2023 Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta rappresentavano insieme il 23% dell'intera capitalizzazione

dell'S&P 500 (Bloomberg, 2023). È difficile contestare un modello che produce risultati di questa portata.

Il *founder capitalism* presenta indubbi punti di forza: garantisce coerenza strategica e continuità nel lungo periodo e permette di investire in progetti rischiosi che un management sotto pressione finanziaria non oserebbe sostenere. Amazon ha resistito a un decennio di perdite perché Jeff Bezos era convinto della validità del progetto. Apple ha inventato l'iPhone perché Steve Jobs ha imposto la sua visione contro ogni prudenza. In molti casi, l'innovazione radicale nasce dall'ossessione del fondatore più che da un processo burocratico.

Ma i rischi sono altrettanto evidenti. La concentrazione del potere nelle mani di pochi individui rende le corporation simili a monarchie personali. Le decisioni riflettono l'umore o l'ideologia del leader più che un calcolo razionale. Musk, con le sue mosse su Twitter/X o con la gestione di Starlink in Ucraina, influenza non solo i mercati ma anche la geopolitica. Quando piattaforme come Meta controllano i flussi di informazione di miliardi di persone, il potere del fondatore diventa inevitabilmente politico. Come hanno sostenuto Lucian Bebchuk e Kobi Kastiel (*The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, "Virginia Law Review", vol. 103, n. 4/2017), il caso delle azioni a voto plurimo perpetuo è *untenable*, insostenibile, perché concentra potere senza prevedere limiti temporali o meccanismi di *accountability*.

Il fenomeno non è universale. In Europa le *dual-class shares* sono state a lungo vietate o rigidamente limitate. Solo di recente alcuni Paesi, Italia compresa, hanno introdotto strumenti simili, con scarso successo. Le Ipo europee sono più piccole, le imprese si quotano prima e con meno potere contrattuale. Il risultato è un ecosistema che produce innovazione ma raramente colossi globali. In Asia, invece, prevalgono modelli ibridi. Jack Ma con Alibaba ha incarnato il fondatore visionario, salvo poi scontrarsi con il Partito comunista cinese, che non tollera leadership carismatiche fuori dal controllo politico. In Corea e Giappone dominano i conglomerati familiari, i *chaebol* e i *keiretsu*, forme di capitalismo personale ma di natura dinastica, più che fondate sul carisma individuale.

Il *founder capitalism* è quindi una mutazione del capitalismo globale. Non più il managerialismo impersonale del dopoguerra, né lo *shareholder capitalism* degli anni Novanta, ma un sistema che ricorda per certi versi i *tycoon* di inizio Novecento, da Henry Ford a John Rockefeller, con la differenza che oggi il potere del fondatore si esercita su piattaforme digitali che raggiungono miliardi di persone e condizionano la vita democratica. È un capitalismo più innovativo, ma anche più oligarchico e fragile.

«Può un'impresa che gestisce dati, infrastrutture e servizi vitali per l'economia globale restare nelle mani di un singolo individuo senza contrappesi?»

La domanda di fondo è se sia sostenibile. Può un'impresa che gestisce dati, infrastrutture e servizi vitali per l'economia globale restare nelle mani di un singolo individuo senza contrappesi? Quali sono le implicazioni per la democrazia quando Zuckerberg decide i criteri di moderazione dei contenuti o Musk stabilisce la politica di una rete satellitare in un conflitto? Le autorità regolatorie stanno cercando risposte. La Sec negli Stati Uniti discute l'opportunità di limitare la durata delle *dual-class shares*. In Europa la Commissione spinge per rafforzare i diritti degli azionisti, ma il problema non è solo giuridico: riguarda il rapporto tra innovazione, potere economico e legittimità politica.

Il *founder capitalism* rappresenta dunque la nuova forma del capitalismo statunitense. Nato dal paradosso di mercati finanziari che, pur amando la disciplina e l'*accountability*, hanno accettato di sacrificare i propri principi per garantire l'accesso all'innovazione, questo modello ci costringe a ripensare le categorie tradizionali di proprietà, controllo e responsabilità. È un ritorno al passato e insieme una nuova fase della storia del capitalismo: il fondatore come sovrano privato, al tempo stesso motore di progresso e minaccia per l'equilibrio tra economia e politica.